



**Instituto Universitário de Lisboa**

Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

# **O INTERESSE DA SOCIEDADE E O (RE)AGRUPAMENTO DE AÇÕES**

João Guilherme Dias de Carvalho Proença Fernandes

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de  
Mestre em Direito das Empresas

Orientador: Doutor António Henrique Barbosa Pereira de Almeida  
Professor Auxiliar Convidado – ISCTE

Setembro, 2017



## RESUMO

Na presente dissertação propomo-nos analisar o regime do reagrupamento de ações das sociedades anónimas abertas e cotadas, regulamentado no ano de 2016, por força do Decreto-Lei n.º 63.º-A/2016, de 23 de setembro, que aditou o artigo 23.º-E ao Código dos Valores Mobiliários.

Nesse sentido, e tendo em conta que o acesso àquele regime exige a indicação, em deliberação da assembleia geral de acionistas, de um concreto interesse justificativo, pretendemos: *i)* delimitar no que se traduz o interesse na sociedade anónima em geral e, dentro desta, na sociedade anónima aberta e cotada; *ii)* determinar porque motivo uma sociedade anónima decide tornar-se aberta e cotada e quais as razões que a levam a decidir reagrupar as suas ações; e, *iii)* apurar os termos da aplicação do regime do reagrupamento de ações, conforme previsto no Código dos Valores Mobiliários, apreciando-o criticamente.

Palavras-chave: **interesse social; sociedades abertas e cotadas; ações; reagrupamento de ações.**

## ABSTRACT

In this dissertation we aim to analyse the regime of the reverse stock split, regulated in 2016, by decree-law n.º 63.º-A/2016, of 23rd September, that added the article 23.º-E to the Securities Code.

Regarding that to access to the mentioned regime it is required a concrete justifying interest which has to be deliberate at the general meeting of shareholders, we will look forward to: *i)* to bound the interest in the joint stock company, in general, and in the listed company, in particular; *ii)* identify the reasons that lead a joint stock company to become listed and, additionally, the reasons why it decides to joint its stock; *iii)* investigate the terms that allow the application of the stocks joint regime, as determined in the Securities Code.

Keywords: **social interest; listed companies; stocks; reverse stock split.**

## ÍNDICE

Resumo	iii
Abreviaturas	vi
Introdução	5

### CAPÍTULO I

#### O INTERESSE DA SOCIEDADE COMO INTERESSE COLETIVO

##### Secção I

###### *O interesse na sociedade anónima em geral*

1.1. Do conceito de interesse	6
1.2. O interesse da sociedade anónima perante os objetivos da governação societária	10
1.3. A concretização do “interesse da sociedade” no Código das Sociedades Comerciais	18

##### Secção II

###### *O interesse nas sociedades anónimas e abertas*

2.1. A sociedade aberta como subtipo de sociedade anónima	39
2.2. A “malha” de interesses nas sociedades anónimas abertas e cotadas perante a sua estrutura interna e externa	47

### CAPÍTULO II

#### O (RE)AGRUPAMENTO DE AÇÕES COMO MEIO DE FINANCIAMENTO E DE PREVENÇÃO DA PERDA DE QUALIDADE DE SOCIEDADE ABERTA

##### Secção I

###### *As ações como instrumento financeiro negociável*

1.1. A polissemia do conceito de ação	60
1.2. As modalidades e as características das ações e os termos da sua emissão e titularidade	62
1.3. A negociação de ações em mercados organizados	68

##### Secção II

###### *O (re)agrupamento de ações perante o risco de mercado e o risco de liquidez do mercado de capitais*

2.1. O fundamento do (re)agrupamento de ações: o problema das ações de cêntimos	73
2.2. As características funcionais, os efeitos e os benefícios do (re)agrupamento de ações sem alteração do capital social	77

Secção III

***O (re)agrupamento de ações no (novo) artigo 23.º-E  
do Código de Valores Mobiliários***

<b>3.1. Do âmbito de aplicação</b>	<b>80</b>
<b>3.2. A configuração legal da operação: do impulso da Assembleia Geral à faculdade atribuída à sociedade de adquirir ou vender “ações sobrantes”</b>	<b>81</b>
<b>3.3. Das “ações sobrantes”: um novo conceito de ação?</b>	<b>88</b>
<b>3.4. O “interesse social” como fundamento da operação de (re)agrupamento e salvaguarda dos direitos de propriedade individual dos acionistas</b>	<b>90</b>
<b>Conclusão</b>	<b>93</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>99</b>

## **ABREVIATURAS**

**AAFDL** – Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa

**CC** – Código Civil;

**CRP** – Constituição da República Portuguesa;

**CSC** – Código das Sociedades Comerciais;

**CVM** – Código dos Valores Mobiliários;

**CMVM** – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;

**IPCG** – Instituto Português de Corporate Governance;

**RDS** – Revista de Direito das Sociedades;

**RSE** – Responsabilidade Social da Empresa

## INTRODUÇÃO

I. A negociação e a compra e venda de ações é, no mundo globalizado dos nossos dias, uma realidade assente. De Tóquio a Nova Iorque, passando por Paris ou Frankfurt, a todas as horas, nos quatro cantos do mundo, quantidades enormes de ações são negociadas e transacionadas nos diferentes mercados financeiros existentes à escala planetária.

De facto, todos os dias somos confrontados com informações acerca das variações na cotação das ações de empresas com capital social aberto à negociação em mercados regulamentados.

Neste contexto, o problema das *penny stocks*, ou, na tradução portuguesa, ações de cêntimos, tem adquirido proporções relevantes.

Portugal não é excepção.

Analisando o mercado bolsista português<sup>1</sup>, é fácil constatar a existência de muitas sociedades cotadas com ações de cêntimos<sup>2</sup>, *i.e.*, cujo valor está abaixo de um euro, fruto da desvalorização inerente à crise económico-financeira recente e dos consequentes aumentos de capital realizados para a colmatar, que multiplicaram em muito o número de ações em circulação.

Pese embora, um valor de cotação por ação baixo tenha a vantagem de potenciar a liquidez no mercado, o que é bom para os pequenos investidores, a verdade é que, as desvantagens são evidentes: por um lado, o aumento exponencial da volatilidade das cotações e, por outro lado, os danos de imagem junto de grandes investidores institucionais estrangeiros.

Ora, uma das formas de resolver este problema é proceder a um agrupamento de ações (do inglês, *reverse stock split*) que, ao contrário de um fracionamento (*stock split*), onde uma ação é dividida em várias, junta, numa determinada proporção e pela redução do número de participações existentes, muitas ações numa só, aumentando, desse modo, ainda que contabilisticamente, o valor das ações envolvidas, se tiverem valor nominal, fora de uma operação de redução do capital social, *i.e.*, sem redução do valor global da sociedade.

II. Até 2016, o ordenamento jurídico português apenas previa a hipótese de agrupar ações dentro de uma operação de redução do capital social.

---

<sup>1</sup> Em 31/12/2014, existiam 43 sociedades de direito nacional com ações cotadas na *Euronext Lisbon*, com uma capitalização bolsista média de € 1.154,8 milhões. Cf. Relatório Anual Sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal – 2014, CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2014, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosociedadescotadas/Documents/Relatório%20Governo%20Sociedades%202014.pdf>.

<sup>2</sup> É o caso, *v.g.*, das sociedades abertas *CIMPOR-SGPS*, *Millennium BCP*, *Impresa-SGPS*, *Orey Antunes*, *Pharol*, *SAD Futebol Clube do Porto*, *SAD Sporting Clube de Portugal*, *Teixeira Duarte*, *VAA Vista Alegre*. A 22 de setembro de 2017, todas apresentavam um valor de cotação por ação abaixo de €1, conforme informação disponível à data em <https://www.bolsadelisboa.com.pt/cotacoes/accoes-lisboa>.

Porém, necessidades dos agentes económicos, conduziram à aprovação e entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 63.º-A/2016, de 23 de setembro, através do qual o legislador promoveu uma alteração ao regime jurídico das sociedades abertas, constante do Código dos Valores Mobiliários, passando a admitir a realização de um “reagrupamento de ações”<sup>3</sup> nas sociedades cotadas (admitidas à negociação em mercado regulamentado ou que estejam integradas em sistema multilateral de negociação) fora de uma operação de redução do capital social.

Na verdade, a elaboração do diploma deveu-se à necessidade de dar base legal a este tipo de operação, que a grande sociedade emitente *Millennium BCP, S.A.* aprovou em deliberação da Assembleia Geral, de 21 de abril de 2016<sup>4</sup>, em cumprimento das exigências apresentadas por um investidor para subscrever o capital da instituição<sup>5</sup>, recapitalizando-a.<sup>6</sup>

Pese embora seja criticável o facto de as alterações legislativas serem constantemente ditadas por necessidades pontuais dos agentes económicos, em prejuízo da adequada compreensão unitária do regime jurídico dos diversos institutos, é sempre de salutar a criação de um regime jurídico que dissipe as dúvidas criadas pela aplicação de um determinado mecanismo num caso concreto, conforme ocorre com o (re)agrupamento de ações. Afinal, o Direito existe para solucionar casos concretos.

Ora, apesar de o (re)agrupamento de ações não dispor, até 2016, de previsão legal no Código das Sociedades Comerciais ou no Código dos Valores Mobiliários, isso não significava que existisse um qualquer impedimento legal. Isto porque, até à entrada em vigor do novo regime jurídico, aquele

---

<sup>3</sup> Semanticamente, um reagrupamento implica uma operação anterior de sentido contrário, que poderá não existir. Donde, consideramos mais correta a expressão agrupamento. Todavia, utilizando o legislador o termo “reagrupamento”, faremos dele uso no modo seguinte: “(re)agrupamento”.

<sup>4</sup> Vide comunicado disponível em <http://web3.cmvvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR59821.pdf>, mais precisamente o ponto dez, onde se lê “[F]oi aprovada a proposta de reagrupamento, sem redução do capital social, das ações representativas do capital social do Banco.”.

<sup>5</sup> O agrupamento de ações foi, a par do aumento do limite do uso de direitos de votos de 20% para 30%, uma das condições impostas pela FOSUN para subscrever o capital social do Millennium BCP, S.A., recapitalizando-o, e, conseqüentemente, tornar-se acionista de referência da instituição, detendo, atualmente, 19,6% das ações. Veja-se a referência em <http://expresso.sapo.pt/economia/2016-09-28-BCP-funde-aco-es-e-abre-a-porta-aos-chineses-da-Fosun>.

<sup>6</sup> Tanto assim foi que, na “Proposta Relativa ao Ponto 10 da Ordem de Trabalhos”, da Assembleia Geral de 21 de abril de 2016, onde foi aprovada a proposta de reagrupamento, consta o seguinte: “*Propõe-se que se delibere (...) que a presente deliberação fique sujeita a condição suspensiva, cuja verificação não terá efeitos retroativos nos termos do artigo 276.º do Código Civil, produzindo os seus efeitos se, e na data em que, entrar em vigor disposição legislativa que regule de modo expresse o funcionamento do reagrupamento de ações sem redução do capital social.*”. Sendo que, o Decreto-Lei n.º 63.º-A/2016, de 23 de setembro, aprovado pelo Conselho de Ministros a 22 de setembro, foi promulgado, referendado e publicado em Diário da República no dia seguinte, tendo entrado em vigor no dia 26 de setembro de 2016. Além disso, muitas das propostas constantes daquele documento, para dar “vida” à operação, foram acolhidas pelo legislador, naquele Decreto-Lei, numa clara sintonia com as necessidades da sociedade emitente.

mecanismo era aceite no domínio das sociedades comerciais com capital social organizado em participações homogêneas, como forma de execução de operações de redução do capital social<sup>7</sup>.

Todavia, conforme assevera o legislador no preâmbulo daquele diploma, “[o] reagrupamento de ações sem redução do capital não encontra um regime jurídico específico na legislação portuguesa, o que pode suscitar dúvidas e retração no uso desta figura” (2.º parágrafo do preâmbulo). Donde, do seu ponto de vista, “importa criar um regime que permita a sua utilização sem constrangimentos decorrentes de incertezas jurídicas, assegurando o equilíbrio dos interesses dos vários intervenientes e, em particular, a proteção dos acionistas que, em resultado do reagrupamento, fiquem titulares de ações sobrantes” (3.º parágrafo do preâmbulo), a fim de permitir “às sociedades ajustar o preço das ações representativas do seu capital social, contribuindo para melhorar a respetiva capacidade de atração de investidores, realizar aumentos de capital de forma mais eficiente e prevenir a variação brusca e anormal da cotação das ações, com os benefícios que daí decorrem para o regular funcionamento dos mercados” (5.º parágrafo do preâmbulo).

De facto, visando o (re)agrupamento de ações o aumento do valor de mercado das participações envolvidas, pela redução do número de participações existentes, a inexistência de base legal criava a dificuldade de definir um critério que viabilizasse aquela operação, quando o número de ações a (re)agrupar não fosse divisível sem sobrem ações, impossibilitando a operação: ou, *i*) porque da operação de divisão das ações antigas pelas novas, por aplicação do coeficiente estabelecido resultam ações; ou, *ii*) porque são insuficientes para se converterem numa nova ação. *V.g.*, se o coeficiente aplicável for de 20 (vinte), *i.e.*, cada 20 (vinte) ações são agrupadas numa nova ação, e um acionista detiver 115 (cento e quinze) ações, ficará com 5 (cinco) novas ações, sobrando-lhe 15 (quinze); caso possua apenas 19 (dezanove) ações, não reunirá condições para receber uma nova e única ação.

Surge, então, o problema de saber que destino dar a essas ações.

Não havendo base legal que determine o que fazer com essas ações, as situações de impugnação da deliberação social que aprovou o (re)agrupamento serão mais frequentes, pois o acionista poderá considerar-se prejudicado com as decisões técnicas de arredondamento ou ajustamento no número de ações.

Consequentemente, foi para eliminar os problemas que decorrem habitualmente da execução daquela operação e, bem assim, assegurar “a segurança jurídica das sociedades, dos seus acionistas e do mercado de capitais” (4.º parágrafo do preâmbulo), que o legislador aprovou o Decreto-Lei n.º 63-A/2016, de 23 de setembro.

III. Na presente dissertação propomo-nos analisar o regime jurídico do (re)agrupamento de ações, conforme previsto pelo legislador no (novo) artigo 23.º-E do Código dos Valores Mobiliários.

---

<sup>7</sup> Cf. CUNHA, PAULO OLAVO, *O (re)agrupamento de ações (só) nas sociedades cotadas*, RDS, ano VIII, Vol. 16, Coimbra, Almedina, 2016, p. 198.

Para tal, impõe-se articular dois ramos do Direito: o Direito das Sociedades Comerciais e o Direito dos Valores Mobiliários. Isto porque, o acesso ao mecanismo do (re)agrupamento de ações exige, nos termos legais aprovados, a indicação de um concreto interesse que justifique a necessidade de a sociedade realizar aquela operação.

Neste circunstancialismo, o nosso trabalho encontra-se estruturado com base em três chavões: *motivo*, *escolha* e *consequência*. O *motivo* corresponde a um interesse. No nosso caso, a um “interesse da sociedade”<sup>8</sup>. É este que conduz a *escolhas*. Escolhas no sentido de medidas. No nosso caso, a medida é o *(re)agrupamento de ações*. Como todas as escolhas trazem consequências, a *consequência* é aferida em resultado da medida.

Coerentemente, apresentaremos dois capítulos: o 1.º referente ao motivo, que é um *interesse*; o 2.º referente à escolha da *medida*, o *reagrupamento de ações*, que tem por base um *interesse*, e às inerentes *consequências* daí resultantes.

Deste modo, no primeiro capítulo, e tendo como realidade de fundo o tipo societário *sociedade anónima*<sup>9</sup>, procuramos responder às questões seguintes:

- a) O que é um interesse?
- b) Qual o objetivo da governação societária?
- c) Que tipo de interesse inere à sociedade anónima? O dos acionistas ou o da sociedade, enquanto entidade autónoma? A sociedade tem interesses próprios?
- d) Como se concretiza a prossecução do interesse social no CSC?
- e) Qual a conduta devida pelos órgãos de administração<sup>10</sup> da sociedade anónima na prossecução do interesse da sociedade?
- f) O interesse social que rege na sociedade anónima em geral é o mesmo nas sociedades anónimas abertas e cotadas?
- g) Porque motivo uma sociedade anónima decide tornar-se aberta e cotada? Que interesse preside a esse motivo?

Por sua vez, no segundo capítulo, dedicado ao (re)agrupamento de ações, pretendemos:

- h) Delimitar o que é uma ação e os termos da sua negociação nos mercados regulamentados;
- i) Determinar quais as razões que levam uma sociedade aberta e cotada a decidir (re)agrupar as suas ações, fora de uma operação de redução do capital social;
- j) Caracterizar funcionalmente o (re)agrupamento de ações, por oposição ao mecanismo oposto, o fracionamento de ações, e apurar os seus efeitos e benefícios;

---

<sup>8</sup> Utilizaremos, como equivalentes, as expressões “interesse da sociedade”, “interesse social” e “interesse societário”.

<sup>9</sup> Incidindo a nossa dissertação sobre o tipo societário *sociedade anónima*, utilizaremos o termo “acionista”, em substituição do termo geral “sócio”, para designar os titulares das participações sociais, *i.e.*, das ações, que a enformam.

<sup>10</sup> Tomaremos por referência o modelo tradicional português de estruturação da administração e administração. Sendo que, não abordaremos, diretamente, a prossecução do interesse da sociedade pelos órgãos de fiscalização.

- k) Estudar criticamente o regime do (re)agrupamento de ações previsto no (novo) artigo 23.º-E do CVM, nomeadamente quanto: *i)* à limitação do seu âmbito de aplicação às sociedades abertas e cotadas; *ii)* à configuração da operação; *iii)* ao problema do arredondamento e da contrapartida; *iv)* à questão das “ações sobrantes”; *v)* à faculdade atribuída à sociedade de adquirir ou vender as “ações sobrantes”; *vi)* ao “interesse da sociedade” como fundamento da operação; e, *vii)* ao papel atribuído ao princípio da proteção dos investidores.

Deste modo, apresentaremos uma exposição articulada, onde os diferentes tópicos em análise se justificam, sucessivamente, uns aos outros, permitindo-nos concluir, em última instância, se o (re)agrupamento de ações é, ou não, um bom mecanismo para a governação das sociedades anónimas abertas e cotadas<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Não realizaremos nenhum estudo de Direito comparado, por não dispormos de legislação necessária, cabal e suficiente para tal.

## CAPÍTULO I

### O INTERESSE SOCIAL COMO INTERESSE COLETIVO

#### Secção I<sup>12</sup>

#### O INTERESSE NA SOCIEDADE ANÓNIMA EM GERAL

##### 1.1. Do conceito de interesse

I. Empiricamente omnicomprensivo, o conceito de *interesse* é central para várias ciências sociais e humanas<sup>13</sup>, onde se inclui, naturalmente, o Direito. Contudo, não é unívoco, antes ambíguo<sup>14</sup>, tanto no vocabulário comum, como na linguagem especializada (jurídica ou, em geral, das ciências sociais), sendo, historicamente, objeto de múltiplas análises e tentativas de delimitação<sup>15</sup>.

Etimologicamente, *interesse* é a forma substantivada do infinito verbal *interesse*, a que praticamente desde a sua origem tem sido associada mais do que uma aceção.<sup>16</sup> Ao provir dos vocábulos latinos “inter” (entre) e “esse” (ser ou estar), o *interesse* significará em sentido próprio “estar entre”, e, como nome, “aquilo que está entre”, sendo, por isso, dotado de uma dupla ambivalência, entre *relação/diferença*, por um lado, e *vantagem/desvantagem*, por outro.<sup>17</sup>

II. No domínio jurídico, o grande protagonismo da noção de *interesse* deve-se a RUDOLF JHERING, que veio intensificar, no direito privado, o sentido “relacional” do termo. Com base na *teoria do direito subjetivo*, defendeu existir uma relação entre *bem* e *interesse*, *i.e.*, entre o direito subjetivo e o interesse do sujeito, definindo aquele como o “interesse juridicamente protegido”, e sufragando que a relação entre o sujeito e o bem, objeto do direito, é orientada em torno da utilidade que o mesmo representa para ele.<sup>18</sup> Trata-se, contudo, de uma construção ultrapassada, na medida em que, a existência e o alcance do *interesse* não pressupõem o reconhecimento e o exercício do direito subjetivo,

---

<sup>12</sup> Os artigos indicados sem menção de diploma referem-se ao Código das Sociedades Comerciais (CSC).

<sup>13</sup> Cf. PINTO, PAULO MOTA, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, p. 83.

<sup>14</sup> Cf. MÚRIAS, PEDRO, *O que é um interesse no sentido que geralmente interessa aos juristas?*, in Estudos em memória do Prof. J. L. Saldanha Sanches, Vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, p. 830.

<sup>15</sup> Cf. MOTA, PAULO MOTA, *op. cit.*, p. 493 e ss.

<sup>16</sup> Sobre a etimologia e o sentido originário do termo “interesse”, cf. *Idem* *Ibidem*, p. 84 e nota 252.

<sup>17</sup> Cf. *Idem* *Ibidem*, p. 85 e nota 255.

<sup>18</sup> Cf. *Idem* *Ibidem*, p. 484-485. Adotando definições do direito subjetivo com predomínio da noção de interesse, *vide, v.g.*, JUSTO, ANTÓNIO DOS SANTOS, *Introdução ao Estudo do Direito*, 2.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2003, p. 40-41; PINTO, CARLOS MOTA, *Teoria Geral do Direito Civil*, 3.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Coimbra Editora, 1985, p. 180 e ss.

não permitindo aquele a construção deste<sup>19</sup>, pois, a regra, no direito privado é a de que, pelo menos no domínio do direito subjetivo, a definição e interpretação dos interesses para que se exerce o direito subjetivo apenas cabe ao seu titular, por lhe ser uma realidade intrínseca<sup>20-21</sup>.

De qualquer modo, é certo, a noção de *interesse* tem sido utilizada como critério delimitador das possibilidades de atuação do sujeito que dele é titular<sup>22</sup>, o que tem denotado contornos ambíguos e difusos, com a discussão a centrar-se na natureza jurídica ou extra-jurídica do conceito e no seu conteúdo, designadamente, entre referências *subjetivas* e *objetivas*, sempre num sentido relacional.<sup>23</sup>

Segundo uma conceção *subjetiva*, poderia ser designado, ainda no plano pré-jurídico, como “a apetência ou inclinação volitiva estabelecida por causa do imperativo de satisfação de uma necessidade, para obtenção de um bem ou a realização de uma acção idóneos para aquela satisfação”<sup>24</sup>, verificando-se, portanto, valorações éticas ou reações psicológicas, reveladoras de que os interesses são, desde logo, e num primeiro momento, uma realidade anterior ou exterior ao Direito<sup>25</sup>.

Já num quadro *objetivista*, o conceito de *interesse* revelaria, nomeadamente, para indagar a relação entre um sujeito e um bem que este considera apto a satisfazer uma sua necessidade, independentemente da idoneidade desse bem a alcançar o fim que lhe é destinado.<sup>26</sup>

Logo, dizer “estar interessado em” é diferente de afirmar “ter interesse em”.<sup>27</sup> No primeiro caso, verifica-se um sentido subjetivo; no segundo, um conteúdo objetivo. Há, assim, dois usos semanticamente distintos de uma mesma palavra.

Neste quadro, que tipo de interesse deverá prevalecer no plano jurídico?

Vejamos.

Se predominar o *interesse* em sentido *subjetivo*, caberá ao próprio interessado defini-lo, a partir de valorações psicológicas, pelo que o Direito apenas fixará limites às atuações resultantes das opções que ele faça.

---

<sup>19</sup> Cf. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Tratado de Direito Civil Português*, Tomo I, Coimbra, Almedina, 2009, pp. 316-320.

<sup>20</sup> Como assinala PINTO, PAULO MOTA, *op. cit.*, p. 485, a ordem jurídica “não aceita uma funcionalização geral do reconhecimento da titularidade (ou só do exercício) do direito subjectivo à existência de um interesse digno de protecção legal, objectivamente apreciado, e que tenha de justificar o exercício do direito nas circunstâncias em causa”.

<sup>21</sup> Criticando a noção de interesse como base do direito subjetivo, vide SILVA, MANUEL GOMES DA, *O dever de prestar e o dever de indemnizar*, Vol. I, Lisboa, s. ed., 1994, p. 68 e ss.

<sup>22</sup> Cf., *Idem* *Ibidem*, p. 481-482.

<sup>23</sup> Cf. PINTO, PAULO MOTA, *op. cit.*, p. 493 e ss.

<sup>24</sup> *Cit. in. Idem* *Ibidem*, pp. 493-494.

<sup>25</sup> Cf. *Idem* *Ibidem*, p. 495.

<sup>26</sup> Objectivamente, poder-se-ão indicar três sentidos de “ter interesse em”: *i*) interesse enquanto meio para satisfação de uma necessidade; *ii*) interesse como algo bom para a entidade que o detém; e, *iii*) interesse no sentido de razão para querer na verificação do seu conteúdo. Cf., MÚRIAS, PEDRO, *op. cit.*, p. 829.

<sup>27</sup> Cf. *Idem* *Ibidem*, *op. cit.*, p. 831-832.

Se relevar o *interesse* em sentido *objetivo*, terá de haver alguém que o defina, para existência duma tutela da ordem jurídica, seja pela sua subjetivação num direito, seja pela proteção por normas jurídicas. Mas, conforme assinala doutrina muito autorizada<sup>28</sup>, essa definição não poderá ser arbitrária ou sair-se-á do Direito. Pelo que, a sua explicitação deverá ser feita por normas de conduta, dirigidas ao sujeito, a fim de a este ser assegurado um espaço de autodeterminação e heteronomia.

Ora, doutrinalmente, há quem entenda que só uma noção objetiva de “interesse” interessará como instrumento dogmático de análise e construção do direito<sup>29</sup>, devido ao facto de este não garantir às pessoas as suas avaliações subjetivas dos bens, mas o gozo dos bens, *i.e.*, uma situação em relação aos bens.<sup>30</sup> Considerar o contrário significaria admitir que os menores ou os incapazes, desprovidos de consciência, necessitariam de ter interesses para serem titulares de direitos subjetivos.

Contudo, tal não significará, segundo aquela doutrina, que o “interesse” em sentido jurídico deva considerar-se independente de um juízo. O que se verificará é a ausência de uma apreciação psicológica. Assim, o “interesse” em sentido jurídico atenderá à *relação de um sujeito com um bem*<sup>31</sup>, e deverá determinar-se com base em dois elementos básicos: um de caráter *subjetivo*, titulado pelo indivíduo, e outro de caráter *objetivo*, determinado pelo bem. Identifica-se o interesse com a relação, ou vínculo conetivo, entre o sujeito e o bem que satisfaz, ou que é apto a satisfazer, a necessidade em causa. Donde, se a utilidade de um bem se afere pela sua aptidão para satisfazer uma necessidade, então, a relação entre a pessoa que a experimenta e o ente capaz de a satisfazer será o interesse.<sup>32</sup>

Consequentemente, o “interesse” (jurídico) equivalerá à relação entre um sujeito com uma necessidade<sup>33</sup>, e o bem apto a satisfazer tal necessidade, determinada na previsão ou valoração que dela faz o ordenamento jurídico<sup>34</sup>. Ou seja, ter interesse em x é ter necessidade de y, e x realizar y. Esta é, assinala-se, a definição de “interesse” a que a certa Doutrina adere<sup>35</sup>.

<sup>28</sup> Cf. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Tratado...*, I, *op. cit.*, pp. 139 e ss;

<sup>29</sup> Cf., nesse sentido, ALBUQUERQUE, PEDRO DE, *Direito de preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anónimas e por quotas*, Coimbra, Almedina, 1993, p. 480, n. 56, onde o Autor refere uma *communis opinio* que, segundo crê, leva a posição objetivista a ser a dominante.

<sup>30</sup> Cf. PINTO, PAULO MOTA, *op. cit.*, p. 497-498 e, especialmente, n. 1429.

<sup>31</sup> Cf. *Idem*, *Ibidem*, p. 475; TELLES, INOCÊNCIO GALVÃO, *Introdução ao estudo do direito*, Vol. I, reimpressão, Lisboa, AAFDL, 1997, p. 262.

<sup>32</sup> Cf. ALBUQUERQUE, PEDRO DE, *op. cit.*, p. 475.

<sup>33</sup> Criticando a definição de “interesse” através do conceito de “necessidade”, *vide* MÚRIAS, PEDRO, *op. cit.*, pp. 835-847. O Autor critica a adoção do conceito de necessidade na noção de “interesse”, por pertencerem ao mesmo campo semântico, entendendo ser insuficiente analisar um através do outro, desde logo por serem passíveis (ou ser passível de...) de existir conflitos de necessidades, na medida em que a possibilidade de satisfação de uma necessidade não é, segundo crê, suficiente para haver um interesse, pois a satisfação de uma necessidade por levar à insatisfação de uma outra. Sustenta, por isso, a restrição da referência às necessidades não instrumentais, por serem as verdadeiras necessidades, *i.e.*, não dependentes de quaisquer outras.

<sup>34</sup> Cf. ALBUQUERQUE, PEDRO DE, *op. cit.*, p. 482.

<sup>35</sup> *Vide*, nesse sentido, ALBUQUERQUE, PEDRO DE, *op. cit.*, pp. 472-482, onde o Autor expõe uma tradição de argumentos filosóficos e jurídicos que justificam a definição, adotando-a. No mesmo sentido, *vide* REGO,

III. Pese embora seja admissível pugnar por uma visão objetivista, pura e dura, do conceito de “interesse”, é perceptível, cremos, a dificuldade em determinar com exatidão o conteúdo e os limites do “interesse”, tendo em conta a opção entre um critério objetivo (o interesse aproxima-se da ideia de utilidade) e um critério subjetivo (o interesse é encarado com uma apetência). Daí que, acompanhamos a Doutrina<sup>36</sup> que renúncia à tentativa de uma exata delimitação de uma noção geral de “interesse”.

De qualquer modo, consideramos o conceito muito relevante, por permitir, pela linguagem, representar uma situação da vida que serve de previsão normativa a várias regras. Veja-se que, v.g., C.C., o conceito de “interesse” aparece em 83 artigos<sup>37</sup>. E, a nível jus-societário, o que nos ocupa, várias são as referências a “interesse da sociedade”<sup>38</sup>, dentro das quais se destaca, tendo em consideração o objeto da nossa dissertação, o artigo 64.º do C.S.C, conforme veremos de seguida.

Coerentemente, sendo difícil sufragar uma teoria jurídica geral do “interesse” em defesa do sentido *subjetivo* ou do sentido *objetivo* da palavra<sup>39</sup>, o mesmo deverá ser aferido perante cada norma e concretizado tendo em atenção as específicas circunstâncias do caso concreto. É esse o papel do jurista! Conforme indica MENEZES CORDEIRO, “as referências civis a “interesse” permitem concluir que, de um modo geral, elas correspondem a áreas dominadas por valores complexos, inexprimíveis em termos linguísticos claros”<sup>40</sup>, razão pela qual o legislador optou por deixar ao intérprete aplicador a sua determinação.

---

MARGARIDA LIMA, *Contrato de Seguro e Terceiros: Estudo de Direito Civil*, Coimbra, Coimbra Editora, 2010, p. 186. Já PINTO, PAULO MOTA, *op. cit.*, pp. 481-501, pese embora não se comprometa com uma definição, indica vários conceitos que lhe parecem indispensáveis a uma boa definição de “interesse” e que coincidem com os termos mais relevantes da definição.

<sup>36</sup> Nesse sentido, cf. PINTO, PAULO MOTA, *op. cit.*, p. 494, 500 e 501; MÚRIAS, PEDRO, *op. cit.*, p. 833.

<sup>37</sup> Cf. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Tratado de Direito Civil Português*, Tomo VI, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2012, pp. 312-317.

<sup>38</sup> O C.S.C contém inúmeros preceitos relativos ao “interesse da sociedade”, dos quais se destacam: i) o artigo 6.º, n.º 3, referente à capacidade jurídica da sociedade; ii) o artigo 58.º, n.º 1, alínea b), respeitante a deliberações sociais; iii) o artigo 64.º, quanto à administração; iv) os artigos 180.º, n.ºs 1 e 2, 254.º, n.º 1, 398.º e 477.º, incidentes sobre a proibição de concorrência por parte dos sócios e gestores para com a atividade exercida pela sociedade; v) os artigos 217.º, n.º 1 e 294.º, n.º 1, relativamente ao direito aos lucros; vi) os artigos 214.º, n.º 6, 290.º, 2 e 291.º, n.º 4, em relação ao exercício do direito à informação por parte do sócio; vii) os artigos 251.º, 384.º, n.ºs 6 e 7 e 410.º, n.º 6, respeitantes às situações de impedimento de voto; e, viii) os artigos 232.º e ss, 346.º e 347.º, que contemplam as situações de amortização de quotas ou ações. Para maiores desenvolvimentos, cf. ESTACA, JOSÉ, *O interesse da sociedade nas deliberações sociais*, Coimbra, Almedina, 2003, pp. 75-79.

<sup>39</sup> Acompanhamos MÚRIAS, PEDRO, *op. cit.*, p. 833, quando sufraga que “[e]m termos gerais, a única coisa que parece valer a pena dizer é que se pode observar que o uso jurídico mais frequente da família de “interesse” é um uso no sentido objectivo”.

<sup>40</sup> Cit. in. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Tratado...*, VI, *op. cit.*, p. 317-318.

IV. Renunciando-se a uma tentativa de delimitação exata de uma noção geral de interesse, importa apurar um sentido para o conceito “interesse da sociedade”, cuja materialização constitui um dos principais problemas do direito societário<sup>41</sup>.

Nesse sentido, concretizemos.

## 1.2. O interesse da sociedade anónima perante os objetivos da governação societária

I. À palavra sociedade poderá ser atribuído o significado de “coletividade constituída mediante contrato por duas ou mais pessoas”<sup>42</sup>. Logo, teremos duas realidades distintas: *acionistas* e *sociedade (anónima)*.

Precisemos.

II. Do contrato de sociedade comercial<sup>43</sup>, entendido como espécie do género sociedade previsto no artigo 980.º do CC<sup>44</sup>, gerar-se-á uma relação jurídica societária, *i.e.*, um nexos constituído por direitos e obrigações entre os acionistas.<sup>45</sup>

Mas não só.

Da celebração daquele contrato, melhor, do acordo de vontades dos participantes na outorga da escritura (sociedade-contrato), nascerá um centro de imputação de direitos e deveres. Assim, a sociedade comercial é pessoa, por ser portadora de personalidade jurídica, em termos coletivos, conforme se reconhece no artigo 5.º do CSC, sendo “um pólo de direitos subjectivos, que lhe cabem e de obrigações, que lhe competem”<sup>46</sup>.

---

<sup>41</sup> Cf. ALBUQUERQUE, PEDRO DE, *op. cit.*, p. 461. Segundo o Autor, “[m]ais do que simples esquemas cognoscitivos da realidade normativa, as várias teorias nascidas com o propósito de delimitar os exactos contornos da noção (...) são verdadeiras e próprias filosofias políticas das sociedades comerciais, em especial das sociedades anónimas”.

<sup>42</sup> Cf. ESTACA, JOSÉ, *op. cit.*, p. 62.

<sup>43</sup> Nem sempre, todavia, a sociedade comercial tem origem contratual. Objetivamente, o CSC permite a constituição de sociedade comercial por ato jurídico unilateral, em caso de situação de domínio total inicial (cf. artigo 488.º) ou sociedade unipessoal por quotas (cf. artigo 270.º-A).

<sup>44</sup> Cf. ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, *Direito comercial*, Volume IV, Sociedades Comerciais – Parte Geral, Lisboa, AAFDL, 2000, p. 15-20; Contra, VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2006, p. 15-30, para quem a restrita definição do artigo 980.º do CC exclui do seu âmbito as sociedades não diretamente lucrativas, as sociedades unipessoais e as sociedades que não traduzem um exercício em comum. Consequentemente, a noção de “sociedade” prevista naquele artigo, não é suscetível de utilização como conceito geral e abstrato de social ao qual se subsumirão as sociedades comerciais.

<sup>45</sup> Sobre a evolução histórico-jurídica do contrato de sociedade *vide*, ESTACA, JOSÉ, *op. cit.*, pp. 19-28

<sup>46</sup> Cit. in. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito das Sociedades*, Tomo I, Parte Geral, 3.ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, p. 324.

Consequentemente, surge-nos como *organização* de elementos humanos, materiais e jurídicos dirigida à prossecução da atividade social. Daí que, nos termos do artigo 1.º, n.º 2 do C.S.C., “São sociedades comerciais aquelas que tenham por objecto a prática de actos de comércio e adoptem o tipo de sociedade em nome colectivo, de sociedade por quotas, de sociedade anónima, de sociedade em comandita simples ou de sociedade em comandita por acções.”.<sup>47</sup>

Estando regularmente constituída<sup>48</sup>, a sociedade comercial, no nosso caso, a sociedade anónima, representará, no mundo jurídico, uma nova pessoa jurídica (coletiva) com personalidade jurídica. Mas, será um verdadeiro ente autónomo, com fins próprios, separável dos respetivos acionistas? Ou, pelo contrário, um instrumento de atuação e de prossecução de interesses dos acionistas? O interesse da sociedade é o interesse dos acionistas?<sup>49</sup>

A resposta à questão tem levantado bastante celeuma na doutrina, nacional e estrangeira, que se encontra dividida quanto ao modo de concretização do “interesse da sociedade”, e depende do

---

<sup>47</sup> Ao terem por objeto a prática de um ou mais atos ou atividades mercantis, constituindo-se em harmonia com os preceitos da lei comercial, diferenciam-se das sociedades civis sob forma comercial, pois, embora idênticas pela forma, não têm por objeto a prática de atos ou atividades comerciais, aplicando-se-lhes a lei civil (cf. artigos 980.º e ss. CC).

<sup>48</sup> Sobre as fases necessárias e negócios eventuais, cf. *Ibidem*, p. 515-519. O registo é preponderante, pois é com ele que a sociedade adquire personalidade jurídica (cf. artigo 11.º), tornando-se num (novo) centro de imputação de normas jurídicas.

<sup>49</sup> Não se pretende dar conta da discussão em torno da existência de um interesse autónomo do grupo nos grupos de sociedades. Contudo, a rejeição de uma visão *institucionalista* implicará a aceitação de um interesse do grupo distinto do interesse da sociedade (melhor, dos respetivos sócios) dominante. Sobre este aspeto, *vide* ANTUNES, J. ENGRÁCIA, *Os Grupos de Sociedades*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 105 e 603 e ss; ESTACA, JOSÉ, *op. cit.*, p. 54 e ss; FRANÇA, MARIA AUGUSTA, *A estrutura das sociedades anónimas em relação de grupo*, Lisboa, AAFDL, 1990, p. 54; OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *A responsabilidade civil dos administradores nas sociedades em relação de grupo*, Almedina, Lisboa, 2007, pp. 149-150.

entendimento que se tenha do objetivo do governo das sociedades (*corporate governance*)<sup>50-51-52</sup>, ou seja, da gestão societária: *institucionalista* ou *contratualista*.<sup>53</sup>

---

<sup>50</sup> O *corporate governance* ou, na tradução portuguesa, *governo das sociedades*, estuda o “sistema pelo qual as sociedades são geridas e controladas”. Esta é a definição mais conhecida e utilizada no Relatório Cadbury de 1992: *Report of the Committee in the Financial Aspects of Corporate Governance*, que constituiu a principal influência para um conjunto muito alargado de códigos e regras de governo societário. Obviamente, há muitas outras definições, de diversas origens. Em Portugal, a expressão *governo das sociedades* tem já tradição suficiente, convocando um núcleo problemático claramente identificado (dispensando o recurso à expressão inglesa correspondente): a análise da organização, tutela e relacionamento entre os diversos sujeitos envolvidos na sociedade (sócios e investidores, administradores, credores e outros stakeholders) e a gestão dos diversos conflitos de interesses surgidos (entre sócios e administradores, dos sócios entre si – maioritários/minoritários ou minoritários com interesses divergentes –, e, inclusive, entre terceiros, em especial, credores). Sendo que, atenta a diversidade dos problemas, identifica-se um objetivo comum: a procura de equilíbrio entre múltiplos interesses conflitantes, através da definição do fim do governo societário e dos meios para o alcançar. Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 2017, pp. 11-12.

<sup>51</sup> Não existe um tratamento histórico do governo das sociedades. Todavia, o tratamento do tema *qua tale* remonta aos anos 50 do século XX, nos Estados Unidos da América, onde o primeiro *Model Business Corporation Act*, emitido pela *American Bar Association*, foi divulgado em 1954 como modelo para as legislações dos Estados federados, contendo regras importantes sobre conflitos de interesses e sobre ações de responsabilidade propostas por sócios. Mais relevante no desenvolvimento dos temas de governo societário nos Estados Unidos veio a ser a publicação dos *Principles of Corporate Governance*, do *American Law Institute*, em 1994, que, em conjunto com o Relatório Cadbury, publicado pelo Financial Reporting Council no Reino Unido, em 1992, potenciou a difusão internacional de códigos e regulamentações, quer pelos Estados quer por agências intergovernamentais, a qual veio a ser acentuada pela crise financeira global de 2008 e inerente desconfiança nas estruturas de governo que de lá para cá se tem sentido. A tendência é favorecida pelo legislador europeu: *i*) a publicação em 2011, do Livro Verde *O quadro da UE do governo das sociedades – COM (2001) 164 final*, confirmou a relevância de um tratamento universal do tema, apontando um conjunto de princípios e diretrizes que devem guiar os temas clássicos da organização e do funcionamento dos órgãos de administração e da proteção das minorias, assim como as questões relacionadas com a participação dos acionistas, a visão de curto prazo dos mercados de capitais, o relacionamento de agência entre investidores institucionais e gestores de ativos, entre outros; *ii*) a Diretiva UE 2006/46/CE requer que as empresas cotadas apresentem um código de governo e que divulguem o seu cumprimento ou expliquem as razões do incumprimento; *iii*) a Comissão Europeia tem emitido múltiplas recomendações, nas mais diversas áreas. Igualmente relevantes são as recomendações constantes dos *Principles of Corporate Governance* da OCDE, revistos em 2015. Em Portugal: *i*) as recomendações de bom governo surgiram por via da CMVM, em 1999, a propósito das sociedades cotadas, tendo sido reformuladas em 2001, 2007, 2010 e 2013; *ii*) paralelamente, por força do IPCG, foi publicado, em 2006, o *Livro Branco sobre o Corporate Governance em Portugal*, que determinou a introdução no CVM do artigo 245.º-A, que impõe a elaboração de um relatório anual sobre governo das sociedades.

<sup>52</sup> O estudo jus-económico do governo das sociedades nasceu centrado nos administradores e nas estratégias de combate ao desalinhamento dos respetivos interesses com os da sociedade e dos sócios ou acionistas, conforme se verifica na análise clássica de Berle e Means, *The modern corporation and private property*, publicada

III. Numa perspectiva *institucionalista*<sup>54</sup>, o objetivo do governo das sociedades é a maximização do valor para os interessados ou *stakeholders*<sup>55</sup> em geral (*stakeholder value*). Assim, o interesse reconhecido é o da sociedade em si mesma considerada, como empresa, como pessoa ou como instituição, desvalorizando-se a maximização do valor para o acionista, encarando-se o voto não como um direito subjetivo, mas como um poder-dever dos sócios dirigido à formação da vontade da sociedade.<sup>56</sup> Sufraga-se que o objetivo da sociedade deve ser a maximização da riqueza de todos os *stakeholders*<sup>57</sup>, incluindo a administração, os trabalhadores, a comunidade local, os fornecedores, os credores e até o Estado. Consequentemente, não deverão ser confundidas a titularidade das

---

em 1932. Só posteriormente o debate passou a ser centrado no papel dos sócios ou acionistas. *Vide*, sobre a evolução do debate, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, pp. 17-18.

<sup>53</sup> Assinale-se que, conforme acertadamente adverte CATARINA SERRA, *Entre Corporate Governance e Corporate Responsibility: Deveres fiduciários e "interesse social iluminado"*, I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, Almedina, 2011, p. 216, "por mais que a adoção de um único modelo normativo fosse desejável, os aspectos culturais e político-sociais tornam inviável uma uniformização absoluta e impedem, designadamente, a harmonização das leis europeias em matéria de deveres dos administradores.". Daí que, costuma dizer-se, enquanto os mercados anglo-americanos são caracterizados pela finalidade de maximização da riqueza dos acionistas, o modelo continental europeu orienta-se pela ideia de que o objetivo da sociedade deve ser a maximização da riqueza de todos os *stakeholders*.

<sup>54</sup> Sobre a génese, os fundamentos e evolução ao longo dos tempos das teorias institucionalistas, *vide* MAGALHÃES, VÂNIA, *A conduta dos administradores das sociedades anónimas: deveres gerais e interesse social*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 1, Vol. I, Coimbra, Almedina, 2009, p. 403-406.

<sup>55</sup> A expressão *stakeholders*, traduzida por *partes interessadas*, designa os indivíduos ou as organizações que afetam as operações de uma sociedade ou são afetados por ela. Cf. SERRA, CATARINA, *op. cit.*, p. 213. Ou seja, estão em causa todos aqueles que não fazendo parte da própria sociedade se encontram numa relação direta ou indireta com aquela, mantendo um determinado interesse na mesma, de tal forma que a atividade desenvolvida por esta repercute-se reflexamente naqueles. De facto, o mundo globalizado dos nossos dias e a cada vez maior especialização das tarefas, conduz à existência de todo um conjunto de inter-relações entre os diferentes entes sociais, tornando a sociedade comercial em agente atuante e participante na economia, com uma cadeia de tarefas bem definidas, na qual desempenhará a sua tarefa específica. Neste prisma, a jusante de uma determinada sociedade comercial situar-se-ão outras sociedades que serão suas fornecedoras de matérias-primas, produtos, serviços e capitais; a montante, encontrar-se-ão outras sociedades suas clientes, e, no caso de consumo final, todo um mercado consumidor. Cf. ESTACA, JOSÉ MARQUES, *op. cit.*, p. 40.

<sup>56</sup> Na doutrina nacional, pugnando por uma orientação institucionalista, *vide* ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais – Valores Mobiliários e Mercados*, Volume I, 6.ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2011, p. 53; ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 68-69; CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª ed., Coimbra, Almedina, 2012, pp. 499-501; ESTACA, JOSÉ MARQUES, *op. cit.*, p. 96.

<sup>57</sup> Os *stakeholders* são pessoas, grupos, organizações ou instituições que têm um especial interesse na sociedade porque podem afetar ou ser afetados pelos seus atos, comportamentos ou estratégias. Incluem normalmente empregados, credores, clientes, fornecedores, sindicatos, organizações, a comunidade, o próprio Estado e organizações estatais. Cf. VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Responsabilidade Civil dos Gestores das Sociedades Comerciais*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 1, Vol. 1, Coimbra, Almedina, 2009, p. 20, n. 16.

participações sociais e a da sociedade: da personalização da sociedade resultará que é esta a dona da empresa; os sócios são donos apenas das ações, *i.e.*, das participações sociais. Neste prisma, olha-se para sociedade comercial como técnica jurídica de organização da empresa, como conjunto de regras e mecanismos destinados a proporcionar-lhe organização jurídica e vida<sup>58</sup>.

Esta visão *pró-stakeholder*, por um lado, evidencia que as pessoas se empenham muito mais num processo quando ele envolve um risco para elas, seja ele económico ou outro, o que estimula os administradores e os trabalhadores; por outro lado, reflete que as relações que se estabelecem no seio de uma organização são complexas e transcendem o mero confronto direto entre aquela e os seus *stakeholders*.<sup>59</sup> Todavia, não especifica como se articulam os diferentes interesses, tipicamente conflitantes. É esta a sua grande fraqueza: exigir que os administradores ponderem um largo espetro de interesses conduz, necessariamente, a um juízo de carácter excessivamente subjetivo, que tende a reduzir a eficiência da gestão do ponto de vista económico-societário, atento o facto de o número de sujeitos suscetíveis de afetar e de ser afetados pela sociedade ser, potencialmente, imenso.<sup>60</sup>

IV. Numa visão contratualista<sup>61</sup>, a sociedade é vista como um contrato que pode criar ou não um ente jurídico personalizado, mas cujo centro de gravidade se mantém nos acionistas. Reflete-se a conceção de que os acionistas são os proprietários da sociedade e suportam os riscos a ela inerentes, *i.e.*, repartem entre si o remanescente da liquidação dos bens da sociedade depois de pagos os credores sociais. Donde, a administração encontra-se ao serviço dos acionistas, sendo o “interesse da sociedade” a maximização do valor da sociedade para o acionista (*shareholder value*). Coloca-se o enfoque nas pessoas que constituem a sociedade, e não nesta em si mesma considerada. O objetivo será favorecer os rendimentos obtidos pela sociedade: os dividendos e o preço das ações.<sup>62</sup> Concludentemente, não se olhando para sociedade comercial como técnica jurídica de organização da empresa, *sociedade* e *empresa* equivalerão à mesma realidade.

Esta é a conceção acolhida pela maioria da doutrina nacional<sup>63</sup>. E, é a também por nós seguida. Concretizemos.

---

<sup>58</sup> Pelo que, *sociedade* e *empresa* não se confundirão: aquela é a forma jurídica desta, elevando-a a pessoa coletiva e sujeito de direito, sendo a direção da sociedade (com a transferência do poder de direção para o órgão de administração e responsabilidade desse órgão) exercida sobre a empresa. Cf. ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Da empresarialidade – As empresas no Direito*, Coimbra, Almedina, 1996, p. 216-217.

<sup>59</sup> Cf. SERRA, CATARINA, *op. cit.*, p. 220.

<sup>60</sup> Cf., no mesmo sentido, *Idem* *Ibidem*, p. 221.

<sup>61</sup> Sobre a génese, os fundamentos e a evolução ao longo dos tempos das teorias contratualistas, *vide* MAGALHÃES, VÂNIA, *op. cit.*, pp. 406-408.

<sup>62</sup> Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, p. 179.

<sup>63</sup> Sufragando uma orientação contratualista, *vide*, VENTURA, RAÚL, *Sociedades por Quotas*, Vol. III, Coimbra, Almedina, 1996, pp. 150-151; CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito das sociedades...*, *op. cit.*, pp. 871-872; OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, p. 180; NUNES, PEDRO CAETANO, *Corporate Governance*, Coimbra, Almedina, 2006, p. 32; LEITÃO, LUÍS MENEZES, *Pressupostos de exclusão de sócio nas*

V. Apurar qual é o interesse para cuja realização existe a sociedade, para cuja satisfação devem ser orientados os atos dos seus órgãos, e, conseqüentemente, atribuir um sentido operacional ao conceito “interesse da sociedade”, exige relacionar este com os de “fim” e de “objeto social”.

Jus-societariamente falando, o artigo 6.º, n.º 1 do CSC parece consagrar o *princípio da especialidade*, em paralelo com o artigo 160.º do CC<sup>64</sup>, nos termos do qual a capacidade de gozo da sociedade compreenderia apenas os direitos e obrigações necessários ou convenientes à prossecução do seu fim, excetuados aqueles que lhe sejam vedados por lei ou sejam inseparáveis da pessoa singular. Trata-se, cremos, à semelhança de vária doutrina<sup>65</sup>, de uma construção ultrapassada<sup>66</sup>,

---

*sociedades comerciais*, Lisboa, s.n., 1998, p. 39, n. 37; ALBUQUERQUE, PEDRO DE, *op. cit.*, pp. 303-342; XAVIER, VASCO DA GAMA LOBO, *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*, Coimbra, 1998, pp. 242-246. Parcialmente, defendendo a validade da conceção contratualista apenas no relacionamento dos sócios com a sociedade, admitindo um “institucionalismo moderado” no âmbito dos deveres dos administradores, *vide* ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial*, Volume II, 5.ª edição, Coimbra, Almedina, 2016, p. 280.

<sup>64</sup> De acordo com o artigo 160.º, n.º 1 do C.C., uma pessoa coletiva não pode ser titular de direitos estranhos à realização do seu fim, o que consubstancia um princípio da especialidade na capacidade de gozo de direitos.

<sup>65</sup> Cf. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito das Sociedades...*, *op. cit.*, pp. 378-390; ASCENSÃO, JOSÉ OLIVEIRA, *Direito Civil: Teoria Geral – Introdução, As pessoas, Os bens*, Volume I, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, p. 257 e ss.; VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Teoria Geral do Direito Civil*, 7.ª ed., Coimbra, Almedina, 2012, pp. 134-141; SANTO, JOÃO ESPÍRITO, *Sociedades por quotas e anónimas: vinculação – objeto social e representação plural*, Coimbra, Almedina, 2000, p. 167-168.

<sup>66</sup> Sobre a origem histórica do princípio da especialidade, cf. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito das Sociedades...*, *op. cit.*, p. 375-378. O princípio da especialidade justificou-se por razões histórico-dogmáticas muito específicas (problema dos bens de mão-morta e doutrina ultra vires), que hoje embaraçam o comércio jurídico, por limitarem a atuação de terceiros para com a sociedade. Conseqüentemente, deverá ser abandonado. O reconhecimento da personalidade coletiva é, atualmente, automático: reunidos os requisitos legais e procedendo-se às diligências requeridas (nomeadamente, o registo), a pessoa coletiva surge de acordo com a iniciativa privada, equiparando-se à pessoa singular. Pelo que, razão nenhuma há para que o contrato de sociedade não possa indicar o seu fim. Pelo contrário: nas margens legais, os interessados podem eleger os fins que entenderem, os quais podem ser prosseguidos por todos os meios lícitos, não se devendo limitar a atuação de terceiros para com a sociedade. Nestes termos, não havendo razão justificativa para aquele princípio, e tendo em conta a equiparação hoje existente entre pessoas singulares e coletivas, não existirão problemas de capacidade. Todavia, a capacidade das pessoas coletivas não é idêntica à das pessoas singulares. É que, como emerge do artigo 160.º, n.º 1 do C.C., todos os direitos e obrigações são, salvo exceções, acessíveis às pessoas coletivas. Logo, teremos: *i*) limitações naturais (direitos e obrigações inseparáveis da personalidade singular – situações jurídicas familiares ou sucessórias, direitos de personalidade, etc.); *ii*) limitações legais (o artigo 6.º, n.º 1 assume-se, cremos, como uma proibição legal, na medida em que, a prática de determinado negócio pode inscrever-se, perfeitamente, nas finalidades coerentes da pessoa coletiva e, mesmo assim, o legislador proibir a sua celebração); *iii*) limitações estatutárias (correspondem a regras de conduta interna, que obrigam os órgãos da sociedade a não praticar certos atos, sem, contudo, julgamos, limitarem a capacidade da sociedade – é a solução do artigo 6.º, n.º 4); e, *iv*) limitações deliberativas (o seu desrespeito responsabiliza o seu autor, pelo que a capacidade da pessoa coletiva mantém-se intacta). Cf. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito das Sociedades...*, *op. cit.*, p. 375-380.

apesar de continuarem a existir algumas resistências quanto à superação daquele princípio<sup>67</sup>. Mantém-se, porém, como assinalámos *supra*, no ponto II, a importância do fim social para a personalidade coletiva, enquanto critério orientador da vida das pessoas coletivas que torna juridicamente valoráveis as suas ações, assim como para a valoração da conduta dos seus órgãos sociais.<sup>68</sup>

O “fim” da sociedade, referido no artigo 6.º, n.º 1, tende a ser identificado, em primeira linha, com o seu escopo lucrativo<sup>69</sup>, devido ao facto de se enquadrar a “sociedade comercial” como espécie do género “sociedade” previsto no artigo 980.º do CC, conforme referimos anteriormente. E, distinguir-se-ia do “objeto social”<sup>70</sup>, correspondente às atividades comerciais a desenvolver pela sociedade com vista à obtenção de lucro. Porém, parafraseando JOSÉ FERREIRA GOMES<sup>71</sup>, “reconhece-se em geral a interligação entre estes dois conceitos, de tal forma que o primeiro surge frequentemente designado como “fim mediato” e o segundo como “fim imediato”. Desta interligação deve reter-se a ideia de que o objeto social concretiza ou precisa o sentido do fim social”.

Ora, à partida, é certo, cada um dos acionistas é guiado por um interesse individual, que é o seu interesse próprio, eventualmente diferente daquele de que são portadores os restantes.<sup>72</sup> Na verdade, o interesse típico do acionista da sociedade é o de obter uma vantagem económica, quer através do dividendo, quer da quota de liquidação, quer da mais valia na venda da sua parte social, quer de outro modo lícito.<sup>73</sup> Porém, a celebração do contrato de sociedade impõe a existência de um

---

<sup>67</sup> Cf. MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, *Capacidade e Representação das Sociedades Comerciais, Problemas do Direito das Sociedades*, IDET/Almedina, Coimbra, 2002, p. 472; ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais...*, Vol. I, *op. cit.*, p. 30-42.

<sup>68</sup> Cf., nesse sentido, VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Teoria Geral...*, *op. cit.*, p. 138.

<sup>69</sup> Cf. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais...*, Vol. I, *op. cit.*, p. 39-42; MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, *op. cit.*, p. 472.

<sup>70</sup> Cf. ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso...*, Vol. II, *op. cit.*, p. 177-186. Este Autor contrapõe o fim ao objeto social, sendo que este, ao contrário daquele, não limitaria a capacidade gozo da sociedade. No mesmo sentido, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais...*, Vol. I, *op. cit.*, p. 39-42, distingue entre objeto mediato, correspondente à realização de lucros, que qualifica como necessário para todas as sociedades face ao disposto no artigo 980.º do CC, do objeto imediato, a atividade comercial concreta que a sociedade se propõe exercer e que deve constar dos estatutos (cfr. artigos 9.º, n.º 1, d) e 11.º), limitando o princípio da especialidade ao primeiro.

<sup>71</sup> Cit. in. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*, s. ed., Lisboa, 2013, p. 754.

<sup>72</sup> Numa mesma sociedade, uns acionistas, enquanto tais, terão normalmente interesses divergentes dos de outros acionistas. *V.g.*, quanto à participação nos órgãos sociais e à manutenção ou aumento das respetivas posições na sociedade. Cf. ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso...*, Vol. II, *op. cit.*, p. 268.

<sup>73</sup> Cf. VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *A participação...*, *op. cit.*, p. 325. Efetivamente, por via de regra, os acionistas visarão o proveito que poderá retirar como consequência da prossecução de uma atividade económica, que não de mera fruição, por parte da sociedade. Assim, em rigor, os acionistas, enquanto detentores de ações, reportando-se estas à própria parte social em abstrato, têm essencialmente como interesse a realização de lucros, os quais se apresentam como resultado de uma mais valia face ao capital por aqueles investido na sociedade,

interesse comum a todos os acionistas, por a sociedade (anónima) resultar de uma iniciativa conjunta destes, dirigida à criação de um mecanismo técnico-jurídico para organizar a realização dos seus interesses coletivos e duradouros. Pelo que, o ato constitutivo e os estatutos da sociedade traduzirão uma comunhão de interesses num determinado projeto económico delimitado, em traços gerais, pela cláusula do objeto social (cf. artigo 9.º, n.º 1, alínea d)). Nascerá, assim, um interesse *comum* ou *coletivo*<sup>74</sup>, assente numa solidariedade de interesses, patente em todo o fenómeno associativo do mundo do Direito<sup>75</sup>, donde fazem parte as sociedades comerciais.

Logo, através da celebração de um contrato de sociedade comercial, os acionistas, expressam o seu consenso sobre *i)* a criação do ente social, *ii)* o exercício comum/coletivo de uma atividade comercial, e, *iii)* os termos desse exercício.

Consequentemente, visando os acionistas com a constituição da sociedade o exercício de uma atividade em comum, definível no respetivo objeto social, o “interesse da sociedade” terá de ser o interesse comum dos acionistas nessa qualidade, identificando-se com o fim para o qual a sociedade foi criada: a obtenção de lucros através do exercício em comum de uma atividade.<sup>76</sup> Sendo os próprios acionistas que fixam e modificam, em princípio livremente, o objeto social, a determinação do “interesse da sociedade” e o modo de o prosseguir é, igualmente, por eles feita, não individualmente, mas, em modo coletivo, *i.e.*, com a interposição da personalidade coletiva da sociedade.

Nestes termos, o interesse assente na própria sociedade, enquanto instituição diferente dos acionistas, não é defensável, por consubstanciar uma abstração. Mesmo com a personalidade jurídica que lhe é reconhecida, a sociedade não é um ente autónomo, separável dos respetivos acionistas, mas, segundo cremos, um instrumento de atuação e prossecução de interesses destes, cabendo à administração assegurá-los. A sociedade, como pessoa coletiva, não tem interesses próprios.<sup>77</sup>

---

fruição financeira obtida em virtude do bom desempenho conseguido pela administração, no desenrolar da atividade societária.

<sup>74</sup> Ao interesse *coletivo* contrapõe-se o conceito de conflito de interesses: cada acionista pode, igualmente, prosseguir, através da sociedade, os seus próprios interesses. Isto porque, apesar de existir um interesse comum, tal não implica que os motivos individuais dos sócios, ao aceitarem participar em conjunto na prossecução daquele, sejam ou tenham de ser idênticos.

<sup>75</sup> Cf. ESTACA, JOSÉ, *op. cit.*, p. 65.

<sup>76</sup> Esta identificação do interesse com o fim da sociedade (em sentido amplo) encontra fundamento normativo, segundo cremos, no disposto no artigo 6.º, n.º 3, nos termos da qual “Considera-se contrária ao fim da sociedade a prestação de garantias reais ou pessoais a dívidas de outras entidades, salvo se existir justificado interesse próprio da sociedade garante ou se se tratar de sociedade em relação de domínio ou de grupo”. No mesmo sentido, cf. SERRA, CATARINA, *op. cit.*, p. 246; CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades...*, *op. cit.*, 5.ª ed., Coimbra, Almedina, 2012, pp. 121-123. Também a jurisprudência identifica o fim social com o “interesse da sociedade”, a propósito do artigo 6.º, n.º 3. V.g., STJ 29-set.-2013 (ORLANDO AFONSO), processo n.º 213/08.7TJVNf-A.P1.S1; STJ 17-set.-2009 (ALBERTO SOBRINHO), processo n.º 267/09.9YFLSB.S1 – ambos disponíveis em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>77</sup> Acompanhamos ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais*, Lisboa, LEX Edições Jurídicas, 1996, pp. 521-522, quando sustenta que a personalidade

O sistema português de Direito das Sociedades Comerciais não conduz a solução diferente. Senão vejamos.

### 1.3. A concretização do “interesse da sociedade” no Código das Sociedades Comerciais

I. Nos termos do artigo 11.º, n.º 3, cabe aos próprios acionistas, num primeiro momento, “deliberar sobre as atividades compreendidas no objeto contratual que efetivamente exercerá”, assim precisando o projeto económico pretendido, no intuito de tutelar o seu investimento<sup>78</sup>.

Nesse sentido, o interesse é determinado e densificado pela lei (o tal escopo lucrativo) e pelos estatutos (as atividades que os acionistas propõem que a sociedade venha a exercer). Sendo que, seguindo-se a construção expressa em 1.1., teremos uma relação entre uma necessidade (a obtenção de lucro por parte de todos e cada um dos acionistas) e um ou mais bens determinados em cada deliberação (*v.g.*, o lucro pode ser alcançado tanto pelo bem afetação a reservas como pelo bem distribuição). Regerà, assim, um interesse em sentido *subjetivo*, que corresponderá àquilo que a sociedade (os acionistas), subjetiva e coletivamente, através dos órgãos sociais, *maxime* Assembleias Gerais, entende que é adequado para a prossecução do seu fim: a necessidade imutável de obtenção de lucro.<sup>79</sup> O contrário implicaria que fosse um tribunal a concretizá-lo, o que seria incompreensível, por estarmos no âmbito do direito privado, ancorado no princípio da autonomia privada<sup>80</sup>.

---

coletiva analisa-se em complexos normativos, que se antepõem entre os destinatários, necessariamente singulares, e a realidade da vida, os quais conduzem a que a empresa não tenha uma dogmática minimamente capaz de lhe conferir um papel nuclear no Direito do comércio, não sendo configurável atribuir-lhe “interesses” próprios, capazes de ditar, infletir ou esclarecer regimes.

<sup>78</sup> Cf. SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS, *Estrutura Associativa e Participação Societária Capitalística - Contrato de sociedade, Estrutura societária e participação do sócio nas sociedades capitalísticas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, pp. 147-152.

<sup>79</sup> Essa concretização é, em princípio, autónoma. Efetivamente, são raras as intromissões heterónomas. *V.g.*, a obrigatoriedade de constituição da reserva legal, prevista nos artigos 295.º e 296.º corresponde à concretização objetiva do “interesse da sociedade”, mas já a constituição de reservas livres equivale à concretização subjetiva do seu interesse.

<sup>80</sup> O princípio da autonomia privada não se encontra consagrado expressamente em nenhuma das normas da Constituição, mas, conforme assinala ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado...*, Tomo I, *op. cit.*, p. 391 e ss., deverá ser inferido das disposições que consagram os princípios da igualdade e da liberdade, encontrando-se implícito nos artigos 26.º/1 e 61.º da CRP, bem como nos institutos da *propriedade individual, liberdade de trabalho e liberdade da empresa*. A autonomia privada pode ser entendida como o poder reconhecido aos particulares de autogoverno da sua esfera jurídica. Sendo que, manifestar-se-á, designadamente, através do negócio jurídico, entendido como o meio privilegiado de os particulares procederem à regulamentação das suas relações jurídicas, sendo no princípio da liberdade contratual, concretizado no artigo 405.º do Código Civil, que esse autogoverno assentará. Traduz-se, igualmente, no poder de livre exercício, pelos particulares, dos seus direitos ou de livre gozo

Porém, num segundo momento, tomando por referência o modelo tradicional português de estruturação da administração e fiscalização (cf. artigo 278.º, n.º 1, a)<sup>81</sup>, dentro dos termos elencados no contrato de sociedade e nas deliberações dos acionistas (aprovadas nos termos do artigo 11.º, n.º 3), competirá ao conselho de administração, nas suas decisões diárias<sup>82</sup>, concretizar aquele projeto, no uso da sua competência para “gerir as atividades da sociedade, devendo subordinar-se às deliberações dos acionistas ou às intervenções do conselho fiscal ou da comissão de auditoria apenas nos casos em que a lei ou o contrato de sociedade o determinarem” (artigo 405.º, n.º 1)<sup>83 84-85</sup>.

Assim, resulta claro, acreditamos, no desenrolar da atividade societária, a administração encontra-se ao serviço dos acionistas.

Precisemos.

---

dos seus bens. – Cf. PINTO, CARLOS ALBERTO DA MOTA, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4.ª ed., editada por ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, e PAULO MOTA PINTO, Coimbra Editora, Coimbra, 2005, p. 103.

<sup>81</sup> Ao nível da sociedade anónima, o CSC contempla, como é sabido, três modelos alternativos de governo das sociedades no n.º 1 artigo 278.º, numa lógica de tipicidade taxativa: *i)* o *modelo clássico* (ou latino), que compreende o conselho de administração ou o administrador único (nos casos em que o artigo 390.º o admite) e um conselho fiscal ou fiscal único; *ii)* o modelo anglo-saxónico, que inclui o conselho de administração e, dentro deste, uma comissão de auditoria (composta por um mínimo de três administradores não executivos – artigo 423.º-B, n.º 2), devendo ainda existir um ROC; *iii)* o modelo dualista (ou germânico), em que as funções de administração estão divididas entre o conselho de administração executivo e o conselho geral e de supervisão, que tem, essencialmente, poderes de fiscalização mas também algumas competências administrativas, existindo, igualmente, um ROC. Vide, para uma análise das características dos diferentes sistemas, ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais...*, Vol. I, *op. cit.*, pp. 467-533; GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, pp. 66-72.

<sup>82</sup> Rege, neste contexto, uma discricionariedade empresarial assente na concretização da obrigação de administração, que depende do interesse da sociedade, tal como resultante das coordenadas legais (o escopo lucrativo), do objeto social fixado nos estatutos e das deliberações dos acionistas (previstas no artigo 11.º/3), e progressivamente concretizado ou densificado pelo próprio conselho de administração. Esta concretização resulta implicitamente das opções sucessivamente tomadas pela administração no desenvolvimento da atividade social. Cf. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, pp. 823-824.

<sup>83</sup> No contexto das específicas competências, trata-se de uma obrigação de meios, dirigida à adequada tentativa de causação do interesse da sociedade. Cf. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, p. 818.

<sup>84</sup> Cf. FRANÇA, MARIA AUGUSTA, *op. cit.*, pp. 52-63. A Autora assinala, segundo cremos, acertadamente, que os sócios, ao constituírem a sociedade, e a empresa por ela enquadrada, estabelecem como fins o exercício de uma determinada atividade e a obtenção de ganhos e vantagens, sendo estes fins completados por outros fins secundários, concretizados nas decisões diárias dos gestores (leia-se, administradores) profissionais que integram os órgãos legalmente competentes.

<sup>85</sup> Sem prejuízo do preponderante papel do conselho de administração, não pode ignorar-se o desempenhado pelo conselho fiscal (cf. artigo 420.º). No entendimento de JOSÉ FERREIRA GOMES, *op. cit.*, p. 766 (n. 2727), o conselho fiscal, sendo chamado a fiscalizar a administração da sociedade, deve reconstruir as decisões da mesma, aferindo se, face às circunstâncias do caso concreto, correspondem aos melhores interesses da sociedade, o que vem equivaler a uma avaliação do “mérito” da administração, por entender que a obrigação de diligente administração da sociedade é *a priori* indeterminada, mas determinável no caso concreto.

II. Os administradores ocupam o topo da pirâmide da orgânica da sociedade anónima<sup>86</sup>, paradigma das sociedades de capitais, onde a maior complexidade da sua estrutura organizativa, aliada à predominância do fator capital, conduz a que a atividade de gestão seja atribuída a quadros qualificados e especializados em gestão.<sup>87</sup>

A nível interno, detêm um poder-dever de administração ou gestão<sup>88-89</sup> das atividades da sociedade (cf. artigos 405.º, n.º 1 e 431.º, n.º 1), não atribuível a outro órgão<sup>90</sup>, desde logo, as que constituem o seu objeto social<sup>91</sup>. Já a nível externo, inere-lhes um poder-dever de representação (cf.

---

<sup>86</sup> Cf. VENTURA, RAÚL e BRITO CORREIA, *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anónimas e dos gerentes de sociedades por quotas*, Boletim do Ministério da Justiça, n.º 192, 1970, p. 9.

<sup>87</sup> Acresce a maior exigência e relevo que hoje se coloca ao desempenho da administração social, por se manifestar como primordial para: *i*) o êxito da própria atividade económica exercida pela sociedade, face à concorrência e inter-relação de que aquela é alvo com os demais intervenientes sociais (*v.g.*, outras sociedades, mercado consumidor, Estado, etc.); e, *ii*) o fim lucrativo prosseguido pela mesma. Nada impede, porém, que os acionistas não possam, à semelhança do que ocorre na sociedade por quotas, assumir as funções do cargo de administrador (cf. artigo 390.º, n.º 3).

<sup>88</sup> A consagração legal do dever de gestão ou administração resulta da conjugação de diversas normas do CSC, tais como: *i*) artigo 405.º, que estabelece como função dos administradores a gestão da atividade da sociedade; e, *ii*) os artigos 406.º e 373.º, n.º 3, que consagram competências próprias do conselho de administração. No entendimento de PEDRO CAETANO NUNES, *op. cit.*, p. 35, a existência de um dever de gestão é pressuposta pelo artigo 407.º, n.º 2 do CSC, ao referir que a delegação imprópria não exclui a responsabilidade dos outros administradores, a qual decorrerá de um dever de gestão, e não da violação de deveres de conteúdo específico ou atomístico.

<sup>89</sup> Segundo NUNES, PEDRO CAETANO, *op. cit.*, p. 32, é preferível o termo *gestão* ao de *administração*, por ser o utilizado pela terminologia legal em sede de competência dos administradores (artigo 406.º), e pela ciência correspondente à atividade dos administradores (a gestão de empresas). Pela nossa parte, consideramos os dois conceitos equivalentes, *i.e.*, referentes à mesma realidade. Na conceção de CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Manual...*, *op. cit.*, p. 840, o conceito societário de administração abarca duas conceções: *i*) uma *objetiva*, definida como ato ou de administrar a sociedade; e, *ii*) uma *subjetiva*, enquanto conjunto de pessoas que têm a seu cargo a função de administrar a sociedade.

<sup>90</sup> A competência para gerir as atividades da sociedade não pode ser atribuída a outro órgão, sendo os preceitos imperativos. Pelo que, uma cláusula do contrato de sociedade que atribua essa competência a um outro órgão será nula, a não ser que a lei disponha diversamente, afirmando que sobre certa matéria de gestão a deliberação cabe a um órgão diferente ou permitindo que o contrato de sociedade isso mesmo estabeleça. No mesmo sentido, não é possível entregar a gestão da sociedade a terceiro, sob pena de nulidade (cf. artigo 294.º do CC), por violação dos artigos 405.º e 406.º. A lei permite, todavia, nos termos do artigo 407.º, n.º 3, que o contrato de sociedade autorize o conselho de administração a delegar a gestão corrente num ou mais administradores-delegados ou numa comissão executiva. Prevê-se, igualmente, a possibilidade, dentro de certos limites, de a sociedade ter um só administrador (cf. artigo 390.º, n.º 2).

<sup>91</sup> A gestão em causa traduz-se internamente na tomada de decisões e na prática de atos que incidem sobre o património social para prossecução do objeto social, não estando aqui abrangida a atuação em nome da sociedade dirigida a terceiros, pois o plano da representação separasse do plano de decisão, sendo objeto de

artigos 405.º, n.º 2 e 431.º, n.º 2), que se traduz na prática de atos com relevo externo, em nome da sociedade e dirigida a terceiros<sup>92 93</sup>.

Consequentemente, vigora uma relação fiduciária do administrador para com a sociedade: esta, quando designa um administrador, dispõe-lhe todo o património da sociedade e tudo o que daí advém, em termos de administração e representação, pressupondo que cumprirá fielmente as funções para as quais foi designado, tal qual definidas na lei ou no contrato de sociedade.<sup>94</sup>

---

tratamento próprio no n.º 2 do artigo 405.º. Donde, a gestão não se confunde com o estabelecimento de uma relação com terceiros, pese embora aquela possa ser destinada à prática de um ato de representação (v.g., a tomada de uma deliberação que se executa através de um ato de representação é um ato de gestão).

<sup>92</sup> Trata-se de um poder de representação: *i)* exclusivo, na medida em que não pode ser retirado ao conselho de administração e atribuído a outro órgão da sociedade pelo contrato de sociedade ou por deliberação dos acionistas, pese embora possa ficar obrigado a contar com a intervenção de outrem que deva atuar a seu lado perante terceiros; e, *ii)* pleno, no sentido de que, em regra, o conselho de administração tem poderes para atuar em nome da sociedade independentemente da natureza do ato em causa. A representação é de natureza orgânica, na medida em que os atos que os membros do conselho de administração pratiquem nessa qualidade são vistos como atos da sociedade anónima, sendo que a vontade dos administradores é vista como a vontade da sociedade, sem dualidade representante/representado. Todavia: *i)* o artigo 391.º, n.º 7, permite a representação voluntária por quem não seja membro do conselho de administração, caso em que o representante terá uma vontade distinta da que se identifica no representado; *ii)* os artigos 420.º, n.º 1, l) e o artigo 423.º-F, n.º 1, p), permitem atribuir, respetivamente, ao fiscal único (ou conselho fiscal) e à comissão de auditoria, poderes excecionais para representar a sociedade; *iii)* o artigo 408.º, n.º 2, permite, expressamente, que o contrato de sociedade disponha que esta fique vinculada pelos negócios celebrados por um ou mais administradores delegados, dentro dos limites da delegação do conselho. *Vide*, para maiores desenvolvimentos, MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. VI (artigos 373.º a 480.º), art. 405.º, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 407-410. Na doutrina, há quem insira o poder-dever de representação num conceito amplo de poderes de gestão, que compreenderia “actos meramente materiais e a prática de actos jurídicos e actos de representação”. Nesse sentido, *vide* ASCENSÃO, JOSÉ OLIVEIRA DE, *Direito Comercial...*, *op. cit.*, p. 446.

<sup>93</sup> Existem, desta forma, dois sujeitos juridicamente distintos em relação: a *sociedade* e o *administrador*, havendo que destringir entre o órgão de administração e o titular, em cada momento, desse órgão. O administrador apresenta-se numa dupla perspetiva: numa relação de administração, pela qual tem de gerir a empresa social, com diligência de um gestor criterioso e ordenado no interesse da sociedade, conforme veremos de seguida; e, numa relação orgânica, pela qual pode advir um conflito de interesses entre a sociedade e o administrador, sendo este responsável para com a sociedade, nos termos do artigo 72.º e ss.. O interesse do administrador da sociedade prende-se com a estabilidade e manutenção do seu vínculo enquanto titular de um cargo, quer seja para manter uma ocupação profissional em si mesma satisfatória (*i.e.*, a própria realização profissional), quer seja para assegurar a continuidade da retribuição (que, não raras vezes, não passa só pela remuneração – salário –, antes abrangendo outros complementos em espécie ou regalias sociais).

<sup>94</sup> Poderá suceder, todavia, que uma pessoa atue no seio da sociedade desprovida de qualquer título ou com título insuficiente, mas exerça, ainda assim, as funções de administrador, planeando, decidindo e influenciando. Fala-se, a este propósito, da figura do *administrador de facto*, a qual poderá advir: *i)* da inexistência de título bastante, por a designação ser irregular e não produzir qualquer efeito (v.g., deliberação de designação nula) ou

No que nos interessa, o artigo 405.º, n.º 1 do CSC, depois de atribuir ao conselho de administração a competência para gerir as atividades da sociedade, estabelece que essa gestão pode, em certos casos, ficar subordinada às deliberações dos acionistas, quando a lei ou o contrato de sociedade o determinarem.<sup>95</sup> Ora, a lei subordina o conselho de administração às deliberações dos acionistas quando lhes confere competência para deliberar sobre as atividades compreendidas no objeto contratual que a sociedade efetivamente exercerá, conforme prescreve o artigo 11.º, n.º 3. Quanto ao contrato de sociedade, tendo em conta que o artigo 373.º, n.º 3 apenas permite que os acionistas deliberem sobre matérias de gestão quando isso lhes seja pedido pelo órgão de administração, estamos em crer que o contrato de sociedade só pode aí estabelecer a subordinação do órgão de administração (ao que deliberarem) se este tiver solicitado a deliberação<sup>96, 97</sup>. Isto porque, a competência para gerir as atividades da sociedade não se limita à gestão corrente ou à mera execução de deliberações de outros órgãos, na medida em que o conselho de administração tem amplas competências deliberativas sobre matérias de gestão, como se infere do artigo 406.º, onde estão incluídos tópicos que transcendem a gestão corrente. Donde, em regra, o conselho de administração não terá que solicitar aos acionistas uma deliberação sobre matérias de gestão. Mas, poderá fazê-lo, sendo certa a não vinculação ao que for deliberado.

Rege, assim, uma solução normativa de equilíbrio entre a posição dos acionistas e a operacionalidade da sociedade anónima, assente numa repartição imperativa de competências entre a assembleia geral e o conselho de administração, essencial: *i*) à unidade do sistema jurídico, no sentido de que o contrato de sociedade só pode subordinar os poderes de gestão do conselho de administração a deliberações dos acionistas dentro do quadro de competências que a lei reconhece aos próprios acionistas; e, *ii*) ao apuramento de responsabilidades perante terceiros, atento o facto de as sociedades anónimas serem sociedades de responsabilidade limitada (cf. artigo 271.º CSC).

Neste quadro, reafirmamos: ao conselho de administração cabe concretizar o “interesse da sociedade”, dentro dos limites legais, dos estatutos e das deliberações sociais previstas no artigo 11.º, n.º 3, e decidir os meios a adotar para a sua prossecução, tendo em conta o planeamento estratégico que lhe inere (cf. artigo 405.º, n.º 1). Trata-se de uma competência própria e injuntiva, através da qual

---

por causa de alguma causa de extinção (*v.g.*, caducidade, renúncia, revogação ou destituição); *ii*) da inexistência de qualquer título ou da existência de título diverso de administrador, sendo um administrador oculto; *iii*) inexistência de cargo de administração ou função profissional, denotando a existência de um “administrador na sombra”. *Vide*, para maiores desenvolvimentos, MAGALHÃES, VÂNIA, *op. cit.*, p. 381-383; COSTA, RICARDO, *Responsabilidade civil societária dos administradores de facto*, Temas societários, Colóquios n.º 2, Coimbra, Almedina, 2006, p. 33 e ss.

<sup>95</sup> Também se admite a subordinação do conselho de administração às intervenções do conselho fiscal ou da comissão de auditoria, designadamente no âmbito de algumas das competências e poderes desses mesmos órgãos (cf. artigos 420.º, 421.º, n.º 1 e 423.º-F).

<sup>96</sup> No mesmo sentido, MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, *Código das Sociedades...*, artigo 405.º, *op. cit.*, p. 405.

<sup>97</sup> Sobre a distribuição legal de competências entre a assembleia geral e o conselho de administração nos termos dos artigos 373.º, n.º 3 e 405.º, n.º 1, *vide* SANTO, JOÃO ESPÍRITO, *op. cit.*, p. 411-417.

se pretende assegurar a formulação de um juízo autónomo face às deliberações dos acionistas, não incluídas no artigo 11.º, n.º 3 – cf. artigo 373.º, n.º 3. Donde, o “interesse da sociedade” no contexto da obrigação de administração dos órgãos da sociedade anónima, define a conduta devida pelos titulares dos órgãos sociais, que se traduz no dever de maximizar a realização do “interesse da sociedade”<sup>98</sup>, o qual só pode reconduzir-se ao interesse dos acionistas em modo coletivo.

Vejamos.

Tendo em consideração o já exposto<sup>99</sup>, a sociedade é constituída pela “reunião de vontades individuais, expressão naturalmente de interesses também individuais, a partir dos quais se gera um consenso sobre o exercício em colectivo de uma actividade e os termos desse exercício”<sup>100</sup>.

É essa vontade que, ao lado do impulso individual que a desencadeia, fundamenta, dogmaticamente, a sociedade como instrumento económico e jurídico ao serviço dos acionistas.

Mas não só.

Além dos efeitos normativamente associados à manifestação daquela vontade na constituição da sociedade, aos acionistas é reconhecido um preponderante papel na conformação da sociedade.

Objetivamente: *i)* os acionistas delimitam a conduta da administração (cf. artigo 6.º, n.º 4 do CSC) e designam os membros do conselho de administração (cf. artigo 391.º do CSC); *ii)* só os acionistas têm competência para aprovar as contas anuais (cf. artigo 376.º), promover alterações ao contrato de sociedade (cfr. artigo 85.º) e, desencadear a fusão, a cisão, a transformação e/ou a dissolução da sociedade (cf., respetivamente, artigos 100.º, n.º 2, 117.º-F, n.º 1, 120.º, 133.º, 141.º, n.º 1, b)); *iii)* só os acionistas podem responsabilizar os administradores pela sua conduta, seja promovendo a sua destituição (com ou sem justa causa – cf. artigo 403.º, n.º 1), seja promovendo ações de responsabilidade civil em nome da sociedade (cf. artigo 77.º).

Assim, sem prejuízo de ao conselho de administração caber o mais importante papel de concretização e densificação do “interesse da sociedade”, conforme expusemos precedentemente<sup>101</sup>, o mesmo deverá ser feito dentro das (vagas) linhas coletivamente fixadas pelos acionistas<sup>102</sup> nos estatutos (que criam a sociedade) ou nas deliberações tomadas nos termos do artigo 11.º, n.º 3 do CSC. Isto é, o administrador diligente deve encontrar os atos adequados ao fim que se lhe impõe (o interesse da sociedade, portanto), e de os realizar, sendo que aquele fim, a não ser, por vezes, concretamente delimitado (pelos acionistas), leva a que o conceito de interesse (da sociedade) seja o critério que permite ao administrador diligente definir o objetivo a alcançar.<sup>103</sup>

Consequentemente, o “interesse social” equivalerá, reafirmamos, ao interesse dos acionistas em modo coletivo, *i.e.*, ao interesse comum (solidário) dos acionistas enquanto acionistas para cuja

<sup>98</sup> Cf. *Idem Ibidem*, p. 175.

<sup>99</sup> *Vide*, nesse sentido, p. 16-17.

<sup>100</sup> Cit. in. SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS, *op. cit.*, p. 93.

<sup>101</sup> *Vide*, nesse sentido, p. 19.

<sup>102</sup> Trata-se de uma competência própria e injuntiva (cf. artigo 373.º, n.º 3), com a qual se pretende assegurar a formulação de um juízo autónomo face às deliberações dos acionistas, não incluídas no artigo 11.º, n.º 3.

<sup>103</sup> Cf. VENTURA, RAÚL e CORREIA, BRITO, *op. cit.*, p. 101.

satisfação a sociedade foi constituída, e que se manterá enquanto não for alterado o fim da sociedade, por modificação dos seus estatutos. É para isso que a sociedade existe; é essa a sua verdadeira função! A definição legal de sociedade prevista no artigo 980.º do CC, que conforma o regime jurídico das sociedades comerciais, não nos contradiz.

Por sua vez, ao conselho de administração cabe tomar a iniciativa daquilo que é “desejável” para os acionistas, em modo coletivo, o que é dizer, para o “interesse social”, perante as circunstâncias do caso concreto. Ou seja, os administradores apenas devem atender ao interesse comum dos acionistas enquanto acionistas, escolhendo a solução que melhor satisfaça o interesse de que todos comungam. Isto significa que, na avaliação do “interesse da sociedade” não devem ser tidos em conta interesses extra-sociais<sup>104</sup>, correspondentes: *i)* aos interesses dos acionistas enquanto tais, mas não comuns a todos eles (*v.g.*, cada acionista tem interesse em manter a sua posição relativa dentro da sociedade por ocasião de um aumento de capital); e, *ii)* aos interesses dos acionistas enquanto terceiros (*v.g.*, enquanto vendedores de bens à sociedade)<sup>105</sup>.

III. A sujeição do exercício das competências dos órgãos sociais à prossecução do “interesse da sociedade” traduz a racionalidade finalística do direito societário, na medida em que as sociedades e o seu regime servem e otimizam a realização de interesses humanos.<sup>106</sup>

Nesse sentido, os órgãos sociais são “centros de imputação de normas jurídicas, correspondentes a estruturas de organização humana permanentes, funcionalmente ordenadas à prossecução dos interesses da pessoa coletiva, nos termos das competências atribuídas a cada um, e que, em conjugação entre si, permitem a autodeterminação da pessoa coletiva”<sup>107</sup>, cujo regime jurídico é dirigido à regulação da conduta de pessoas singulares (*maxime*, acionistas e administradores) na prossecução do “interesse da sociedade”.<sup>108</sup>

Ora, é por a sociedade (anónima) constituir um mecanismo técnico-jurídico de realização de interesses coletivos e duradouros dos acionistas, que o dever societário geral de prossecução do “interesse da sociedade” e o dever de administração da sociedade se encontram funcionalmente

---

<sup>104</sup> Os interesses dos acionistas enquanto acionistas integram a participação social como posição jurídica deste enquanto tal; os interesses extrassociais têm também como titular o acionista, mas numa posição jurídica diversa.

<sup>105</sup> Cf. ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso...*, Vol. II, *op. cit.*, p. 276.

<sup>106</sup> Cf. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, p. 777.

<sup>107</sup> Cit. in. *Idem* *Ibidem*.

<sup>108</sup> Cf. *Idem* *Ibidem*.

ligados<sup>109</sup>, justificando a existência de um dever de lealdade. enquanto “técnica fundamental de graduação e de alinhamento de interesses”<sup>110</sup>, presente em todos os tipos societários<sup>111 112</sup>.

A ideia de lealdade exprime a atuação de quem age de acordo com uma bitola correta e previsível, incidindo<sup>113</sup>: i) na relação dos sócios (leia-se, acionistas) entre si e com a sociedade<sup>114</sup> e, ii) na relação dos administradores para com a sociedade<sup>115</sup>. *Prima facie*, surge como dever de conteúdo

---

<sup>109</sup> Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, p. 227.

<sup>110</sup> Cf. CÂMARA, PAULO, *Conflito de interesses no direito financeiro e societário: um retrato anatômico*, em *Conflito de Interesses do Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a partir da Crise Financeira*, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 9-74 (61). Segundo o Autor, os deveres de lealdade servem como cláusula geral a obrigar a uma gestão adequada de conflitos de interesses em que esteja envolvido o titular do órgão social, em prevalência do interesse da sociedade. No que nos interessa, as sociedades anónimas conhecem tipicamente diversos tipos de conflitos de interesses entre: i) administradores e acionistas; ii) acionistas majoritários e minoritários; iii) acionistas e credores; ou, iv) acionistas e credores ou outros sujeitos com interesses relevantes na sociedade.

<sup>111</sup> Pese embora presente em todos os tipos societários, o conteúdo e alcance do dever de lealdade varia em função do tipo legal societário, *maxime* da natureza mais personalística ou capitalística da concreta sociedade, e da posição ou poder dos sócios. Cf. VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *A participação...*, *op. cit.*, p. 333-334; ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso...*, Vol. II, *op. cit.*, pp. 285-286. De facto, o dever: i) é mais intenso e extenso nas sociedades de pessoas do que nas de capitais; e, ii) é mais intenso e extenso para os sócios majoritários ou de controlo do que para os minoritários, aos quais se reconhece um “direito ao desinteresse”.

<sup>112</sup> O papel da lealdade não é, naturalmente, exclusivo do direito societário. *Vide*, nesse sentido, *v.g.*, no Direito do trabalho ou no Direito financeiro, respetivamente, MARTINEZ, PEDRO ROMANO, *Direito do Trabalho*, 7.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina, 2015, p. 508 e ss, CÂMARA, PAULO, *Conflito de interesses...*, *op. cit.*, pp. 55-63.

<sup>113</sup> Tradicionalmente, entendia-se que apenas os administradores conheciam vinculações a deveres de lealdade e, além deles, os sócios majoritários, cujo papel acabava por equivaler ao daqueles. Hoje, porém, à semelhança do que foi desenvolvido pela jurisprudência norte-americana e reconhecido no Direito alemão, em desenvolvimento dos conceitos gerais de direito civil e das sociedades comerciais, reconhece-se deveres de lealdade na generalidade das sociedades, a cargo de todo o sócio, independentemente da concreta posição de poder que cada um assume na sociedade, justificando-se o controlo da sua atuação por via daqueles deveres. *Vide*, acerca do processo de consolidação dos deveres de lealdade a cargo de todos sócios, e do contributo decisivo da jurisprudência alemã, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, pp. 88-92; GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, p. 770 (nota 2741); CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *A lealdade no direito das sociedades*, ROA, n.º 66, 2006, pp. 1034-1065.

<sup>114</sup> Criticando a comum distinção do dever de lealdade dos sócios perante a sociedade, por um lado, do dever de lealdade entre sócios (de cada um perante os outros), por outro, cf. ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso...*, Vol. II, *op. cit.*, pp. 286-289. Pese embora reconheça que em algumas hipóteses os sócios podem lesar ilicitamente interesses de outros sócios sem que haja simultânea lesão do interesse da sociedade (coletivo), o Autor sustenta que, na maior parte das situações, o dever “perante a sociedade” resolve-se em dever perante os sócios.

<sup>115</sup> Não existe qualquer vínculo obrigacional direto entre os administradores e os acionistas, pese embora aqueles não se encontrem perante estes em posição paralela à de qualquer terceiro. Na verdade, restritas são as hipóteses de deveres de lealdade dos administradores perante os acionistas. Todavia, cremos, é possível identificar deveres que vinculam diretamente o administrador aos acionistas, não confundíveis com os deveres de lealdade da sociedade perante os acionistas ou com os deveres de lealdade do administrador perante a sociedade.

tipicamente passivo, traduzido na proibição de causar danos à sociedade, intensificada em relação à proibição geral decorrente do princípio do *neminem laedere*<sup>116</sup>, o que equivale a um dever de omitir.<sup>117</sup> Porém, ganha verdadeira individualidade quando se analisa o seu conteúdo ativo<sup>118</sup>, *maxime* o dever de prossecução do “interesse da sociedade”, que se assume como máxima compulsória de atuação. Isto porque, sendo a sociedade criada em função da realização de um dado fim, conforme asseverámos, este constituirá padrão vinculante de alinhamento do comportamento dos diferentes sujeitos envolvidos, e uma componente inalienável do estado de acionista e do estado de administrador, atenta a natureza da sociedade como associação finalística.<sup>119</sup>

---

Trata-se de uma lealdade devida em função da qualidade institucional de acionista, e não por razões de confiança, na medida em que o que releva não é a identidade concreta do acionista, mas o *status socii*, em si, conforme asseverámos. Donde, é a particular suscetibilidade de o administrador afetar a esfera do sócio diretamente, *i.e.*, sem interposição da pessoa coletiva, que determina um mais amplo dever de não lhe provocar danos (vertente negativa dos deveres de lealdade) e, eventualmente, deveres positivos de atuação. Daí que, a existir tal vínculo, o mesmo terá de ser: *i)* diretamente incidente sobre os administradores, e não sobre a sociedade, o que é corolário da necessidade de distinguir os deveres de lealdade próprios do administrador dos deveres de lealdade da sociedade (que devem ser respeitados pelo administrador na sua atuação pela sociedade); e, *ii)* imediato para com os acionistas (e não perante a sociedade), a fim de os sujeitos passivos serem os administradores em si e os sujeitos ativos os acionistas, diretamente. De qualquer forma, não podemos olvidar que, por vezes, a lealdade devida aos acionistas traça fronteiras à atuação dos administradores em situações em que o vínculo de lealdade para com a sociedade as não reclamaria, atenta a específica posição orgânica que aqueles ocupam. Cf., para maiores desenvolvimentos, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, p. 239.

<sup>116</sup> A violação do princípio romanístico *neminem laedere* continua a desempenhar um papel fundamental em matéria de responsabilidade civil. Provindo da máxima de Ulpiano de que “*luris praecepta sunt haec: honeste vivere, alterum non laedere, suum cuique tribuere*” (“Tais são os preceitos do direito: viver honestamente, não ofender ninguém dar a cada um o que lhe pertence”), é traduzido, genericamente, por não ofender ninguém. Cf. CARRILHO, FERNANDA, *Dicionário de Latim Jurídico*, Coimbra, Almedina, 2006, p. 219.

<sup>117</sup> Assim, os deveres de lealdade aproximam-se dos deveres de proteção, pois estes pressupõem exigências de lealdade. Segundo ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, pp. 84-85, “A separação, de tipo funcional, normalmente estabelecida entre deveres de proteção e deveres de lealdade dificilmente convence: basta pensar que aquilo que é exigível a uma das partes para prevenir danos para a outra pode consistir, simplesmente, num comportamento leal. Assim, embora o alcance dos deveres de lealdade ultrapasse, de forma decisiva, o dos deveres de proteção, não há como recusar essa parcial coincidência de conteúdos.”

<sup>118</sup> A afirmação do conteúdo ativo do dever de lealdade não é inteiramente partilhada pela doutrina. *V.g.*, COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, *op. cit.*, pp. 282-283, sufraga que o dever de lealdade tem um conteúdo mais negativo (de omitir ou não fazer) que positivo (de promover ou fazer), por os sócios terem o direito de, na sociedade, intentar satisfazer os seus próprios interesses, dentro, porém, dos limites demarcados pelo interesse da sociedade. Pelo que, trata-se de direito subjetivo, não de “direitos-função” ou “poderes-função”. Donde, o dever de lealdade não impõe ao sócio uma obrigação de cooperação, antes que não atue de modo incompatível com o interesse da sociedade, não se exigindo cooperação.

<sup>119</sup> No mesmo sentido, cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, p. 179.

Pese embora com manifestações e intensidade diferentes<sup>120</sup>, o dever de lealdade vincula acionistas e administradores, tendo, dogmaticamente, em ambos os casos, o mesmo ponto de partida: o princípio da boa fé<sup>121-122</sup>. E, igualmente, o mesmo critério base de operatividade jurídica: a existência

---

<sup>120</sup> A posição dos administradores e acionistas na estrutura societária é, naturalmente, diversificada. Quanto ao acionista, o dever de lealdade é menos intenso: o seu direito de voto constitui verdadeiro e próprio direito que, salvo restrições precisas, pode ser exercido no sentido mais conveniente aos interesses egoístas, num quadro de desinteresse empresarial, sendo livre, inclusive, para se vincular contratualmente, embora com as limitações constantes dos n.ºs 2 e 3 do artigo 17.º. Já os administradores, tendo a seu cargo a gestão social, estão adstritos a um dever de lealdade mais amplo, devido à situação de poder em que se encontram e à possibilidade de, por essa via, lesarem os interesses da sociedade, conforme veremos *infra*, a propósito da análise ao artigo 64.º.

<sup>121</sup> A recondução dos deveres de lealdade à boa fé constitui um dado histórico, sendo matéria consolidada no Direito civil, o qual constitui o ponto de partida incontornável sobre o fundamento e papel desses deveres no Direito das sociedades comerciais, por ser transversal a todo o ordenamento. Todavia, tal não significa que os deveres de lealdade surjam sempre com a mesma configuração ou que lhes esteja associada uma única função. Objetivamente, os deveres de lealdade encontram o seu fundamento no campo geral do Direito das obrigações, *i.e.*, no desenvolvimento da relação obrigacional e, tradicionalmente, são apresentados como: *i*) deveres acessórios derivados da boa fé, integrantes da relação obrigacional complexa, com apoio positivo nos artigos 762.º, n.º 2 e 239.º do CC, obrigando as partes, na pendência contratual, a absterem-se de comportamentos que possam falsear o objetivo do negócio (*v.g.*, dever de sigilo, dever de não concorrência, dever de não celebração de contratos incompatíveis com o primeiro); *ii*) deveres pré-contratuais, assentes no artigo 227.º do CC, permitindo censurar o comportamento assumido *in contrahendo* que frustra a confiança da contraparte ou que apenas formalmente se forma com a lei; *iii*) deveres pós-contratuais, no sentido de possibilitarem salvaguardar o escopo contratual após a realização formal da prestação, caso em que, perdendo a instrumentalidade, apresentam-se como deveres principais. Em todos os casos, é com recurso ao princípio da boa fé que são concretizados os deveres de lealdade, inexistindo qualquer autonomização destes, na medida em que, a única lealdade exigível é a lealdade ao contrato, *i.e.*, só uma relação contratual cria deveres de lealdade. Assim, e seguindo-se o entendimento de CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito das sociedades...*, *op. cit.*, p. 469, o dever de lealdade impõe um exercício das posições sociais de acordo com a boa fé, através da tutela da confiança (com a proibição de situações de *venire contra factum proprium*) e da primazia da materialidade subjacente (com a proibição do exercício abusivo do direito de informação). Não é, assim, possível retirar os deveres de lealdade da alçada do princípio da boa fé. Para maiores desenvolvimentos acerca do assento dogmático da lealdade na boa fé, *vide* OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Grupos de sociedades e deveres de lealdade – Por um critério unitário de solução do “conflito de grupo”*, *s. ed.*, FDUL, 2010, pp. 222-236 (228-233).

<sup>122</sup> Verificam-se na Doutrina tentativas de emancipação da lealdade no Direito das sociedades comerciais, tanto no que toca à lealdade dos sócios como em relação à lealdade dos administradores, por, supostamente, as especificidades da relação de socialidade ultrapassarem o âmbito geral da relação obrigacional, justificando, assim, deveres de lealdade intensificados em face dos deveres resultantes do princípio geral da boa fé. *Vide*, acerca desta perspetiva doutrinária, desenvolvidamente, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Grupos de sociedades...*, *op. cit.*, p. 225, n. 679 e 680. Segundo cremos, a afirmação da especificidade das exigências do sistema societário não é bastante para justificar a autonomização de deveres de lealdade societários. Por um lado, a recondução dos deveres de lealdade à boa fé constitui um dado histórico, não sendo admissível abdicar-se da tentativa de teorização unitária da lealdade, sob pena de o esforço de dogmatização, condição de coerência e de unidade de

de uma ligação especial, por força da integração na sociedade.<sup>123</sup> Tal ligação especial (entre acionistas, acionistas e sociedade e administradores e sociedade) acarreta um particular poder de influência sobre a esfera jurídica alheia. Donde, o que justifica a intervenção do(s) dever(es) de lealdade é o poder de influência do acionista e do administrador sobre a sociedade, que os coloca num estado propício a causar danos à sociedade ou aos demais acionistas<sup>124</sup>.

Se ao nível dos acionistas inexistente uma previsão de âmbito geral<sup>125-126</sup>, o mesmo não se verifica quanto aos órgãos de administração. Neste âmbito, competindo, repetimos, nos termos do artigo 405.º,

---

soluções, e a evolução científica nesta área, corporizada na integração sistemática da lealdade propiciada pelo princípio da boa fé, ser posto em causa. Por outro lado, só uma relação contratual cria deveres de lealdade. Acresce que, o Direito das sociedades comerciais não constitui um subsistema fechado a considerações e princípios do Direito comum, sendo que, o princípio da boa fé, enquanto princípio geral e transversal no nosso ordenamento, é dotado da flexibilidade necessária para se moldar aos diferentes setores em que a sua atuação se reclame, sem a perda de identidade ou o surgimento de um novo princípio ético-jurídico – *Vide*, nesse sentido e com maior profundidade, Idem, *Ibidem*, p. 225 e ss..

<sup>123</sup> No mesmo sentido, *vide* OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, p. 87.

<sup>124</sup> Consequentemente, afastamo-nos, decididamente, dos que defendem que o que determina a atuação em concreto dos deveres de lealdade é o princípio da confiança. Cf., nesse sentido, MAGALHÃES, VÂNIA, *op. cit.*, p. 397-398. Isto porque, perante uma pessoa leal, dispensa-se a sua confiança. Ou seja, a confiança pode não existir, pode desconfiar-se da lealdade de alguém, mas isso não implica que a lealdade não continue a ser devida.

<sup>125</sup> Inexistente uma previsão de âmbito geral na qual a jurisprudência ou a doutrina possam apoiar as respetivas construções em matéria de deveres de lealdade. Daí que, a vinculação do sócio a deveres de lealdade continua a ser vista como estranha ou insuficientemente demonstrada. Entre nós, *v.g.*, SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS, *Estrutura associativa...*, *op. cit.*, p. 527 e ss., nega a existência de tais deveres, avançando três objeções: *i*) a falta de conteúdo dispositivo autónomo, no sentido de que o apelo direto à posição de sócio seria suficiente; *ii*) a diminuta determinação dos respetivos contornos; *iii*) o carácter duvidoso do seu fundamento dogmático. Todavia, conforme assinala ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de sociedades...*, *op. cit.*, p. 207, a ausência é justificada pois, “O fenómeno (...) não é exclusivo do ordenamento jurídico português: também na Alemanha, por exemplo, onde maior desenvolvimento obtiveram os deveres de lealdade, não se prevê senão regras de conduta singulares a partir das quais foi possível, por labor interpretativo, extrair um princípio mais vasto.”

<sup>126</sup> Por inexistir uma previsão de âmbito geral, o dever de lealdade dos sócios opera em situações especificamente e não especificamente previstas na lei, que consubstanciam regras de conduta singulares. Como situações especificamente *típicas*, o CSC contém várias manifestações do dever de lealdade: *i*) no artigo 58.º, n.º 1, alínea b), em relação à anulabilidade das deliberações dos sócios abusivas); *ii*) nos artigos 83.º; 180.º e 477.º, quanto à obrigação dos sócios de responsabilidade ilimitada não concorrerem com a sociedade; *iii*) nos artigos 181.º, n.º 5, 214.º, n.º 6 e 291.º, n.º 6, referentes à responsabilidade dos sócios que utilizem informações societárias de modo a prejudicarem injustamente a sociedade ou outros sócios); *iv*) nos artigos 181.º, n.º 5, 214.º, n.º 6 e 291.º, n.º 6, relativamente à responsabilidade dos sócios que utilizem informações societárias de modo a prejudicarem injustamente a sociedade ou outros sócios; *v*) no artigo 242.º, n.º 1, incidente sobre a possibilidade de exclusão judicial de um sócio de sociedade por quotas em caso de comportamento desleal ou gravemente perturbador e danoso para a sociedade; *vi*) nos artigos 251.º e 384.º, n.º 6, que preveem um caso de impedimento de voto quando os sócio se encontrem em situação de conflito de interesses com a sociedade. Já como situações

n.º 1 do CSC, ao conselho de administração concretizar o “interesse da sociedade” tendo em conta o projeto económico pretendido pelos acionistas, interessa-nos o artigo 64.º do CSC, especificamente, o disposto na alínea b) do seu n.º 1 que impõe a obrigatoriedade de os administradores observarem “[d]everes de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores”.<sup>127</sup>

Que dizer da norma? Infletirá o que temos vindo a expor? A resposta é em sentido negativo! Seja na versão originária ou atual<sup>128</sup>, a norma não conduz a solução diferente da que ora aqui sufragamos. Não é pelo facto de a norma mencionar o “interesse da sociedade” e os interesses de outros sujeitos a par do interesse dos sócios (leia-se, acionistas), que aquele interesse não é só destes!

Cumprе esclarecer.

De acordo com o atual artigo 64.º, n.º 1, alínea b), os gerentes ou administradores da sociedade devem observar deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo ao interesse de longo

---

não especificamente previstas na lei, rege, v.g.: i) o dever de todo o sócio de não aproveitar em benefício próprio as oportunidades de negócios da sociedade (*corporate opportunities*); ii) o dever de todo o sócio não impugnar judicialmente (com ou sem fundamentos legítimos) deliberações sociais, a fim de pressionar a sociedade ou sócios dominantes a pagarem elevadas somas de dinheiro em troca da desistência da ação judicial. Cf., sobre estas manifestações *típicas e atípicas*, ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso...*, op. cit., pp. 283-284; OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, op. cit., p. 88.

<sup>127</sup> Alguns Autores sublinham que a norma omite outros interesses relevantes, como, v.g., os relacionados com o ambiente. Nesse sentido, vide, ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades comerciais...*, Vol. I, op. cit., p. 270; FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, *A business judgement rule no quadro dos deveres gerais dos administradores*, ROA, Ano 67, Lisboa, 2007, p. 177. Pela nossa parte, atento o carácter exemplificativo da norma, não nos revemos naquela crítica.

<sup>128</sup> Na versão originária, de 1986, dispunha-se, “Os gerentes, administradores ou directores de uma sociedade devem actuar com a diligência de um gestor criterioso e ordenado, no interesse da sociedade, tendo em conta interesses dos sócios e trabalhadores.”. Previa-se, assim, uma formulação singela do critério do *bonus paterfamilias* transposto para o campo da gestão – o *gestor criterioso e ordenado*, devendo o “interesse da sociedade” ser prosseguido tendo em conta os interesses dos sócios e dos trabalhadores. Já na redação atual do artigo, resultante da reforma legislativa de 2006, autonomizou-se, por influência anglo-saxónica, mormente dos *Principles of Corporate Governance*, o dever de cuidado e o dever de lealdade, nas alíneas a) e b), respetivamente, aos quais os administradores estão vinculados na relação que mantêm com a sociedade, e alargou-se a esfera de interesses a ter em consideração. Para uma análise histórica do artigo, cf. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades*, ROA, Ano 66, Lisboa, 2006, pp. 443-488 (444-467).

prazo dos sócios e ponderando “os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores<sup>129</sup>, clientes e credores<sup>130</sup>”.

Ora, conforme avançámos precedentemente, entre os administradores e a sociedade vigora uma relação de fidúcia! Nesse sentido, é a expectativa de um comportamento reto e leal daqueles perante esta, na sua qualidade de gestores de bens alheios, que constitui a *ratio* dos deveres (fiduciários)<sup>131</sup> consagrados no artigo 64.º, n.º 1, alínea b).<sup>132</sup> Além disso, apesar de o dever de lealdade também adstringir os acionistas<sup>133</sup>, a verdade é que, os administradores encontram-se colocados perante uma lealdade qualificada<sup>134</sup>, decorrente de “a curadoria do interesse de alguém estar a atribuída a outrem, de este sujeito estar investido numa posição cujo exercício pode ser prejudicial ou para o qual não há controlo suficiente”<sup>135</sup>. Donde, a relação de administração exige comportamentos pautados por uma lealdade particularmente densa, *i.e.*, “condutas materialmente conformes com o pretendido: não meras conformações formais”<sup>136</sup>.

O conteúdo dos deveres de lealdade dos administradores é equivalente ao dos deveres dos acionistas<sup>137</sup>: por um lado, vigora um conteúdo nuclear passivo, traduzido na proibição de causar danos à sociedade; por outro lado, rege um conteúdo ativo, correspondente ao dever de prossecução do “interesse da sociedade”<sup>138</sup>.

---

<sup>129</sup> Em concreto, o interesse dos trabalhadores de uma dada sociedade comercial prende-se com a manutenção do seu posto de trabalho, enquanto atividade pela qual se realiza profissionalmente e fonte da sua retribuição mensal. Objetivamente, contribuem para a criação de riqueza por parte da sociedade e beneficiam dos lucros obtidos por esta, dado serem estes que possibilitam o pagamento da retribuição.

<sup>130</sup> Os credores serão todos aqueles que, por qualquer forma, sejam titulares de um direito de crédito sobre a sociedade, pelos serviços e mercadorias que lhe prestaram. Além disso, e especialmente, a sociedade pode ser devedora de credores obrigacionistas, *i.e.*, os detentores de obrigações emitidas por uma determinada sociedade anónima, a fim de obter financiamento a médio ou longo prazo para investir na prossecução da sua atividade económica. Nos termos do artigo 348.º do CSC, apenas as SA podem, após obtenção das autorizações administrativas eventualmente necessárias, emitir obrigações, sujeitas a um regime próprio, previsto no capítulo IV do Código (artigos 348.º a 372.º). Os obrigacionistas terão um interesse em que a sociedade emitente das obrigações cumpra escrupulosamente todas as condições do empréstimo obrigacionista inicial e previamente estipuladas, e nomeadamente o pagamento dos juros devidos e reembolso do capital por aqueles mutuado.

<sup>131</sup> Cf. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Os deveres fundamentais...*, *op. cit.*, p. 485..

<sup>132</sup> Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, p. 237.

<sup>133</sup> *Vide, supra*, p. 27-28.

<sup>134</sup> Cf. FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, *A business...*, *op. cit.*, p. 168.

<sup>135</sup> *Cit. in. Idem Ibidem*, p. 168.

<sup>136</sup> *Cit. in. CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, Os deveres fundamentais...*, *op. cit.*, p. 485.

<sup>137</sup> Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, p. 238.

<sup>138</sup> O CSC prevê várias manifestações do dever de lealdade a cargo dos administradores das sociedades anónimas, além do artigo 64.º, das quais destacamos: *i)* nos processos de fusão e cisão (cf. artigos 98.º e 118.º, respetivamente); *ii)* nos negócios entre a sociedade e os administradores (cf. artigo 397.º); *iii)* no dever geral de não concorrência (cf. artigo 398.º, n.º 1); *iv)* na proibição do voto do administrador em questão em que exista

Todavia, ao contrário do que parece entender o legislador, o dever de exercer as competências dos órgãos sociais na prossecução do “interesse da sociedade” não depende de um dever de lealdade.

Ainda que a conduta implicada pela lealdade possa muitas vezes contribuir para a realização de interesses, e que certas condutas em prejuízo destes possam ser vistas como deslealdades, a verdade é que, por si só, a lealdade não realiza interesses. O dever de lealdade do administrador não existe em ordem a maximizar os interesses referidos naquela disposição.<sup>139</sup>

Sendo o dever de prossecução do “interesse social” decorrência imediata do dever de administrar a sociedade, segundo defendemos anteriormente<sup>140</sup>, e, logo, integrante do status de administrador, torna-se desnecessário fazer intervir a lealdade. Assim, a lealdade revelará, acessoriamente, “como critério (...) de fixação do alcance e extensão da vinculação em causa perante casos concretos, *maxime* havendo conflitos de interesses”<sup>141</sup> na “prossecução do interesse da sociedade”. Ou seja, funcionará como vetor de orientação.

Consequentemente, só o dever de administrar permite maximizar interesses!

Porém, os *interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade*, a que se refere a norma, não integram o conceito de “interesse da sociedade”, não competindo à administração, de *per si*, prosseguir-los.<sup>142</sup>

Vejamos.

Em *primeiro lugar*, importa notar que a inclusão, na versão originária do artigo 64.º, da fórmula “no interesse da sociedade, tendo em conta interesses dos sócios e trabalhadores”, resultou de uma opção de LUÍS BRITO CORREIA, Autor do CSC, com vista à transposição da 5.ª Diretiva europeia do

---

conflito de interesses (cf. artigo 410, n.º 6); v) no impedimento dos administradores da sociedade e daqueles que o sejam noutra sociedade que se encontre em relação de domínio ou grupo de serem designados como membros dos órgãos de fiscalização (cf. artigo 414.º-A, n.º 1, alínea b) e c)); vi) no impedimento dos administradores do Conselho de Administração Executiva (cf. artigo 425.º, n.º 6); e, vii) na responsabilidade dos órgãos de administração por abuso de informação (cf. artigo 449.º). Para maiores desenvolvimentos *vide*, MAGALHÃES, VÂNIA, *op. cit.*, p. 399-400. Acrescem os grupos de casos que a doutrina têm identificado para concretizar a formulação genérico do conteúdo ativo e passivo, dos quais destacamos: i) a proibição de exploração egoísta da posição orgânica; ii) os problemas da aquisição de recursos societários e da aceitação de contribuições financeiros de terceiros; iii) as proibições de aproveitamento de oportunidades de negócio da sociedade; iv) os deveres de conduta em aquisições societárias (*v.g.*, OPA). Para maiores desenvolvimentos, *vide*, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, p. 238-239.

<sup>139</sup> Cf. FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, *A business...*, *op. cit.*, p. 171.

<sup>140</sup> *Vide, supra*, p. 24.

<sup>141</sup> Cit. in. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, p. 227.

<sup>142</sup> Cf. VENTURA, RAÚL, *Sociedades por Quotas*, Vol. III, Coimbra, Almedina, 1996, pp. 150-151. Criticando duramente a parte final da versão originária do artigo 64.º, afirma com clareza que “o interesse social é o interesse dos sócios, nesta qualidade, ou seja, o interesse que os levou a efectuar contribuições para o exercício comum de uma actividade, a fim de partilharem lucros”, sendo que “os interesses dos trabalhadores estão protegidos pelas leis do trabalho e da segurança social, às quais os gerentes devem obediência, não por força do artigo 64.º, mas sim por força delas próprias”.

Direito das Sociedades Comerciais, que exigia a proteção dos interesses dos acionistas e dos trabalhadores. Sendo que, com essa opção, não se pretendeu erguer um conceito institucionalista de “interesse da sociedade”, pois o próprio Autor sufraga uma conceção contratualista<sup>143</sup>. Antes, e simplesmente, exprimir a ideia de que “a finalidade a prosseguir não é, em rigor, um interesse duma ou de várias pessoas físicas concretas, mas um interesse juridicamente definido como a resultante da conjugação de interesses dos sócios como tais, por um lado, e dos trabalhadores da sociedade (...), por outro lado”<sup>144</sup>. Daí a expressão “interesse da sociedade”.

Em *segundo lugar*, pese embora a norma contenha, hoje, referência aos diferentes *stakeholders* da sociedade, historicamente, o debate tem sido centrado na posição dos trabalhadores. Ora, no nosso sistema jurídico-societário atual, os trabalhadores não participam na gestão da sociedade anónima<sup>145</sup> (tal como os restantes *stakeholders*), pois os interesses daqueles assentam numa perspetiva conflitual das relações entre trabalhadores e a entidade empregadora, conforme reguladas pelo direito do trabalho.<sup>146</sup>

Isto não significa, advirta-se, que o Direito seja indiferente aos interesses dos trabalhadores e dos outros *stakeholders* referidos na norma! Simplesmente, aborda-os no contexto de outros ramos do Direito, onde dispõem de normas específicas para a sua proteção, contrariamente aos acionistas, cujo retorno da relação jurídica estabelecida com a sociedade assenta essencialmente na administração que da mesma é feita. Ora, tais normas específicas de proteção são aplicáveis em decorrência direta do quadro contratual subjacente às relações (contratuais) da sociedade com cada um dos *stakeholders*, às quais os administradores devem obediência, não por força do artigo 64.º do CSC, mas sim delas próprias<sup>147</sup>: *i*) os administradores respondem civilmente perante os credores e os terceiros (*i.e.*, clientes e trabalhadores), nos termos, respetivamente, dos artigos 78.º e 79.º do CSC<sup>148</sup>; *ii*) os trabalhadores

---

<sup>143</sup> Cf. CORREIA, LUÍS BRITO, *Direito Comercial – Sociedades Comerciais*, Volume II, Lisboa, AAFDL, 1989, p. 49 e ss.

<sup>144</sup> Cit. in. Idem, *Ibidem*, p. 49.

<sup>145</sup> Contrariamente ao verificado, *v.g.*, no sistema alemão, onde nas grandes empresas os trabalhadores têm um direito de participação nos órgãos sociais, bem como nos lucros e no capital. Cf. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, p. 515, nota 1809.

<sup>146</sup> Cf. RAMOS, ELISABETE GOMES, *Responsabilidade civil dos administradores e directores de sociedades anónimas perante os credores sociais*, Coimbra, Coimbra Editora, 2002, p. 109. No entendimento de COUTINHO DE ABREU, *op. cit.*, p. 275, pese embora a norma, no respeitante aos interesses dos trabalhadores, tenha um conteúdo positivo quase nulo, será útil atento o facto de as leis laborais, bem como as convenções coletivas de trabalho, não regularem tudo o que se prende com a prestação de trabalho subordinado, o que conduz à existência de espaços de discricionariedade, a preencher nos termos da norma.

<sup>147</sup> Cf., no âmbito da versão originária do artigo, VENTURA, RAÚL, *Sociedade por quotas*, Volume III, Coimbra, Almedina, 1991, p. 150-151.

<sup>148</sup> Vide, sobre o regime destas responsabilidades, previstas nos artigos 78.º e 79.º, VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Responsabilidade...*, *op. cit.*, pp. 28-30

estão protegidos pelas leis laborais, CCT e pela própria CRP<sup>149</sup>; *iii*) os clientes dispõem de mecanismos de ação suficientes para efetivar os seus direitos (tutelados pelo Direito do Consumo, no caso de consumidores, e pela Lei Civil e Comercial, em geral). Consequentemente, impõe-se uma interpretação restritiva do conceito de “interesse da sociedade” pois, sendo os *stakeholders* protegidos por força doutras normas, a proteção fiduciária torna-se despicienda.

Em *terceiro lugar*, conforme adverte certa doutrina<sup>150</sup>, quanto maior for o leque de interesses que os administradores possam invocar, menos clareza haverá quanto aos critérios da sua responsabilização<sup>151</sup>, pois “se a lei consente ao administrador atender e ponderar outros interesses para além do interesse da sociedade, tal significa necessariamente que uma gestão que não se tenha orientado estritamente para a maximização do lucro gerado pela empresa não conduz necessariamente a responsabilidade”<sup>152</sup>. Exigir que os administradores ponderem um largo espetro de interesses, naquilo que, por ser um processo necessariamente subjetivo, conforme sufragámos *supra*, pode levá-los a orientar-se por critérios duvidosos. Pelo contrário, assentar simplesmente no interesse comum dos acionistas como princípio de atuação proporcionará uma diretriz muito mais clara à administração.

Em *quarto lugar*, os trabalhadores, os credores ou os clientes, não podem contrariar decisões dos administradores através de deliberações suas, nem podem destituí-los (mesmo havendo justa

---

<sup>149</sup> O direito ao trabalho, à segurança no emprego, à igualdade no trabalho, a uma retribuição justa por forma a garantir uma existência condigna, à proteção das condições de trabalho, nomeadamente de higiene, segurança e saúde, como como ao repouso, encontram atualmente consagração na nossa lei fundamental (cf. artigos 53.º, 54.º, 58.º, n.º 1, 59.º e 87.º da CRP).

<sup>150</sup> No entendimento de COUTINHO DE ABREU, *Curso de...*, Vol. II, *op. cit.*, p. 273, formulações como a que a alínea b) do n.º 1 do artigo 64.º contém são, em grande medida, quanto aos interesses dos não sócios, “retórica normativa balofa e potencialmente desresponsabilizadora dos administradores”, pois “quanto maior for o elenco de interesses a concretizar e quanto mais difusos e conflituantes eles forem, maior será a discricionariedade dos administradores e menor a controlabilidade da sua actuação”, pese embora acabe por considerar que a referência aos interesses dos trabalhadores e de outros sujeitos tenha algum efeito útil, por permitir, em alguns casos, a exclusão ou limitação da responsabilidade dos administradores perante a sociedade. Assim será, segundo o Autor, no caso de o órgão de administração não encerrar uma secção empresarial deficitária, por sobrevalorizar os interesses dos trabalhadores, não promovendo o seu despedimento. Isto porque, “[a] pesar da ilicitude de tal comportamento (um gestor criterioso e ordenado actuando no interesse da sociedade não devia, na avaliação do interesse social, ter sobrevalorizado nessa medida os interesses dos trabalhadores), de que vieram a resultar perdas para a sociedade, aquela preocupação com os interesses dos trabalhadores poderá, senão excluir a culpa, pelo menos atenuá-la.” Cf. *Ibidem*, p. 279-280.

<sup>151</sup> Como bem assinala CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Os deveres fundamentais...*, *op. cit.*, p. 467, “[e]xigir lealdade no interesse da sociedade e, ainda, atendendo aos interesses (a longo prazo) dos sócios, e ponderando os de outros sujeitos, entre os quais os trabalhadores, os clientes, é permitir deslealdades sucessivas. Quem é leal a todos, particularmente havendo sujeitos em conflito, acaba desleal perante toda a gente. Uma técnica legislativa elementar ensina que não se devem constituir normas com um aditamento ilimitado de novos termos, sob pena de se lhes esvaziar os conteúdos”.

<sup>152</sup> Cit. in. FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, *A business...*, *op. cit.*, p. 76-77.

causa), nem responsabilizá-los por danos causados à sociedade. Apenas os acionistas o podem fazer! Pelo que, ter-se-á de concluir, a norma apresenta um conteúdo positivo diminuto<sup>153</sup>, conclusão que sai reforçada atenta a inexistência de quaisquer sanções em caso de não ponderação, pelos administradores, dos interesses daqueles.

Nestes termos, reafirmamos, não é por a norma fazer referência aos “*interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores*”, que o “interesse social” não é só dos acionistas, coletivamente considerados. Defender que, à luz do artigo 64.º do CSC, os interesses dos *stakeholders* integram o conceito de “interesse da sociedade”, competindo à administração prosseguir-los, desvirtua o Direito das Sociedades Comerciais, cuja vocação não é resolver conflitos laborais, de consumo ou outros.<sup>154</sup> A norma do artigo 64.º/1/b), não é norma de proteção dos trabalhadores ou de outros terceiros.<sup>155</sup>

É certo que, a sociedade pode prosseguir outros interesses para além daqueles para que especificamente foi criada, quer porque sejam instrumentais face ao interesse da sociedade, quer porque, não o sendo, todavia, a lei impõe a sua realização. Mas, isso não significa considerar como “interesse da sociedade” todos esses interesses que a sociedade teoricamente seja apta a satisfazer. Não é objetivo próprio da sociedade realizar o interesse de terceiros; não é para isso que os acionistas se juntam, antes para satisfazer os seus interesses privados. Os interesses de terceiros não são o “interesse da sociedade”. O “interesse da sociedade” é um interesse jurídico, definido pelo Direito, diferente de qualquer outro que não seja aquele interesse para o qual, desde início, a sociedade existe: a obtenção de lucros através do exercício em comum de uma atividade, conforme demonstrámos precedentemente, no ponto 1.2..

Consequentemente, “*os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores*”, a que se refere o artigo 64.º, n.º 1, b) do CSC, apenas poderão consubstanciar-se como uma heterolimitação ao “interesse da sociedade”, que aos administradores não compete, sem mais, prosseguir, por não se incluírem no próprio interesse comum dos acionistas enquanto acionistas<sup>156</sup>, mas apenas respeitar e ponderar na prossecução do “interesse da sociedade”. Se assim não fosse, a responsabilidade dos administradores para com a

<sup>153</sup> Cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso de...*, Vol. II, *op. cit.*, p. 275.

<sup>154</sup> Cf. CÂMARA, PAULO, *O Governo...*, *op. cit.*, p. 38.

<sup>155</sup> Os defensores de uma conceção institucional do interesse da sociedade, compreendendo não apenas o interesse dos sócios/acionistas, mas também o interesse dos *stakeholders*, acompanham-nos nesta conclusão. V.g., ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso de...*, Vol. II, *op. cit.*, p. 268 e 280, embora sufrague a presença duma conceção institucionalista no artigo 64.º do CSC, a respeito da atuação dos membros dos órgãos de administração (e fiscalização), acaba por concluir que se trata de um “institucionalismo moderado e inconsequente”.

<sup>156</sup> Conforme, certamente, assinalam RAÚL VENTURA, e BRITO CORREIA, *Responsabilidade civil...*, *op. cit.*, p. 102, “No exercício da actividade social externa, os administradores devem respeitar os interesses de terceiros (credores, trabalhadores da empresa societária, empresas associadas) e o interesse público. Mas estes interesses são apenas um limite da prossecução do interesse social – ou incluem-se no próprio interesse dos sócios, na medida em que estes os considerem ou devam considerar como seus também (do mesmo proprietário).”.

sociedade não poderia ser excluída por mera deliberação dos acionistas, o que esbarraria com o nosso sistema de responsabilidade civil dos administradores (cf. n.º 5 do artigo 72.º do CSC).

De facto, a lei, dando prevalência aos interesses a longo prazo dos acionistas<sup>157</sup>, só por via secundária refere que os administradores devem atender a outros interesses. Donde, no cumprimento da obrigação de administrar para maximizar o “interesse da sociedade”, os interesses desses *outros sujeitos relevantes*, potencialmente conflituantes com o “interesse da sociedade”, funcionarão como um limite externo à atuação da administração quando existam várias alternativas possíveis para a consecução daquele interesse. Existindo apenas uma não relevarão os interesses dos *stakeholders*.<sup>158</sup>

Impor-se-á, portanto, uma ponderação entre o “interesse da sociedade” com os interesses de terceiros legalmente protegidos, repetimos, por outros ramos do Direito.<sup>159-160</sup> Sendo certo que a atendibilidade e a ponderação de tais outros interesses não poderá sacrificar grosseiramente o interesse social, não menos certo é que este não poderá absolutizar-se, pois, caso ele devesse prevalecer invariavelmente sobre os demais, a lei não mandava ponderar estes.<sup>161</sup> Todavia, em caso de conflito, prevalecerão, em princípio, os interesses dos acionistas, pois, conforme defendemos, os administradores devem obediência ao “interesse da sociedade”, o que é dizer, ao interesse dos

---

<sup>157</sup> A referência, na alínea b), do n.º 1 do artigo 64.º, aos interesses de longo prazo dos sócios quererá significar que os de curto e médio prazo já estão incluídos na fórmula terminológica de “interesse da sociedade”. Nesse sentido, que acompanhamos, CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Os deveres fundamentais...*, *op. cit.*, p. 468.

<sup>158</sup> No mesmo sentido, GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, p. 762.

<sup>159</sup> Essa ponderação deverá verificar-se, *v.g.*, nas situações em que um determinado setor empresarial de uma sociedade seja consideravelmente lucrativo, com uma taxa de lucro de dois dígitos, mas onde uma drástica redução do número de trabalhadores faria aumentar essa taxa em um terço ou metade. Pois, cumprindo-se amplamente o “interesse da sociedade”, *i.e.*, o escopo lucrativo, dever-se-á, em face do artigo 64.º, assegurar uma harmonização dos interesses dos acionistas e dos interesses dos trabalhadores, num quadro de *win-win*, e não promover uma política desenfreada de obtenção de lucros e distribuição de dividendos. Diferentemente será se esse setor originasse perdas ou não produzisse lucros, inexistindo expectativas razoáveis de vir a ser lucrativo, caso em que, pese embora a sociedade se mantenha globalmente lucrativa, na avaliação do “interesse da sociedade”, a administração deverá optar por satisfazer os interesses dos acionistas, eliminando postos de trabalho. Cf. ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso de...*, Vol. II, *op. cit.*, p. 277-278.

<sup>160</sup> Não obstante, os titulares dos órgãos sociais só serão civilmente responsáveis perante os titulares desses outros interesses protegidos quando estejam verificados os respetivos pressupostos, num quadro não necessariamente delitual: *i)* haverá responsabilidade delitual quando tenha sido violado um direito subjetivo ou uma norma de proteção do terceiro em causa (cf. artigo 483.º, n.º 1 CC), ou quando tenha sido violado o mínimo ético-jurídico em geral exigível, abrangendo a conduta intencional ou dolosamente danosa do titular do órgão social; *ii)* haverá responsabilidade civil quando o terceiro seja credor de um específico, nomeadamente, um dever de proteção assente na boa fé, na medida em que exista uma ligação especial entre este e os titulares dos órgãos sociais em causa. Cf. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, p. 762, n. 2713.

<sup>161</sup> Cf. FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, *A business...*, *op. cit.*, p. 176.

acionistas em modo coletivo<sup>162</sup>, na medida em que, reafirmamos, são eles que designam e destituem os administradores (cf. artigos 391.º e 403.º) e que, não menos relevante, os podem responsabilizar por danos causados a sociedade (cf. artigos 72.º e ss.). A não ser que tal implique um sacrifício desproporcionado, *i.e.*, eticamente intolerável, dos interesses dos outros *stakeholders*.<sup>163</sup> Assim, essencial é que, perante cada caso concreto e com base em princípios de justiça social, se procure um ponto de equilíbrio, fora e dentro da sociedade, quando são tomadas decisões de gestão que vão afetar os interesses dos *stakeholders*. Pois, saber se e em que medida os interesses de terceiros devem prevalecer sobre o “interesse da sociedade” é questão que não respeita ao conceito de “interesse da sociedade”, antes à valoração e proteção jurídica dos vários interesses relativos à sociedade.

Neste contexto, apesar de não ser um dever jurídico<sup>164</sup>, antes um compromisso voluntário, a Responsabilidade Social da Empresa<sup>165</sup> surge como meio de maximizar a longo prazo, numa perspetiva de continuidade e tendo em conta o desenvolvimento sustentável, o “interesse social”. Ou seja, os administradores deverão sempre justificar a sua atuação em função do interesse coletivo dos acionistas, mas, quando dispuserem de várias alternativas de ação admissíveis, do ponto de vista da racionalidade económico-empresarial, para a prossecução daquele interesse, deverão ser tidos em conta os demais interesses a que alude o artigo 64.º, n.º 1, alínea b)), o que será particularmente relevante, *v.g.*, na contraposição de políticas de incremento do lucro a curto prazo face a políticas de crescimento sustentado a longo prazo (mais favoráveis aos interesses dos *stakeholders*). Pelo que, devem favorecer os interesses dos *stakeholders* sempre que, e na medida em que, estes favoreçam o “interesse da sociedade”.

Concludentemente, a sociedade visa os fins dos acionistas, sendo que, “a longo prazo, o “interesse da sociedade” será tanto mais assegurado quanto, na sua prossecução e na medida do

---

<sup>162</sup> *V.g.*, uma sociedade fabrica certo produto que depois venda por  $x$ , obtendo bons volumes de venda e lucros razoáveis. Se baixar o preço de venda para  $y$ , venderá mais, é certo, mas, em contrapartida, terá lucros menores. Ora, não parece ser dever dos administradores baixar o preço, em nome dos interesses dos clientes.

<sup>163</sup> No mesmo sentido, SERRA, CATARINA, *op. cit.*, p. 245.

<sup>164</sup> Cf. ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso de...*, Vol. II, *op. cit.*, p. 281, para quem empresas responsáveis socialmente “são as que visam, de modo voluntário, contribuir para a coesão social-geral e o equilíbrio ecológico (para lá da tradicional finalidade egoístico-lucrativo).”

<sup>165</sup> O ponto de partida Responsabilidade Social da Empresa (RSE) é a consideração de que os contratos de que os *stakeholders* são parte e as normas específicas para a sua proteção, conforme enunciámos, são insuficientes para a proteção da totalidade dos valores em jogo. Nesse sentido, a Responsabilidade Social da Empresa (RSE) tem ganho relevo autónomo, para o que muito contribuíram, no âmbito continental, diversas iniciativas das instituições europeias, em especial o Livro Verde *Promover um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas*, apresentado em 18 de julho de 2001, onde a RSE é definida como “a integração voluntária de preocupações sociais e ambientais por parte das empresas nas suas operações e na interação com outras partes interessadas”. Mais recentemente, em 2011, foi publicado, pela Comissão Europeia, o *Compêndio sobre políticas públicas da RSE nos Estados-Membros*, onde se assinalam as formas como estes podem apoiar a implementação de um quadro na matéria. *Vide*, para maiores desenvolvimentos, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, p. 181.

possível, se atenda aos interesses dos sujeitos relevantes para a sustentabilidade da empresa”<sup>166</sup>, *i.e.*, para o aumento do valor global da mesma.<sup>167</sup>

V. Poder-se-ia argumentar, em sentido contrário ao ora defendido, que se o “interesse da sociedade” fosse igual ao interesse coletivo dos acionistas, idealisticamente, apenas numa deliberação unânime (a da constituição) teria sido cumprido o “interesse da sociedade”.<sup>168</sup>

Todavia, assim não é!

O “interesse da sociedade” corresponde aos interesses efetivamente comuns a todos os acionistas no momento da aquisição dessa qualidade, altura em que aqueles preveem que a solidariedade de interesses se manterá. Porém, nada garante que esta se mantenha para sempre. Efetivamente, pode alterar-se. Mas, nem por isso o “interesse da sociedade” se altera, pois, sendo um interesse jurídico, definido pelo direito, com base nas declarações negociais dos acionistas, apenas se modificará quando o vínculo em que se baseia também o for.<sup>169</sup> Ou seja, a comunidade de interesses dos acionistas só é qualificável como “interesse da sociedade” quando se ligue à causa comum do ato constituinte da sociedade – que é, em regra, já o afirmámos, o escopo lucrativo.

Assim, o “interesse da sociedade” distingue-se de quaisquer interesses dos acionistas que a sociedade teoricamente seja apta a satisfazer, mas que não seja esse interesse inicialmente comum a todos aqueles, e para o qual a sociedade existe. Donde, qualquer outro interesse coletivo ou comum de que sejam titulares os acionistas não merece a qualificação de “interesse da sociedade”, a não ser que se proceda a uma alteração dos estatutos, com a qual aqueles interesses possam passar a sociais.

Neste contexto, a par dos próprios estatutos, o “interesse da sociedade” apresentar-se-á demasiado vago, necessitando de ser concretizado, em cada momento da vida da sociedade, através de deliberações sociais.

Objetivamente, ao lado do invariável e predeterminado “interesse da sociedade” (o escopo lucrativo) existirão vários interesses comuns a todos os acionistas. *V.g.*, num determinado ano, uma

---

<sup>166</sup> Cit. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, p. 762.

<sup>167</sup> Conforme adverte SERRA, CATARINA, *op. cit.*, p. 248-249, “Os administradores têm de compreender que a consideração dos interesses dos *stakeholders* é, muitas vezes, um passo necessário para realizar o interesse [da sociedade]: devem, por isso, favorecer os interesses dos stakeholders que (e na medida em que) favoreçam o interesse [da sociedade]. Por outras palavras: perante duas soluções com efeitos iguais (igualmente benéficas) para os interesses dos sócios, os administradores devem adoptar aquela que também seja benéfica (ou mais benéfica) para os interesses dos outros stakeholders – concretizando uma solução que, em linguagem técnica, se designa “win-win”.”.

<sup>168</sup> Nesse sentido, ESTACA, JOSÉ, *op. cit.*, p. 88.

<sup>169</sup> Admite-se, portanto, a possibilidade de uma deliberação social unânime em conflito com o “interesse da sociedade”, quando, *v.g.*, todos os acionistas, ao deliberar, sejam movidos por um interesse incompatível com o “fim” estatutário da sociedade. Questão diferente é a de saber se essa deliberação pode ser impugnada pelos acionistas concordantes e/ou se pode valer como alteração do pacto social. Em ambos os casos, a resposta é afirmativa, atento o disposto, respetivamente, nos artigos 57.º e 59.º e 85.º, todos do CSC.

parte dos acionistas poderá votar pela distribuição de todos os lucros distribuíveis e outra parte pela afetação dos mesmos a reservas livres. Assim, podem nos assuntos objeto de deliberação confrontar-se interesses sociais diversos, cabendo à maioria (em votos) decidir qual o meio mais apto para conseguir o fim social, o que é dizer, o “interesse da sociedade”.<sup>170</sup>

O requisito da unanimidade na posição dos acionistas esgota-se no ato de constituição da sociedade, onde se procede à harmonização de interesses na medida necessária à estruturação inicial da atividade económica visada. Depois disso, vale a regra da maioria: *i)* nas deliberações dos acionistas sobre as atividades compreendidas no objeto social que a sociedade deverá desenvolver, tomadas nos termos do artigo 11.º, n.º 3 do CSC; e, *ii)* na designação dos titulares dos órgãos sociais que irão concretizar as diretrizes dos acionistas (cfr. artigos 386.º e 391.º do CSC). É perfeitamente normal que assim seja: é por os acionistas poderem divergir quanto à concretização e ao modelo de prosseguir o “interesse da sociedade”, que existem os órgãos sociais, *maxime*, *Assembleias Gerais*, especialmente vocacionadas para debater essas matérias. Cabe, pois, à maioria optar, mas sempre entre interesses comuns a todos os acionistas, tendo sempre o fim social como “pedra angular”. Isto não significa que a maioria possa definir mais concretamente o interesse como entender, com sacrifício sistemático para os interesses dos acionistas minoritários, pois o seu poder é limitado, não só pelo próprio contrato da sociedade, como pelos princípios da boa fé e do abuso do direito. Não se deverá, assim, confundir o “interesse da sociedade” com o interesse da maioria na medida em que isso implicaria concluir que todas as deliberações dos acionistas seriam necessariamente conformes ao “interesse da sociedade”, inexistindo deliberações abusivas.

VI. Do exposto resulta que a sociedade, como pessoa coletiva, não tem rigorosamente interesses próprios. O contrato de sociedade, por denotar um fim comum de dar resposta à necessidade de agir coletivamente, constitui um caso especial de exercício jurídico coletivo, em que por razões pragmáticas se tem que imputar a vontade de uma pluralidade de sócios (leia-se, acionistas) a uma pessoa coletiva. Donde, o “interesse da sociedade” traduz o interesse comum dos acionistas enquanto acionistas. Com isto, não se quer dizer que a direção da ação da sociedade corresponde aos interesses de todos os acionistas ou à soma de todos eles, mas, antes, ao interesse dos acionistas exercido em modo coletivo, nos termos contratualmente previstos, *i.e.*, o interesse para cuja satisfação a sociedade foi constituída, e dentro dos limites à autonomia privada (lei, pacto social e deliberações dos acionistas).

Dito isto, importa apurar se este entendimento é transponível para as sociedades abertas, um subtipo de sociedade anónima, com capital pulverizado e, normalmente, sem maiorias de domínio, sujeito a regras próprias, grosso modo, constantes do Código dos Valores Mobiliários, e onde é admissível recorrer ao mecanismo do reagrupamento de ações, objeto do nosso estudo.

Nesse sentido, avancemos.

<sup>170</sup> Cf. ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso de...*, Vol. II, *op. cit.*, p. 269.

Secção II <sup>171</sup>

**O INTERESSE NAS SOCIEDADES ANÓNIMAS ABERTAS**

**2.1. A sociedade aberta como subtipo de sociedade anónima**

I. O crescimento continuado da produção industrial iniciada na segunda metade do século XVIII e a globalização das relações comerciais que se tem intensificado desde então, com a criação de um mercado à escala mundial e quase sem fronteiras, tem moldado, continuamente, o comportamento e estruturação dos agentes económicos.

Efetivamente, a evolução tecnológica, principalmente ao nível das telecomunicações e da informática, determinou uma maior abertura dos mercados, cada vez mais concorrenciais e inovadores, nos quais o comportamento e estruturação dos agentes económicos tem sido moldado, ao longo das últimas décadas, pelo intenso desenvolvimento dos sistemas financeiros.

Em sentido amplo, o sistema financeiro <sup>172</sup> “reporta-se ao conjunto estruturado de instituições, pessoas, atos, negócios e operações relacionados com a criação, intermediação e circulação de ativos, instrumentos e produtos financeiros nos mercados monetário, financeiro e cambial, com o crédito ou com a transferência e a cobertura de riscos”<sup>173</sup>, comportando três vertentes distintas<sup>174</sup>: o Direito bancário, o Direito dos seguros e o Direito dos valores mobiliários.

---

<sup>171</sup> Os artigos indicados sem menção de diplomas referem-se ao Código dos Valores Mobiliários (CVM).

<sup>172</sup> No sistema das fontes internas, a CRP ocupa uma posição cimeira, hierarquicamente superior, em relação às restantes fontes. Nos termos do artigo 101.º, “O sistema financeiro é estruturado por lei, de modo a garantir a formação, a captação e a segurança das poupanças, bem como a aplicação dos meios financeiros necessários ao desenvolvimento económico e social.”.

<sup>173</sup> Cit. in., CÂMARA, PAULO, *Manual Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª ed., Almedina, Coimbra, 2016, p. 15.

<sup>174</sup> A delimitação entre cada vertente far-se-á pela análise do objeto de regulação e pelo modo como se prefigura tipicamente o risco do aforrador. De qualquer forma, os circuitos de distribuição, os serviços prestados, os produtos financeiros comercializados, e o aumento dos profissionais acessoriamente envolvidos em serviços transversais a todo o sistema financeiro, conduz a que a área mobiliária, bancária e seguradora se aproximem cada vez mais. *Vide*, nesse sentido, Idem, *Ibidem*, pp. 16-23.

No que ora nos interessa, o Direito dos valores mobiliários<sup>175-176-177</sup>, enquanto ramo do direito financeiro<sup>178</sup>, cobre a afetação espacial e inter-temporal de recursos financeiros através da emissão dos valores mobiliários, a sua transmissão (em mercado ou fora de mercado), a prestação de serviços de intermediação, liquidação e compensação adjacentes, a supervisão e a disciplina sancionatória

---

<sup>175</sup> Sobre o percurso histórico e as fontes deste ramo do Direito, *vide* CÂMARA, PAULO, *op. cit.*, pp. 34-90.

<sup>176</sup> Em Portugal, a Doutrina maioritária aproxima a figura dos valores mobiliários da dos títulos de crédito, entendendo esta categoria como *género* e aquela como *espécie*. Tal sucede por via da qualificação tradicional das ações e obrigações como títulos de crédito, por, à semelhança destes, serem documentos funcionalmente vocacionados para a representação de situações jurídicas e, bem assim, instrumentos representativos de direitos que podem ser objeto de direitos (*v.g.*, no penhor de ações, o direito representado é o direito de acionista, enquanto que o direito sobre o valor mobiliário é o direito do credor pignoratício). *Vide*, nesse sentido, ASCENSÃO, JOSÉ OLIVEIRA, *Direito Comercial III – Títulos de Crédito*, AAFDL, Lisboa, 1992, p. 6; VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Direito Comercial – Títulos de Crédito*, AAFDL, Lisboa, 1989, p. 10; OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate Finance*, Almedina, Coimbra, 2015, p. 57. Todavia, há quem afirme que, pese embora se verifiquem proximidades, a ligação entre as duas categorias jurídicas situa-se num plano de abstração concetual excessivamente ligado à vertente documental de ambos os instrumentos. Nesse sentido, CÂMARA, PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, pp. 113-117. Segundo o Autor, o *princípio cartular da literalidade*, segundo o qual o que não consta da *chartula* não pode ser oposto ao devedor cartular, não funciona no domínio mobiliário. Pois, as regras sobre as menções obrigatórias do título ou do registo em conta não impõem uma enumeração exaustiva dos direitos representados nos valores mobiliários (*cf.*, alíneas a) e b) do artigo 44.º e n.º 1 do artigo 97.º, ambos do CVM). Acresce a fungibilidade e a possibilidade de emissão em massa dos valores mobiliários, por assentarem na transação de situações jurídicas categoriais, num quadro macro-jurídico, de mercado, assente estruturalmente na prestação de informação ao investidor, ao passo que os títulos de crédito são emitidos e transmitidos de pessoa para pessoa, num âmbito micro-jurídico, pautado pelos mecanismos de tutela cartular.

<sup>177</sup> Os valores mobiliários integram como espécie o género *instrumentos financeiros*. Isto é, os instrumentos financeiros incluem, por um lado, os valores mobiliários e, por outro lado, os instrumentos do mercado monetário, derivados e licenças de emissão. Ora, enquanto que o conceito e a disciplina dos valores mobiliários repousa na sua transmissibilidade, característica que se estende às licenças de emissão, os derivados ou não são de todo transmissíveis (caso dos derivados de mercado), ou apenas são passíveis de cessão de posição contratual (no que respeita aos derivados negociados fora do mercado). Para melhor compreensão sobre a fronteira delimitativa do universo dos instrumentos financeiros, *vide*, CÂMARA, PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, pp. 91-93.

<sup>178</sup> O Direito dos valores mobiliários é um ramo do sistema financeiro de natureza heterogénea, por combinar zonas de direito privado e zonas de direito público, pese embora aquele, naturalmente, ocupe lugar central, pois este é meramente instrumental. De facto, uma das principais tarefas do direito mobiliário é a de concretizar direitos e deveres nascidos no quadro de relações jurídico-financeiras. Donde, todo o regime geral sobre o valor mobiliário previsto no Título II do Código dos Valores Mobiliários, constitui direito privado. Todavia, existem zonas instrumentais de direito público, referentes: *i*) à previsão de atos administrativos, *v.g.*, em sede de registo de OPA ou intermediação financeira; e, *ii*) às competências e atribuições administrativas de fiscalização e de perseguição sancionatória, confiados à autoridade administrativa de supervisão (*i.e.*, a CMVM). Consequentemente, o núcleo deste ramo do Direito reconduz-se ao direito comercial. *Cf.* CÂMARA, PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, pp. 23-25.

correspondente, tomando como referência o investidor, entendido como titular atual ou potencial de valores mobiliários.<sup>179</sup>

O conteúdo do direito do titular varia em função do tipo de valor mobiliário considerado, ao qual inere, como elemento natural, um risco<sup>180</sup>. Donde, os principais atos jurídicos compreendidos pelo Direito dos Valores Mobiliários têm em comum a afetação de recursos financeiros e a transferência, a cobertura e a diversificação do risco assumido individual ou coletivamente.

O artigo 1.º do Código dos Valores Mobiliários<sup>181</sup> elenca como valores mobiliários, a título exemplificativo<sup>182</sup>: i) as ações; ii) as obrigações; iii) os títulos de participação; iv) as unidades de participação em instituições de investimento coletivo; v) os warrants autónomos<sup>183</sup>; vi) os direitos

---

<sup>179</sup> É, assim, fulcral assegurar a eficiência funcional e a transparência dos mercados de valores mobiliários, onde conflui oferta e procura, no sentido de proteger a confiança dos investidores, prevenir situações de risco sistémico e reprimir atuações contrárias a lei ou a regulamento. Isto porque, os mercados financeiros conhecem uma crescente sofisticação, por força da propagação do uso de contratos derivados e de técnicas de titularização cuja avaliação do risco é difícil. Donde, a regulação dos valores mobiliários é um instrumento para servir os interesses públicos inerentes ao regular funcionamento dos mercados financeiros. A demonstrá-lo, o artigo 358.º do Código dos Valores Mobiliários elenca princípios a observar na supervisão. Para melhor conhecimento do fundamento do Direito dos Valores Mobiliários, no sentido de procurar preservar a confiança nos investidores e nos mercados, vide CÂMARA, PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, pp. 29-34.

<sup>180</sup> Em determinados valores mobiliários (v.g., warrants e valores mobiliários condicionados por eventos de crédito) existe um risco de perda total do investimento realizado.

<sup>181</sup> O Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, recentemente alterado pela Lei n.º 15/2017, de 3 de maio, é a principal fonte interna do Direito dos Valores Mobiliários, ocupando o lugar central do sistema jurídico-mobiliário, contendo um enunciado de regime geral de todos os valores mobiliários. Revogou os artigos 326.º, 327.º e 330.º a 340.º do CSC, pelo que o regime de transmissão das ações se encontra atualmente plasmado neste Código.

<sup>182</sup> A evolução do conceito de valor mobiliário em Portugal foi marcada por uma discussão doutrinária sobre a existência de uma tipicidade ou atipicidade de valores mobiliários, a qual foi mitigada com a versão originária do Código dos Valores Mobiliários de 1991, cujo artigo 1.º adotou uma posição de compromisso, ao fazer depender expressamente o reconhecimento de novos tipos de valores mobiliários de intervenções regulamentares da CMVM ou, no caso de valores monetários, do Banco de Portugal. Posteriormente, em 2004, inverteu-se o sistema. Por força do Decreto-Lei n.º 66/2004, de 24 de março, procedeu-se à alteração do artigo 1.º do Código, passando a vigorar um princípio de tipicidade ou taxatividade aberta de valores mobiliários, o qual se mantém, conforme se depreende da alínea g) do artigo 1.º. Cf. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais – Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, 7.ª ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2013, p. 10.

<sup>183</sup> Os *warrants autónomos*, regulados pelo Decreto-Lei n.º 172/99, de 20 de maio, alterado pelo Decreto-Lei n.º 70/2004, de 25 de março, e completado pelo Regulamento CMVM n.º 5/2004. Nos termos do n.º 1 do artigo 2.º daquele diploma, são valores mobiliários que, em relação ao ativo subjacente, conferem algum dos seguintes direitos: i) direito a subscrever, a adquirir ou a alienar o ativo subjacente, mediante um preço, no prazo e demais condições estabelecidas na deliberação de emissão; ii) direito a exigir a diferença entre um valor do ativo subjacente fixado na deliberação de emissão e o preço desse ativo no momento do exercício. Os ativos subjacentes que podem ser objeto dos warrants autónomos encontram-se determinados no artigo 3.º daquele

destacados dos valores mobiliários ações, obrigações, títulos de participação e unidades de participação, desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no ato de emissão<sup>184</sup>; e, *vii*) outros documentos representativos de situações jurídicas homogêneas, desde que sejam susceptíveis de transmissão em mercado.<sup>185</sup>

Consequentemente, o Direito dos valores mobiliários abrange realidades bastante díspares, regulando uma componente central das modernas relações patrimoniais privadas, em termos de afetação, transferência, cobertura e diversificação do risco de recursos financeiros. Dessa abrangência resulta a dificuldade<sup>186</sup> de construir um conceito unitário de valor mobiliário que inexiste no nosso Código de Valores Mobiliários.

Todavia, tendo em conta a redação da alínea g) do artigo 1.º, é admissível a criação pelo mercado de novos valores mobiliários, desde que cumpram os critérios tipológicos que, nos termos daquela norma, devem ser atendidos na qualificação de uma realidade como valor mobiliário para a nossa ordem jurídica: *i*) a natureza documental; *ii*) a representatividade de situações jurídicas homogêneas; e, *iii*) a suscetibilidade de transmissão em mercado. Ou seja, um instrumento financeiro

---

Regulamento. Para maiores desenvolvimentos sobre a figura, vide Cf. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais...*, Vol. II, *op. cit.*, p. 14.

<sup>184</sup> Estes direitos, previstos na alínea f) do artigo 1.º, não são facilmente delimitáveis, na medida em que nem todos os direitos inerentes às ações são destacáveis. *V.g.*, o direito de voto, enunciado na alínea b) do n.º 3 do artigo 55.º, embora seja um direito inerente às ações, não é negociável nem destacável. Já o direito aos juros das obrigações, o direito aos dividendos ou o direito preferencial de subscrição de ações são-no, sendo representados por cupões fisicamente separados do respetivo título ou por registos em contas autónomas, conforme respeitem a valores mobiliários titulados, escriturais ou integrados em sistema centralizado (cf. artigo 46.º, n.ºs 3 e 4). Cf. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais...*, Vol. II, *op. cit.*, pp. 14-15.

<sup>185</sup> Além de outros expressamente qualificados como tal pela lei, são ainda valores mobiliários: *i*) os certificados; *ii*) as unidades de titularização de créditos; *iii*) os valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis; *iv*) os valores mobiliários convertíveis por opção do emitente; *v*) os valores mobiliários condicionados por eventos de crédito; *vi*) os valores de natureza monetária, designadamente as obrigações de caixa e o papel comercial. Cf. MORAIS, JORGE ALVES e JOANA MATOS LIMA, *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, Quid Juris Editora, Lisboa, 2015, p. 25-26.

<sup>186</sup> No entendimento de PAULO CÂMARA, *Manual...*, *op. cit.*, pp. 94-96, a dificuldade em reconduzir o conceito de valor mobiliário a um conceito unitário deve-se: *i*) à polissemia do conceito, dado que em textos nacionais e estrangeiros, é comum verificar-se o emprego de formulações do conceito com significados diferentes; *ii*) a inovação financeira, por ser um catalisador de uma crescente diversificação dos tipos de valores mobiliários; *iii*) as influências anglo-saxónicas do direito dos valores mobiliários, por perfilharem um conceito deliberadamente amplo de valor mobiliário, para escapar a abordagens definitórias que venham a ser ultrapassadas pelas práticas dos mercados; e, *iv*) as influências do direito europeu que, nas múltiplas Diretivas acerca dos valores mobiliários não fixa um conceito, o que gera um défice de referência.

terá a natureza de valor mobiliário sempre que constitua um documento<sup>187-188</sup> representativo de situações jurídicas homogêneas<sup>189</sup>, suscetíveis de transmissão em mercado<sup>190</sup>.<sup>191</sup> Vigora, assim, uma

---

<sup>187</sup> A natureza documental do valor mobiliário afasta deste universo as participações sociais das sociedades por quotas que, por não poderem ser representadas por títulos (cf., artigo 219.º, n.º 7 do CSC), não constituem valores mobiliários. Sendo um documento, o valor mobiliário apresenta-se como uma coisa, suscetível de ser objeto de situações jurídicas, no quadro do conceito amplo previsto no artigo 202.º, n.º 1 do CC. Por força do artigo 46.º do Código, os valores mobiliários são *escriturais* (se representados por registos em conta) ou *titulados* (se representados em papel), sendo admissível a conversão de forma (*i.e.*, um valor mobiliário originariamente escritural pode converter-se em titulado, e vice-versa – cf., artigos 48.º-50.º). Por sua vez, em termos de modalidades, até à publicação da Lei n.º 15/2017, de 3 de maio, poderiam ser *nominativos* ou ao *portador*, conforme o emitente tivesse ou não a faculdade de conhecer a todo o tempo a identidade dos titulares – cf. artigo 52.º CVM. Atualmente, atenta a nova redação do artigo, apenas são admitidos valores mobiliários *nominativos*.

<sup>188</sup> A forma de representação do valor mobiliário desempenha uma função probatória e de legitimação para o exercício de direitos, permitindo assegurar a proteção dos terceiros de boa fé, que com a posse do documento ficam legitimados para exercer o direito, facilitando-se a circulação. Paraphrasing ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais...*, Vol. II, *op. cit.*, p. 11, “o que circula não é o direito incorporado, mas o documento de legitimação para o seu exercício. Podem, portanto, surgir discrepâncias entre a legitimação e a titularidade do direito, as quais são, em princípio, resolvidas a favor do possuidor legitimado do documento.”, por ser este quem tem legitimidade para exercer o direito mencionado no documento. Nos valores titulados, essa posse comprova-se pela detenção do título ou certificado passado pelo depositário dos valores titulados (cf. artigo 104.º, n.º 1), e pelo certificado do registo dos valores escriturais (cf. artigos 78.º, n.º 1 e 2, e 83.º), regendo o princípio da prioridade do registo (cf. artigos 69.º, n.º 2 e 75.º). De igual modo, nos valores escriturais, o registo faz presumir que o direito existe e pertence ao titular da conta nos precisos termos e por ordem dos respetivos registos, sendo certo que essa presunção poderá ser ilidida perante a autoridade de supervisão ou por iniciativa desta, sempre que esteja em causa o cumprimento de deveres de informação, de publicidade ou de lançamento de oferta pública de aquisição (cf. artigos 69.º, 74.º e 75.º). O registo não é, todavia, público: as entidades registadoras só são obrigadas a prestar informações aos titulares dos valores registados e à sociedade emitente, para além da CMVM e do Banco de Portugal (cf. artigos 85.º e 86.º). Além disso, caso, eventualmente, exista retificação do registo, esta não afeta direitos de terceiros de boa fé, (cf. artigo 79.º, n.º 2), sem prejuízo da responsabilidade da entidade gestora (cf. artigo 87.º) e da entidade gestora do sistema centralizado (cf. artigo 94.º). Neste quadro, o valor mobiliário corresponde a uma representação de situações jurídicas, e não um direito, *i.e.*, não é uma posição jurídica, mas o documento de legitimação ativa e passiva para o seu exercício, conforme se depreende da análise ao regime jurídico dos valores mobiliários, nomeadamente os artigos 55.º, 56.º e 58.º do CVM. Os valores mobiliários são, portanto, documentos representativos de direitos, quer se trate de suporte em papel, quer magnético (cf. artigo 46.º do CVM). Não acompanhamos, assim, CÂMARA, PAULO, *op. cit.*, p. 109, quando sufraga o valor mobiliário como “posição jurídica fungível representada”.

<sup>189</sup> À exigência de representação de situações jurídicas homogêneas, *i.e.*, valores emitidos em massa, inere a homogeneidade dos direitos representados através de valores mobiliários. Daqui decorre o conceito de categoria, que se reconduz ao conjunto de valores mobiliários de características idênticas, representando, como é de prever, posições jurídicas homogêneas. Os critérios gerais de homogeneidade são determinados pelo artigo 45.º do CVM, no sentido de que os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes. Assim, dentro de cada

enumeração taxativa aberta, justificada pela desmaterialização da propriedade e consequente necessidade de assegurar alguma flexibilidade às necessidades dos agentes económicos, atuantes num mercado em que os valores mobiliários circulam como produtos financeiros.<sup>192</sup>

II. São entidades emitentes de valores mobiliários<sup>193</sup>, entre outras, as sociedades anónimas. Porém, essa emissão não se faz através da sociedade anónima tal qual regulada no Código das Sociedades Comerciais. Antes, a partir de sociedades anónimas *abertas*, que assumir-se-ão como as titulares dos valores mobiliários.

Vejamos.

Devido à natureza por essência transmissível das participações sociais das sociedades anónimas, e a inerente vocação das ações para circular no mercado, como veremos de seguida<sup>194</sup>, o Direito das sociedades comerciais e o Direito dos valores mobiliários apresentam uma vasta zona comum<sup>195</sup>. Donde, não é de estranhar, a sociedade anónima assume-se como a principal entidade

---

categoria, os valores mobiliários são fungíveis, passando a identificar-se pela classe a que pertencem, não sendo individualizáveis um por um. Donde, os valores mobiliários escriturais são desprovidos de número de ordem (que apenas é obrigatório para os titulados nominativos, de acordo com a alínea a), do n.º 1 do artigo 94.º do Código e a numeração não afeta a fungibilidade entre valores mobiliários titulados.

<sup>190</sup> Pese embora os valores mobiliários tenham que ser instrumentos financeiros suscetíveis de transmissão em mercado, nem todos são valores mobiliários, conforme resulta do artigo 2.º do CVM.

<sup>191</sup> Verificados estes requisitos, os instrumentos financeiros podem qualificar-se como valores mobiliários e ficarem sujeitos ao respetivo regime. Para maiores desenvolvimentos sobre os critérios tipológicos positivos do valor mobiliário, *vide* CÂMARA, PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, pp. 104-109 e 117-120; ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais...*, Vol. II, *op. cit.*, pp. 10-12.

<sup>192</sup> Cf. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais...*, Vol. II, *op. cit.*, p. 10.

<sup>193</sup> Os emitentes, enquanto sujeitos do mercado, são os criadores dos valores mobiliários, aos quais é imputável a declaração de vontade que serve de impulso à emissão de valores mobiliários. A delimitação do universo dos emitentes impõe uma análise da capacidade para emissão de valores mobiliários, que é determinada pelo diploma regulador de cada tipo de valor mobiliário. Em Portugal, não se admite a emissão de valores mobiliários por pessoas singulares. Donde, por princípio, os emitentes são pessoas coletivas. A única exceção refere-se aos fundos de investimento mobiliário e imobiliário, em que o emitente não é pessoa jurídica, mas um património autónomo. Consequentemente, vigora um regime de tipicidade de emitentes de valores mobiliários típicos, na medida em que a capacidade deve ser reconhecida através de lei ou, no caso das obrigações, à luz do Decreto-Lei n.º 320/89, de 25 de setembro, através de autorização do Ministro das Finanças. Quanto aos valores mobiliários atípicos, o princípio da atipicidade impõe a delimitação dos emitentes a partir de integração de lacunas, com base no artigo 10.º do Código Civil – nesse sentido, *vide*, CÂMARA, PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, p. 236.

<sup>194</sup> *Vide, infra*, p. 48.

<sup>195</sup> A distinção entre normativos societários e mobiliários deve aferir-se por critérios materiais. Ora, materialmente, o Direito das sociedades comerciais concentra-se na dimensão associativa e organizativa dos entes societários – cf., SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS, *op. cit.*, pp. 42-49.; já o Direito dos valores mobiliários ocupa-se, conforme avançamos *supra*, p. 40-41, do acesso, permanência e saída do mercado de sociedades comerciais ou outros emitentes, e do regime dos valores mobiliários.

emitente privada no mercado mobiliário, encarada como forma jurídica idónea a satisfazer as necessidades de financiamento da empresa e alicerce dos intermediários financeiros.<sup>196</sup>

Contudo, para emitirem no mercado, as sociedades anónimas necessitam de ter o seu capital social aberto ao investimento do público.

Nesse sentido, o Código dos Valores Mobiliários procedeu à autonomização<sup>197-198</sup> da figura das *sociedades anónimas de estrutura acionista aberta ao investimento do público*, regulando-as especialmente, por oposição às sociedades anónimas fechadas, tipificadas e disciplinadas no Código das Sociedades Comerciais.<sup>199</sup> Daqui resulta uma relação de especialidade: o regime mobiliário é especial em relação ao regime societário<sup>200</sup>.

Pese embora a sua regulação especial, a sociedade aberta não constitui um novo tipo societário, antes um *subtipo*, uma modalidade, de sociedade anónima. Objetivamente, a sociedade aberta tem a sua génese na sociedade anónima, sendo que a sua autonomização deve-se à necessidade de existir uma disciplina regulatória, atento o facto de acederem ao sistema financeiro, *maxime* ao mercado dos valores mobiliários, o que impõe a proteção dos acionistas atuais e dos (futuros) investidores<sup>201</sup>.

III. A aquisição da qualidade de sociedade aberta depende da verificação de um dos cinco pressupostos taxativamente previstos nas alíneas do artigo 13.º do CVM, dependentes da vontade da

---

<sup>196</sup> Como assinala CÂMARA, PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, p. 519, a sociedade anónima, enquanto tipo societário, foi sempre entendida como a forma jurídica apta a servir de base quer a empresas familiares quer a empresas de maior dimensão, atento o espaço de conformação estatutário e parassocial que lhe inere, o que a torna num tipo extremamente variável. De facto, olhando para o direito societário nacional, verificamos que, por força do artigo 278.º do CSC, existe um princípio de flexibilidade quanto à escolha do modelo de governo da sociedade, de entre os três modelos possíveis (clássico, alemão ou anglo-saxónico). Acresce, além disso, o facto de a reforma societária de 2006 ter concedido relevo à dimensão da sociedade anónima, que passou a ser tida em conta para afastar a aplicação do modelo de fiscalização clássico às sociedades de grande porte (cf., artigo 413.º, n.º 2 CSC).

<sup>197</sup> No nosso ordenamento jurídico, pese embora não se consignasse um conceito de sociedade aberta, as primeiras referências legislativas às sociedades abertas ao investimento do público surgiram a propósito do processo de constituição de sociedades através de subscrição pública (artigos 164.º e 165.º do CSC) e dos deveres de informação das sociedades com ações cotadas em bolsa (artigo 43.º do Decreto-Lei n.º 8/74, de 14 de janeiro).

<sup>198</sup> O primeiro Código dos Valores Mobiliários, de 1991, não continha um conceito de sociedade aberta. A consagração deste veio a ocorrer em 1999, por força do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, que aprovou o atual Código. *Vide*, sobre a evolução do tratamento legislativo do conceito de sociedade aberta no Código dos Valores Mobiliários, CÂMARA, PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, pp. 528-530.

<sup>199</sup> Para conhecimento da evolução e quadro geral da distinção entre sociedades abertas e sociedades fechadas ao investimento do público, *vide*, entre outros, CÂMARA, PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, pp. 523-528.

<sup>200</sup> Diferentemente, quanto aos valores mobiliários o regime societário é o especial, por apresentar particularidades dos valores acionistas em relação aos valores em geral.

<sup>201</sup> Cf. ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais...*, Vol. I, *op. cit.*, p. 539.

sociedade emitente<sup>202</sup>, e automaticamente operativos<sup>203</sup>: *i)* a constituição da sociedade através de oferta pública de subscrição (alínea a)); *ii)* a emissão de ações ou valores equiparados através de oferta pública (alínea b)); *iii)* a admissão de ações ou valores equiparados à negociação em mercado regulamentado (alínea c)); *iv)* a realização de oferta pública de venda ou de troca em quantidade superior a 10% (alínea d)); e, *v)* a constituição a partir de cisão ou fusão de uma sociedade aberta (alínea e)).<sup>204</sup> O legislador não esclarece, todavia, qual o momento determinante para a aquisição da qualidade de sociedade aberta. Nesse sentido, seguimos PAULO CÂMARA, quando afirma, “[t]al ocorrerá no momento do apuramento, com êxito de resultados de oferta de distribuição, do registo de fusão ou cisão ou da admissão à negociação em mercado”<sup>205</sup>.

A todos aqueles pressupostos inere o elemento comum da abertura do capital ao investimento do público<sup>206-207</sup>, o qual pode ser subscrito ou adquirido por este, direta ou indiretamente, desde que

---

<sup>202</sup> A vontade da sociedade emitente: *i)* no caso da *alínea a)* revela-se a partir da deliberação da assembleia de fundadores; *ii)* no caso das *alíneas b)* e *e)* resulta de deliberação da assembleia geral; *iii)* no caso da *alínea c)*, da apresentação do pedido de admissão à negociação de ações ou valores mobiliários equiparados. Já no caso da *alínea d)*, deparamo-nos com um critério de aquisição da qualidade de sociedade aberta determinado pelos sócios: aqueles que detenham, pelo menos, 10% das ações ou 10% dos valores mobiliários que dão direitos à aquisição de ações, através do lançamento de uma OPA, têm ao seu alcance a possibilidade de modificar o estatuto da sociedade, tornando-a aberta ao investimento do público, pese embora o mesmo seja mitigado por força do n.º 2, quando determina a possibilidade de os estatutos da sociedade poderem impor a necessidade de deliberação da assembleia geral.

<sup>203</sup> A aquisição da qualidade de sociedade aberta opera automaticamente, bastando a verificação de uma das situações previstas no artigo 13.º. Assim, do estatuto de sociedade aberta resulta uma eficácia que não depende de uma declaração judicial ou administrativa.

<sup>204</sup> Além deste leque de situações, o CIRE, desde 2004, passou a considerar sociedades abertas aquelas que, em resultado de um plano de insolvência, tenham os seus créditos convertidos em capital da sociedade insolvente ou de uma nova sociedade, quando os credores não tenham consentido na conversão (cf. artigo 203.º CIRE).

<sup>205</sup> Cit. in. CÂMARA, PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, p. 543.

<sup>206</sup> Por público deveria entender-se um conjunto heterogéneo de sujeitos não identificados. Todavia, uma oferta é qualificada como pública, mesmo se dirigida a destinatários identificados, se igualar ou exceder o número de cento e cinquenta pessoas (cf. artigo 109.º, n.º 3, alínea c) CVM). Na Doutrina, reconhece-se ser compreensível esta adaptação do conceito, na medida em que, o que se pretende proteger não é, somente, o público anónimo, mas o investidor não qualificado ou não profissional. Donde, se a oferta se dirige a um conjunto considerável de investidores, que não detêm conhecimentos no domínio do direito mobiliário, devem ser especialmente protegidos. Cf. SILVA, PAULA COSTA E, *Sociedade aberta, domínio e influência dominantes*, RFDUL (sep.), Vol. XLVIII, n.ºs 1 e 2, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 39-66 (43).

<sup>207</sup> Os investidores diferenciam-se em *institucionais* e *não institucionais*. São investidores institucionais: *i)* as instituições de crédito (bancos); *ii)* as empresas de investimento; *iii)* as empresas de seguros; *iv)* as instituições de investimento coletivo e respetivas entidades gestoras; *v)* os fundos de pensões e respetivas entidades gestoras; *vi)* os fundos de titularização de créditos, respetivas sociedades gestoras e demais sociedades financeiras previstas na lei; *vii)* as sociedades de titularização de créditos; *viii)* as sociedades de capital de risco, fundos de capital de risco e respetivas sociedades gestoras; *ix)* outras instituições financeiras autorizadas ou reguladas; e,

constituído por pessoas residentes ou com estabelecimento em Portugal (cf. artigo 13.º CVM). Pelo que, a característica fundamental da sociedade aberta é a existência duma estrutura acionista fragmentada, através da dispersão das ações representativas do seu capital social pelo público. Acresce o facto de poder assumir a natureza de sociedade cotada caso as suas ações negociem em mercado regulamentado, *i.e.*, uma sociedade aberta pode ser cotada ou não cotada: sendo cotada, terá sempre de ser aberta, pelo que a autonomia deste tipo societário passará, naturalmente, pela análise do tipo social sociedade aberta.

Tendo em consideração o objeto central da nossa dissertação, o *(re)agrupamento de ações*, interessam-nos, particularmente, as sociedades abertas emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral, por ser a estas que aquele mecanismo se destina, conforme enunciámos introdutoriamente. Todavia, por motivos de coerência expositiva, abstermo-nos, por ora, de analisar a figura da ação e os termos da sua negociação nos mercados regulamentados, remetendo para o capítulo II<sup>208</sup>. Isto porque, antes de o fazermos, impõe-se saber: porque motivo, afinal, uma sociedade anónima decide tornar-se aberta (e cotada)? Que interesse(s) preside(m) a essa opção? A resposta à questão pressupõe analisar a estrutura deste sub-tipo de sociedade anónima.

Cumpra-se aprofundar.

## 2.2. A “malha” de interesses nas Sociedades Anónimas Abertas e Cotadas perante a sua estrutura interna e externa

I. A sociedade anónima traduz o protótipo das sociedades de capitais, extremamente relevantes no funcionamento das economias, atenta a sua vocação para servir de estrutura jurídica à grande empresa<sup>209</sup>, por assentar num quadro organizativo de colaboração privada dirigido à congregação de capitais de diferentes tipos de investidores com finalidade lucrativa.

Num confronto com outros tipos societários, a sociedade anónima é marcada pela impessoalidade e limitação da responsabilidade, bem como pela incorporação das participações sociais em títulos transmissíveis, *i.e.*, ações, conforme veremos de seguida.

Além disso, é um tipo social elástico. Pode ser utilizado por empresas de pequena dimensão, fechadas, com um número reduzido de acionistas (no mínimo cinco – cf. artigo 273.º, n.º 1), ou por empresas de grande dimensão, abertas ao investimento do público, com muitos acionistas.

A opção entre uma sociedade anónima *fechada* e/ou uma sociedade anónima *aberta* depende das necessidades de financiamento, de eficiência e de competitividade. Quanto maior a sociedade, em

---

x) outras entidades, dotadas de uma especial competência e experiência relativas a valores mobiliários, que a CMVM qualifique, em regulamento, como investidores institucionais. Por seu turno, são investidores institucionais: i) os Estados; ii) as Regiões Autónomas; iii) os Bancos Centrais; e, iv) as instituições supranacionais.

<sup>208</sup> Nesse sentido, *vide, infra*, p. 68-73.

<sup>209</sup> Cf. SERENS, MANUEL, *Notas sobre a Sociedade Anónima*, 2.ª ed., Coimbra Editora, Coimbra, 1997, p. 8.

termos económicos e estruturais, mais recursos financeiros esta necessita de dispor para se manter solvente, eficiente e competitiva.

Precisemos.

II. A primeira forma de angariação de capitais pela sociedade anónima é através das entradas<sup>210</sup> realizadas pelos acionistas que dão origem às participações sociais, *i.e.*, às ações, que constituem capitais próprios da sociedade<sup>211</sup>, sob a forma de capital social.

A participação social é comumente definida como o conjunto unitário de direitos e obrigações atuais e potenciais do sócio enquanto tal, conjunto este que é designado pela lei portuguesa por *ação*, no caso das sociedades anónimas (cf. artigo 271.º), e *quota*, no caso das sociedades por quotas (cf. artigo 197.º, n.º 1).<sup>212</sup>

Tanto as *ações* como as *quotas* podem ser objeto de negócios jurídicos, designadamente translativos, *i.e.*, cujo principal efeito prático-jurídico querido pelas partes é, justamente, a transmissão da titularidade (propriedade) respetiva (*v.g.*, compra e venda, doação).

Todavia, se na sociedade por quotas, a cessão de quota depende do consentimento da sociedade (cf. artigo 228.º), podendo mesmo ser proibida pelo contrato de sociedade, na sociedade anónima, diversamente, este não pode excluir a transmissibilidade das ações nem limitá-la além do que a lei permitir (cf. artigo 328.º, n.º 1).

Consequentemente, não é de estranhar, são as *ações* que possuem uma aptidão para circular e, mais do que isso, para circular em mercados organizados, conforme veremos no capítulo seguinte.

---

<sup>210</sup> Nos termos do artigo 20.º, alínea a) CSC, é obrigação de todo o sócio entrar para a sociedade com bens suscetíveis de penhora ou, nos tipos de sociedade em que tal seja permitido, com indústria. Na sociedade anónima apenas são admissíveis entradas em dinheiro ou espécie (bens) e não em indústria (cf. artigo 277.º CSC). As entradas realizadas pelos acionistas, materializam-se no *capital social inicial* (a não ser que seja convencionado um prémio, caso em que os bens aportados superam o montante daquele), coincidente com o *património societário inicial*, *i.e.*, com os bens de que a sociedade poderá dispor para se constituir e movimentar no mercado em que se integra. Donde, os *capitais próprios* da sociedade são, inicialmente, formados pelos bens que integraram o capital social, sendo utilizados para suportar os custos da atividade da sociedade.

<sup>211</sup> Os *capitais próprios* são os meios de financiamento que têm origem nos detentores do capital social, correspondendo ao património líquido societário, formado exclusivamente à custa de bens de que a sociedade beneficie com carácter de estabilidade, apresentando carácter definitivo, *i.e.*, não são objeto de restituição, não têm prazo, não obrigam a pagamentos reguladores que possam gerar incumprimento e são reembolsados, sendo caso disso, após pagos os restantes credores. Já os *capitais alheios* equivalem aos meios de financiamento obtidos junto de terceiros detentores de capital, tem associados pagamentos regulares com um prazo de vencimento, sem direito ao reembolso. Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate...*, *op. cit.*, p. 39.

<sup>212</sup> A posição do titular da participação social não se exprime propriamente num direito sobre os bens sociais (ou num direito atual a esses bens), mas apenas no direito a uma fração dos benefícios (dividendos) resultantes da exploração deles (conforme o balanço anual) e a uma quota-parte do ativo restante, depois de pagos os credores, quando da liquidação da sociedade. Trata-se, assim, de um direito de natureza mobiliária, pese embora boa parte do património social, normalmente, consista em bens imóveis.

Tal aptidão revela-se, em especial, na forma de representação<sup>213</sup>, que a lei proíbe para as *quotas* (cf. artigo 219.º, n.º 7).

A razão para tal prende-se com a natureza *capitalista* das sociedades anónimas, por contraposição ao cariz tendencialmente *personalístico* da sociedade por quotas<sup>214</sup>.

Com efeito, nas sociedades por quotas: *i*) os sócios “são solidariamente responsáveis por todas as entradas convencionadas no contrato social” (artigo 197.º, n.º 1); *ii*) os direitos e obrigações que compõem cada quota podem ser “personalizados”, mormente através da criação de direitos especiais, que, inclusivamente, podem ser nominais e intransmissíveis (art. 24.º, n.º 3); *iii*) os “gerentes devem praticar os atos que forem necessários ou convenientes para a realização do objeto social, com respeito pelas deliberações dos sócios” (artigo 259.º); *iv*) não é vedado aos sócios que deliberem sobre matérias de gestão (cf. artigo 246.º). Já nas sociedades anónimas, diversamente: *i*) cada acionista limita a sua responsabilidade ao valor das ações que subscreveu (cf. artigo 271.º); *ii*) os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de ações e transmitem-se com estas (cf. artigo 24.º, n.º 4); *iii*) sobre matérias de gestão da sociedade, os acionistas só podem deliberar a pedido do órgão de administração (cf. artigo 373.º, n.º 3), vigorando um princípio de independência da administração (cf. artigo 405.º).

Assim, ao contrário do que se verifica tendencialmente na sociedade por quotas, na sociedade anónima o contributo patrimonial do acionista para o exercício da atividade social é mais importante que o seu contributo pessoal. Ou seja, o fator capital prepondera, conduzindo a que o seu escopo seja, usualmente, a maior retribuição financeira possível daquele, do que propriamente o comando do exercício da atividade económica onde o acionista é investido.

É, precisamente, devido a isso que às ações inere, *retius*, tem de inerar, uma aptidão natural para circular, pois sem isso a sociedade anónima perderia o seu cunho capitalista de financiadora da grande empresa.<sup>215</sup> Em função disso, a ação surge, não raras vezes, como “mero” investimento, levando a que o acionista-investidor se afaste do acionista-empresário nos interesses e horizontes de investimento.

Ora, é a possibilidade de obter financiamento junto de aforradores ou investidores que leva a que uma sociedade anónima opte por tornar-se *aberta*, com dispersão do seu capital social ao investimento do público, conforme resulta do artigo 13.º do CVM, anteriormente analisado.

---

<sup>213</sup> Sem prejuízo de analisarmos com detalhe a figura da ação no capítulo seguinte, as ações devem ser representadas, ou por documentos em papel (ações tituladas), ou por registos em conta (ações escriturais) – cf. artigo 46.º, n.º 1 CVM.

<sup>214</sup> Caráter tendencialmente personalístico na medida em que, só perante cada sociedade concreta pode ser aferido, tendo em conta a flexibilidade conferida aos estatutos e a elasticidade deste tipo social. Na verdade, nada impede os sócios de regularem contratualmente a transmissão de quotas ou a maioria relativa à alteração dos estatutos.

<sup>215</sup> Diversamente, na sociedade por quotas, em virtude da estrutura tendencialmente personalística e da maior intensidade dos deveres que recaem sobre os sócios, as participações sociais têm uma menor vocação para circular, verificando-se maiores dificuldades de saída da sociedade (cf. artigo 228.º), o que conduz à previsão de um regime de exoneração e de exclusão do sócio (cf. artigos 240.º e ss.).

Na verdade, inserindo-se num circuito financeiro, na interligação entre aforro e investimento, a sociedade aberta ao investimento do público permite a recolha massificada de poupanças, ao colocar em contacto agentes excedentários (aforradores) e deficitários (empresas), transformando capital de poupança, de curto prazo, em capital empresarial, de longo prazo. Para tal, emitem ações através de ofertas públicas de subscrição (OPS).

Neste contexto, por um lado, as ofertas públicas de subscrição permitem à sociedade aberta captar uma miríade de pequenos aforradores ou investidores, dispostos a aplicar as suas poupanças, através da subscrição do respetivo capital social no momento da sua emissão (mercado primário).<sup>216</sup>

Todavia, as ofertas públicas de subscrição não têm apenas por finalidade a dispersão do capital social pelos investidores. Visam, igualmente, a negociação das ações em mercados regulamentados, embora o não impliquem necessariamente, na medida em que, a admissão nesses mercados resulta de uma opção da própria sociedade, conforme veremos<sup>217</sup>.

Assim, além de aberta, a sociedade anónima pode ser cotada em mercado regulamentado, o que permite obter financiamento através de capitais próprios de forma (ainda) mais alargada<sup>218</sup>, através da negociação em mercado secundário das suas ações.<sup>219</sup> Com isso, a sociedade aberta e cotada consegue captar capitais próprios, alargando as suas fontes de financiamento e aumentando a liquidez. E, não menos relevante, reduz a dependência do capital gerado internamente, do financiamento externo, do financiamento por capital de risco, entre outros. Onde, conforme veremos no capítulo seguinte, da perspetiva do investidor, as ações assumem-se como produtos financeiros, *i.e.*, valores mobiliários representativos de uma participação social numa sociedade anónima, com aptidão circulatória.

III. Estruturalmente, a sociedade aberta, e dentro desta a cotada, é complexa.

*Internamente*, mercê da dispersão das ações pelo público, existe a possibilidade de uma minoria de acionistas conseguir reunir a posição de domínio sobre essa sociedade.

*Externamente*, a abertura da sociedade ao mercado regulamentado acarreta duas consequências: *i)* maior volatilidade a mudanças de controlo; e, *ii)* pressão sobre o desempenho.

Analisemos, sucessivamente, essas duas dimensões.

---

<sup>216</sup> A par da oferta das ações à subscrição pública oferece, poderá ocorrer uma colocação privada. Nesta, verifica-se a oferta de ações (ou outros valores mobiliários) por um intermediário sem recurso a uma oferta pública, sendo a venda feita a um pequeno número de investidores institucionais. A opção por uma colocação privada traz vantagens, entre as quais se destaca: *i)* a redução de custos e tempo, visto que é mais demorado e dispendioso o lançamento de oferta pública; *ii)* a redução dos riscos de responsabilidade, em virtude da não obrigatoriedade do prospeto; *iii)* a possibilidade de empresas menos conhecidas não necessitarem de fazer uma oferta a um público disseminado; e, *iv)* a manutenção de uma estrutura homogénea, que apoie a administração, aspeto que não se consegue assegurar totalmente no caso da oferta pública.

<sup>217</sup> Vide, *infra*, nesse sentido, p. 68.

<sup>218</sup> Vide, *infra*, sobre a negociação de ações em mercados organizados, pp. 68-73.

<sup>219</sup> Cf. ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os Instrumentos Financeiros*, 3.<sup>a</sup> ed., Almedina, Coimbra, 2017, pp. 101-102.

III-A. A configuração societária da sociedade aberta revela, em virtude da dispersão do capital, diferentes relações de poder a nível interno, com a conseqüente intensificação do problema da agência<sup>220</sup> e dos inerentes conflitos de interesses.

Objetivamente, à dispersão das ações pelo público inere: *i)* a suscetibilidade de uma minoria de acionistas lograr reunir a posição de domínio sobre a sociedade; e, por conseguinte, *ii)* uma nítida contraposição entre os fornecedores de capital e as pessoas a quem incumbe a administração.

Assim, é evidente, constata-se uma separação entre a propriedade acionista e o controlo da mesma sociedade<sup>221</sup>, detido este apenas por uma minoria de participantes no capital social. Nesse sentido, nem todos os acionistas se encontram ligados à sociedade com interesse numa participação ativa na mesma, traduzida numa contribuição pessoal para a realização da atividade económica por aquela prosseguida. Acresce que, podendo a sociedade aberta ser cotada, caso as suas ações sejam negociados num mercado regulamentado, poderão alguns dos acionistas deter como seu interesse a valorização financeira daquelas, com mero intuito especulativo, ou, simplesmente, como forma de obtenção de um ganho (o chamado “lucro fácil”).

Consequentemente, surgem-nos problemas de agência *verticais*, na relação acionista-administrador, e *horizontais*, na relação entre acionistas (maioritários ou controladores e

---

<sup>220</sup> A teoria da agência explica, basicamente, que a divergência entre os incentivos do “agente” (*i.e.*, a pessoa que tem poder discricionário sobre algum aspecto do investimento do “principal” numa relação) face aos incentivos do principal constitui um “problema” do qual decorrem, necessariamente, “custos”, associados ao exercício de discricionarieidade pelo agente sobre os bens do principal. Este problema traduz-se na dificuldade inerente à motivação de uma pessoa para atuar no interesse de outrem, considerando os custos da celebração e cumprimento do contrato que titula essa atuação para as partes envolvidas, verificando-se, em geral, em todas as relações contratuais baseadas na assimetria de informação, na incerteza (probabilidade desconhecida) e no risco (probabilidade específica associada a cada resultado possível), dado que o principal não tem conhecimento suficiente sobre se, e em que medida, o contrato foi cumprido pelo agente. No âmbito das sociedades comerciais, são facilmente identificáveis dois problemas de agência: *i)* o que opõe sócios aos administradores da sociedade (“problema de agência dos gestores”); e, *ii)* o que opõe sócios controladores aos sócios minoritários. Sendo que, as relações de agência, os problemas e os custos a elas subjacentes situam-se no plano económico, sendo a sua análise e a perceção da sua existência independentes da conceção jurídica da sociedade, *i.e.*, não resultam de uma determinada conceção jurídica de sociedade, mas sim do facto de existir uma separação entre a qualidade de acionista e a competência para administrar a sociedade – Cf. MAIA, PEDRO, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, s. ed., FDUC, 2010, p. 780-784. Para maiores desenvolvimentos acerca do conteúdo da teoria e os problemas que lhe inerem ao nível das sociedades comerciais, *vide*, GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, pp. 21-55.

<sup>221</sup> *Vide*, sobre a origem e evolução da separação entre a propriedade societária e o controlo societário nas sociedades anónimas, GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, pp. 29-39.

minoritários<sup>222</sup>), particularmente intensos neste tipo de sociedade, atento o erigir de potenciais conflitos de interesses, os quais constituem o núcleo das questões relacionadas com o seu governo.<sup>223</sup>

Vejamos.

---

<sup>222</sup> A sociedade comercial atual, em especial a sociedade anónima, não apresenta um modelo unitário de sócio ou acionista. A tradicional separação entre acionista maioritário e minoritário deu lugar a múltiplas distinções, à luz da posição individual e dos interesses de cada sócio ou acionista em concreto. Assim, e seguindo a sistematização de OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, p. 50, é possível separar diversos modelos de sócio/acionista: *i)* controlador simples, *i.e.*, não se encontra envolvido empresarialmente noutras sociedades; *ii)* controlador com interesses empresariais externos, potencialmente conflitantes (controlo interempresarial); *iii)* minoritários passivos (*v.g.*, investidores individuais ou fundos de investimento), todos com múltiplos interesses individuais e diferenciados; *iv)* minoritários ativos, com propósitos não coincidentes.

<sup>223</sup> A realidade dos nossos dias vem revelando, todavia, novos atores no governo societário. Com efeito, se numa primeira fase, o estudo jurídico-económico do governo das sociedades (e dos problemas de agência a ele inerentes) centrava-se nos administradores e nas estratégias de combate ao desalinhamento dos respetivos interesses com os da sociedade e dos sócios (acionistas), o panorama societário do nosso século é muito mais abrangente. Na verdade, a perspetiva tradicional concentrada nos administradores deu lugar, numa 2.<sup>a</sup> fase, a uma nova centralidade: o papel dos sócios ou acionistas no governo das sociedades – primeiramente dos maioritários ou controladores, atento o risco de comportamentos abusivos em prejuízo das minorias; posteriormente, dos minoritários, fruto do risco de comportamentos abusivos (apesar da percentagem reduzida de capital detida, a formação de minorias de bloqueio ou o ilegítimo aproveitamento dos direitos que a lei lhe confere – *v.g.*, de caráter informativo –, são situações frequentes. Numa 3.<sup>a</sup> fase, assiste-se ao surgimento de outros atores, formalmente exteriores à sociedade, mas que sobre ela exercem um controlo equiparável ou mais intenso ao dos administradores ou outros controladores: os credores controladores e os investidores. Neste quadro, além dos conflitos de agência clássicos entre *principal-agente* (sócios e administradores) e *principal-principal* (entre acionistas maioritários e minoritários ou, entre diferentes acionistas minoritários com interesses e horizontes divergentes), a realidade societária atual denota outros: *i) conflitos de agência múltiplos (multiple agency conflicts)*, ligados à intervenção de intermediários dos investidores finais, que são tipicamente organismos de investimento coletivo (*v.g.*, fundos de investimento mobiliários e sociedades de investimento, fundos de capital de risco, fundos de pensões, entre outros) os quais detêm, muitas vezes, interesses de maximização imediata do valor da carteira não compatíveis com os interesses da sociedade no longo prazo, denotando uma preferência por estratégias de curto prazo; *ii) conflitos entre credores financiadores/investidores (outsiders) e administradores/acionistas (insiders)*, caracterizados por assimetrias informativas, pois estes têm informação privada sobre assuntos exógenos na altura da contratação, ao passo que aqueles não dispõem de meios para monitorizar comportamentos potencialmente capazes de afetar os seus investimentos, podendo verificar-se um *risco moral* (decorrente dos incentivos para a adoção consciente de comportamentos arriscados e prejudiciais ao credor); e, *iii) conflitos entre credores controladores (convolados em insiders) e acionistas*, nos casos em que, por força dos contratos celebrados, conseguem controlar a administração, com potencial prejuízo dos acionistas, situação especialmente frequente nos casos de *leveraged finance*, *i.e.*, de financiamento com fundos superiores aos considerados normais para a sociedade, gerando uma dívida superior e implicando um risco e custos mais elevado. *Vide*, para maiores desenvolvimentos, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, pp. 17-29.

*Verticalmente*, na relação acionista-administrador, a maior probabilidade de desvio entre o fim prosseguido pela sociedade e os atos praticados pelos seus representantes (os administradores) é uma realidade a reter.

Na verdade, a assimetria de informação é particularmente intensa<sup>224</sup>: pese embora, através do exercício dos seus direitos legais e contratuais o acionista possa obter mais informação, dificilmente atinge o mesmo nível de informação dos administradores, na medida em que estes analisaram todos os factos considerados relevantes para decidir sobre a melhor opção para a sociedade perante uma situação concreta. Impor-se-á, assim, uma dificuldade real de os acionistas determinarem se os administradores cumpriram efetivamente as suas obrigações para com a sociedade. Sendo que, do não cumprimento pontual dessas obrigações poderá nascer um conflito de interesses ou um aproveitamento dos recursos da sociedade de forma não totalmente compatível com os interesses da sociedade (v.g., situações de sobre-investimento, excesso de endividamento ou assunção excessiva de risco), com os custos de ineficiência, em ambos os casos, a ser suportados pelos acionistas, sempre que o não sejam pelos credores específicos (as contrapartes da sociedade em relações contratuais determinadas).<sup>225</sup>

Consequentemente, quanto maior for a separação entre a propriedade e o controlo da sociedade, resultante da dispersão do capital social e da concentração da administração, maior será a dificuldade de os acionistas poderem exercer suficiente pressão sobre a administração, para que esta seja o mais diligente possível na prossecução do “interesse da sociedade”, controlando a sua tendência natural para prosseguir interesses pessoais, *i.e.*, maximizar o seu bem-estar em prejuízo dos interesses da sociedade, e fiscalizando a conduta de todos os seus subordinados. No limite, a dispersão do capital implicará que os acionistas fiquem desprovidos do “poder de controlo” para determinar a conduta social, pese embora sejam os “proprietários da sociedade”.<sup>226</sup>

---

<sup>224</sup> Apesar de particularmente intensa, a assimetria informativa é justificada: *por um lado*, o facto de o acionista deter uma pequena percentagem do capital social, conduz, normalmente, a que considere o seu voto desnecessário e, por sua vez, não tenha um incentivo para analisar e votar os assuntos da sociedade com base em informação adequada; *por outro lado*, os custos associados à análise dos assuntos da sociedade são integralmente suportados pelo acionista que pretenda intervir na sociedade, independentemente da percentagem de capital social detida, o que constitui um incentivo ao afastamento face à administração e à passividade. Cf. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, pp. 40-41.

<sup>225</sup> Cf. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, pp. 39-40.

<sup>226</sup> No caso de estruturas de propriedade concentradas, o problema de agência entre principal e agente não se coloca, pois, tendencialmente, pelo menos um dos acionistas tem uma participação relevante que lhe permite exercer alguma pressão sobre a administração. Na verdade, a total alienação dos acionistas face à sociedade verificar-se-á no contexto de uma significativa dispersão do capital social, situação típica das grandes sociedades anglo-americanas, menos frequente no resto do mundo. Cf. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, p. 41. Surge, porém, um outro problema de agência: o risco de comportamentos oportunistas e de extração de benefícios privados, em prejuízos dos acionistas minoritários. De facto, a administração da sociedade terá uma tendência para maximizar tanto os seus interesses como os do acionista controlador, em prejuízo da sociedade, o que é dizer, dos acionistas minoritários.

*Horizontalmente*, na relação entre acionistas, a prevalência de um acionista controlador/maioritário<sup>227</sup> é bastante comum. A demonstrar este aspecto, o n.º 1 do artigo 187.º CVM, que impõe o dever de lançamento de Oferta Pública de Aquisição (OPA), quando um acionista supere o terço dos direitos de voto da sociedade aberta.

A presença de um acionista controlador acarreta custos de agência específicos para a sociedade, devido ao facto de poder apropriar-se de benefícios privados (*private benefits*), com custos partilhados por todos os acionistas<sup>228</sup>, gerando conflitos principal-principal, *i.e.*, entre acionistas majoritários e acionistas minoritários.<sup>229</sup>

Em compensação, porém, poderá trazer benefícios em termos de valor da empresa e de performance, devido aos incentivos que tem para monitorizar a administração, fruto do valor do seu investimento na sociedade e de não beneficiar da dispersão do seu risco através da diversificação dos seus investimentos, contrariamente aos pequenos investidores.<sup>230</sup> É certo que, em abstrato, e do ponto de vista legal, a influência direta deste tipo de acionista na condução da atividade social é tendencialmente nula, reduzida ao poder de nomeação e destituição dos administradores<sup>231</sup>. Todavia, em concreto, é inegável que esse poder atribuído ao acionista controlador a faculdade de influenciar e pressionar diretamente a administração e conduzir os destinos da sociedade, o que permite reduzir *i)* a margem da mesma para prosseguir os seus interesses pessoais<sup>232</sup> e *ii)* os custos associados ao

---

<sup>227</sup> Na Doutrina, há quem prefira o termo “controlador” ao termo “maioritário”. Nesse sentido, vide GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, p. 44, nota 157. Pela nossa parte, consideramos os dois termos equivalentes, na medida em que, como indica SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS, *Estrutura Associativa...*, *op. cit.*, p. 96, minoria é sinónimo de sócios (leia-se, acionistas) afastados do controlo da sociedade. Ou seja, maioria é quem controla a sociedade e os seus órgãos; minoria, quem não pode controlar.

<sup>228</sup> Cit. in. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, pp. 19-20.

<sup>229</sup> Na doutrina económica este conflito é designado como *controlling shareholder agency problema*, assumindo-se como o mais relevante problema do Direito das sociedades comerciais em mercados caracterizados por concentração de capital, como é o caso de Portugal. Ao invés, nos mercados caracterizados por dispersão do capital, nomeadamente o norte-americano e britânico, o tema das ofertas públicas de aquisição hostis é central. Cf. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, p. 44 e nota 156. O problema de agência do acionista controlador pode assumir diferentes configurações, a que correspondem diferentes formas de extração de benefícios especiais pelo acionista controlador. *V.g.:* *i)* a celebração de negócios com a sociedade fora das condições de mercado; *ii)* o uso em proveito próprio de bens da sociedade, no âmbito da ocupação de certos cargos sociais, sem aprovação pelos órgãos competentes como parte da sua remuneração; ou, *iii)* negócios relativos ao controlo da sociedade, como sejam fusões ou aquisições tendentes ao domínio total. Nos mercados desenvolvidos, a forma mais comum de extração é a celebração de contratos com a sociedade, diretamente ou através de entidades relacionadas, a partir dos quais é desviado valor da sociedade para o acionista. *Vide*, para conhecimento da diversidade de formas de extração, outros exemplos indicados em GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, p. 52-53 e nota 184.

<sup>230</sup> Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, pp. 19.

<sup>231</sup> Cf. SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS, *Estrutura Associativa...*, *op. cit.*, p. 192.

<sup>232</sup> No entanto, retenha-se, não é linear que a limitação da administração para prosseguir os seus interesses pessoais se traduza em maior eficiência na prossecução do interesse da sociedade, por nós entendido como o

problema de agência dos administradores, por permitir obter ganhos de eficiência ao nível da gestão, aspecto que aproveita a toda a sociedade e, indiretamente, aos demais acionistas, num quadro de benefícios partilhados (*shared benefits*)<sup>233</sup>. Além disso, a sua conduta poderá configurar-se como uma alternativa a outros mecanismos de governo societário, como os administradores independentes ou as aquisições hostis<sup>234</sup>.

III-B. Aos problemas interno-estruturais das sociedades abertas, juntam-se os externos.

Por um lado, o facto de uma sociedade aberta poder ser cotada, faz com que se torne mais permeável a mudanças de controlo acionista, mormente através do lançamento de ofertas públicas de aquisição (OPA's). Isto porque, com aquela abertura, o controlo societário, *i.e.*, a faculdade de administração da empresa, converte-se num bem suscetível de ser adquirido e transmitido, em virtude do princípio da livre transmissão das ações<sup>235, 236</sup>.

Por outro lado, verificam-se problemas de pressão sobre o desempenho, nomeadamente nas sociedades abertas com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. Na verdade, tendencialmente, fracos resultados societários levam os investidores à alienação das participações sociais e, por sua vez, à descida da cotação das ações, em resultado da diminuição da procura.

Neste quadro, na senda de certa doutrina, a sociedade aberta é a sociedade que se coloca no mercado de controlo acionista<sup>237</sup>, no qual “o princípio da liberdade de lançamento de ofertas públicas de aquisição acaba por ter uma função economicamente salutar, estimulando a optimização do desempenho das sociedades e dos titulares do órgão de administração. Quanto melhor o desempenho

---

interesse comum de todos os acionistas enquanto acionistas, nos termos precedentemente expostos, na secção anterior. De facto, conforme adverte GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, p. 45, “Perante a pressão exercida pelo sócio controlador, do qual depende para assegurar a continuidade do seu mandato à frente dos destinos da sociedade, não será de estranhar que a administração privilegie os interesses particulares deste sócio em prejuízo do interesse comum”.

<sup>233</sup> Cf. GOMES, JOSÉ FERREIRA, *op. cit.*, p. 54. Contudo, tais ganhos de eficiência na administração da sociedade dificilmente compensam os custos inerentes à manutenção de uma participação de controlo (*v.g.*, abdica dos benefícios da diversificação do investimento e suporta as despesas com a monitorização da administração). Isto porque, estes são suportados única e exclusivamente pelo acionista controlador, ao passo que aqueles aproveitam a todos os acionistas na proporção das suas participações. Daí que, segundo aquele Autor, economicamente falando, é justificável que o acionista controlador extraia determinados benefícios especiais da sociedade, de modo a compensar os custos suportados, o que implicará encontrar um eficiente equilíbrio entre os benefícios comuns decorrentes da fiscalização exercida pelo acionista controlador e os custos decorrentes da extração de benefícios especiais, sendo que os demais acionistas só serão prejudicados na medida em que os custos correspondentes àqueles benefícios superem os benefícios comuns decorrentes da fiscalização desenvolvida pelo acionista controlador. – Cf. *Ibidem*, p. 54.

<sup>234</sup> Cf. *Idem Ibidem*, p. 44 e nota 160.

<sup>235</sup> *Vide, infra*, p. 67-68.

<sup>236</sup> Cf. CÂMARA, PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, p. 531.

<sup>237</sup> Cf. PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, p. 532

societário, mais elevado será tendencialmente a cotação das ações e, em consequência, mais remota será a possibilidade de uma investida hostil.<sup>238</sup>

IV. Do exposto resulta claro, às sociedades abertas e, em especial, às cotadas, inere um conjunto de especificidades que justificam uma maior preocupação com a sua tutela e, naturalmente, a sua elevação a sub-tipo de sociedade anónima.<sup>239</sup>

Objetivamente, a existência de uma miríade de acionistas, tipicamente investidores, interessados na sociedade na estrita proporção das ações que são titulares e, sobretudo, na ótica da sua posterior alienação com lucro, traz um conjunto de especificidades ao governo das sociedades anónimas abertas, expressamente contempladas no CVM, e que justifica uma maior preocupação com a sua tutela, que se reflete em diversos traços de regime.<sup>240</sup>

De facto, a qualificação como sociedade aberta, impõe: *i*) a sujeição ao regime específico da aquisição da qualidade de sociedade aberta (cf. artigo 13.º CVM) e de perda dessa qualidade (cf. artigos 27.º a 29.º-A CVM); *ii*) a obrigatoriedade da menção dessa qualidade em todos os atos externos (cf. artigo 14.º CVM, sem prejuízo das restantes menções previstas no artigo 171.º do CSC); *iii*) o cumprimento do princípio da igualdade de tratamento dos titulares de valores mobiliários emitidos que pertençam à mesma categoria (cf. artigo 15.º CVM); *iv*) o cumprimento dos deveres de publicidade de participações qualificadas e de imputação de direitos de voto (cf. artigos 16.º, 17.º, 18.º e 20.º CVM); *v*) a necessidade de divulgação dos acordos parassociais (cf. artigo 19.º CVM); *vi*) o cumprimento das regras específicas aplicáveis às relações de grupo e de domínio, independentemente da localização da sede (cf. artigo 21.º CVM); *vii*) o cumprimento de regras especiais sobre assembleias gerais e deliberações (cf. artigos 22.º a 26.º CVM); e, *viii*) a sujeição a uma disciplina específica das deliberações sociais de oferta pública de aquisição obrigatória (cf. artigo 187.º CVM) e à partilha do prémio de controlo inerente à OPA obrigatória.

Caso a sociedade aberta seja cotada, outras imposições legais se verificam<sup>241</sup>, em acréscimo àquelas, a saber: *i*) dever de publicação integral de documentos de prestação de contas (cf. artigo 245.º CVM); *ii*) dever de auditoria às contas anuais e semestrais através de auditor registado na CMVM (cf. artigo 245.º, n.º 1, b) CVM); *iii*) dever de prestar informação sobre factos relevantes (cf. artigo 248.º do CVM); *iv*) requisitos independência dos membros da mesa da assembleia geral (cf. artigo 374.º-A, n.º 1 CSC); *v*) agravamento e inderrogabilidade da caução ou seguro de responsabilidade dos

<sup>238</sup> Cit. in. PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, p. 532

<sup>239</sup> Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo...*, *op. cit.*, pp. 33-34.

<sup>240</sup> Cf. *Idem* *Ibidem*, pp. 33-34. Para conhecimento detalhado do regime jurídico das sociedades abertas, *vide*, entre outros, CÂMARA, PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, pp. 536-560.

<sup>241</sup> Na doutrina há quem entenda que as especificidades da sociedade aberta e cotada fazem questionar até que ponto não estaremos na presença de um tipo social autónomo ou de um subtipo que assume um tal grau de autonomia que faça pôr em causa a aplicabilidade de algumas regras gerais do CSC. Nesse sentido, OLIVEIRA, MADALENA PERESTRELO DE, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, RDS, Ano VII, Coimbra, Almedina, 2015, p. 446.

administradores (cf. artigo 396.º, n.º 1 e 3 CSC); vi) proibição de modelo latino simples e obrigatoriedade da segregação de funções (cf. artigo 413.º, n.º 2, a) CSC); vii) exigência de independência de metade dos membros dos órgãos de fiscalização (cf. artigos 414.º, n.º 4 e 6, 423.º-B, n.º 4 e 5, e 444.º, n.º 2 e 6 CSC); e, viii) designação obrigatória de secretário e suplente (cf. artigos 446.º-A e 446.º-F CSC).

Todavia, quer se atenda à sua estrutura interna ou à sua estrutura externa, a verdade é que, a singularidade da sociedade aberta, *i.e.*, a abertura do seu capital acionista ao mercado, não permite, olhando para a realidade portuguesa, alterar a conceção de interesse adotada anteriormente: também aqui o “interesse da sociedade” corresponde ao interesse dos acionistas em modo coletivo. A separação entre a propriedade e o controlo, que inere à sociedade anónima aberta, não conduz à vigência de uma conceção *institucionalista* neste subtipo de sociedade anónima.

Vejamos.

*Por um lado*, a estrutura de propriedade dispersa da sociedade aberta faz emergir com particular intensidade conflitos de agência, fruto de a “malha de interesses” na sociedade anónima aberta ser maior que a existente na sociedade anónima fechada.

Na verdade, além dos interesses dos credores e dos trabalhadores, existem os interesses dos *investidores*, *i.e.*, dos potenciais acionistas que, por acompanharem a evolução da sociedade, são putativos adquirentes do controlo.

Porém, os eventuais futuros titulares de participações sociais constituem um universo à partida não definível. Os seus interesses em tornarem-se associados da sociedade, quer pela apetência em contribuir para o exercício de uma dada atividade económica, quer pela valorização financeira dos seus investimentos, não podem integrar o conceito de “interesse da sociedade”, pois assumem-se como uma mera expectativa.

Nesse sentido, segundo cremos, também as sociedades abertas (*e/não cotadas*), devem ser geridas tendo em vista a maximização do seu valor a longo prazo. Ou seja, devem ter por missão a criação duradoura de riqueza para os seus acionistas.

Isso não significa ignorar que, reafirmamos, além dos interesses dos acionistas, gravitem em torno das empresas múltiplos outros interesses justos e legítimos. Estando esses outros interesses protegidos por lei, por contratos específicos ou por uma opinião pública atenta, as sociedades devem promover o seu respeito de forma inequívoca.

Ora, ao nível das sociedades abertas, o CVM prevê um amplo quadro legal destinado a responder às necessidades do mercado e dos potenciais investidores, existindo, no caso das sociedades abertas admitidas à negociação em mercado regulamentado, acrescidos deveres de informação e transparência, conforme reproduzimos precedentemente.

*Por outro lado*, a conclusão pela vigência de uma conceção *institucionalista* nas sociedades abertas (*e/ou não cotadas*) apenas seria procedente se existisse uma efetiva separação entre a propriedade e o controlo da sociedade, traduzida na alienação dos acionistas face à condução da atividade social. Tal aspeto não se verifica no mercado de capitais português.

Efetivamente, o mercado português é um exemplo paradigmático de concentração do capital nas sociedades anónimas, com preponderância de *acionistas empresários* que, com a participação na

sociedade, procuram conduzir efetivamente os negócios sociais<sup>242</sup>, sendo manifesto o peso do poder empresarial do acionista controlador, enquanto “conduto-aplicador dos investimentos que lhe são confiados pela mais ou menos extensa mole dos outros sócios”<sup>243</sup>.

Mais, a diminuta expressão do nosso mercado bolsista<sup>244</sup>, demonstra, só por si, que o universo de sociedades cujo capital social poderia estar disperso por investidores é, também, reduzido. De acordo com o Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em 2014<sup>245</sup>, elaborado pela CMVM, em 31 de dezembro de 2014, “[a]s ações dispersas (free float) representavam, no final de 2014, em média, 24,3% do capital social das cotadas e 34,1% do capital social ponderado pela capitalização bolsista”, sendo que, “[u]ma pessoa singular ou coletiva exercia domínio nos termos do artigo 21.º do Cód.VM (i.e., controlava pelo menos 50% dos direitos de voto) em 24 das sociedades em análise. As posições de domínio variavam entre 50,0% e 94,7% e correspondiam, em média, a 67,1% do capital social destas sociedades e a 64,9% da respetiva capitalização bolsista.”.

Neste quadro, também nas sociedades abertas e cotadas os acionistas detêm um preponderante papel na conformação da sociedade: assumindo-se como subtipo de sociedade anónima, são extensíveis todas as disposições do CSC referentes à sociedade anónima em geral. Donde, também neste tipo societário são os acionistas que, coletivamente, através de deliberações suas: *i)* delimitam a conduta da administração; *ii)* nomeiam os membros do conselho de administração, podendo destituí-los e, no limite, responsabilizá-los; *iii)* promovem alterações ao contrato de sociedade; *iv)* desencadeiam a fusão, a cisão, a transformação e a dissolução da sociedade.

Igualmente, conforme veremos<sup>246</sup>, também o acesso ao mecanismo do (re)agrupamento de ações depende de intervenção da Assembleia Geral de Acionistas!

Concludentemente, cremos, a Assembleia Geral é o órgão responsável pelas mais importantes decisões estruturais na sociedade.

É certo que, aquela preponderância deve-se à existência de acionistas controladores. Contudo, conforme demonstrámos, a existência dum acionista controlador poderá trazer benefícios em termos de valor da empresa e de performance, devido aos incentivos que tem para monitorizar a administração, aspetos que aproveitarão a todos os acionistas.

Num parágrafo: a sociedade aberta e cotada serve o “interesse da sociedade”, o que é dizer, o interesse comum dos acionistas enquanto acionistas. À administração competirá promover-los, nos termos do artigo 64.º, n.º 1, alínea b) CSC, com base num fator de ponderação no conflito frequente

<sup>242</sup> Cf. SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS, *Estrutura Associativa...*, *op. cit.*, p. 28.

<sup>243</sup> Cit. in. *Idem* *Ibidem*, p. 29.

<sup>244</sup> Conforme referimos introdutoriamente, na nota n.º x, em 31 de dezembro de 2014 integravam a *Euronext Lisboa* 43 sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.

<sup>245</sup> Relatório disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosocietadescotadas/Documents/Relatório%20Governo%20Societades%202014.pdf>.

<sup>246</sup> Vide, *infra*, secção III, capítulo II, pp. 80-92, referente ao regime jurídico do (re)agrupamento de ações previsto no (novo) artigo 23.º-E do CVM.

entre os acionistas institucionais (interessados em incrementos da distribuição de dividendos no curto prazo), e outros acionistas (para quem a manutenção de uma boa saúde financeira da sociedade no longo prazo terá outra importância), na medida em que, conforme expusemos na secção anterior, ao lado do invariável e predeterminado “interesse da sociedade” (a obtenção de lucros através do exercício em comum de uma atividade), existirão vários interesses comuns a todos os acionistas, aptos para conseguir o fim social, que os acionistas escolherão e que a administração prosseguirá e concretizará.

## CAPÍTULO II

# O (RE)AGRUPAMENTO DE AÇÕES COMO MEIO DE FINANCIAMENTO E DE PREVENÇÃO DA PERDA DE QUALIDADE DE SOCIEDADE ABERTA

### Secção I <sup>247</sup>

## AS AÇÕES COMO INSTRUMENTO FINANCEIRO NEGOCIÁVEL

### 1.1. A polissemia do conceito de ação

Tradicionalmente, enquanto conceito jurídico, as ações são enquadradas, pela doutrina e jurisprudência, numa tríplice dimensão: *i)* como fração do capital social das sociedades anónimas e comanditárias por ações; *ii)* enquanto participação social ou socialidade, *i.e.*, medida da posição do acionista na sociedade; e, *iii)* no sentido de documento (título) que incorpora a condição de acionista e permite a sua transmissão.<sup>248-249</sup>

Salvo melhor juízo, a dimensão *societária* da ação como participação social é a mais acertada e adequada, em comparação com a dimensão *capitalística* e *representativa*.

Vejamos.

Por um lado, a conceção de ação como expressão do valor nominal ou contabilístico de uma parte social é extremamente redutora e inadequada à realidade dos nossos dias, por apenas traduzir parte da realidade objeto de análise, pese embora encontre suporte legal na letra do artigo 271.º do CSC<sup>250</sup>. Isto porque, existem ações que não partilham daquela característica, *i.e.*, não representam uma fração do capital.<sup>251</sup>

---

<sup>247</sup> Os artigos indicados sem menção de diplomas referem-se ao Código dos Valores Mobiliários (CVM).

<sup>248</sup> Sobre esta matéria, *vide*, entre outros, LABAREDA, JOÃO, *Das Acções das Sociedades Anónimas*, AAFDL, Lisboa 1988; ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os Instrumentos...*, *op. cit.*, p. 114 e ss.; ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, *Curso de...*, Vol. II, *op. cit.*, pp. 207-209, MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL e MARIA ELISABETE RAMOS, *As Participações Sociais*, in AAVV, *Estudos de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2010, 10.ª edição, p. 133 e ss.

<sup>249</sup> Não abordaremos a temática das ações próprias, *i.e.*, das ações detidas pela própria sociedade, existindo uma coincidência entre a entidade emitente e a entidade titular. Nesse sentido, remetemos para, entre outros, ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais...*, Vol. II, *op. cit.*, pp. 50-58.

<sup>250</sup> De acordo com o artigo 271.º do CSC, “[n]a sociedade anónima, o capital está dividido em ações”. No mesmo sentido se dispõe no artigo 465.º, n. 3, quanto às sociedades em comandita por ações.

<sup>251</sup> Assim é nas ações de fruição, conforme veremos *infra*, no ponto 1.2. Além disso, há quem na doutrina admita a possibilidade de emissão de ações representativas do património da sociedade. Nesse sentido, CUNHA, PAULO OLAVO, *op. cit.*, pp. 356-357. De facto, nalguns ordenamentos jurídicos, as ações podem representar o próprio património da respetiva sociedade emitente e não do seu capital social.

Por outro lado, a aceção da ação como documento, é hoje contrariada pela admissibilidade das ações escriturais<sup>252</sup>. Donde as ações não se corporizam necessariamente num título, o qual não vem a ser essencial à subsistência da qualidade de acionista.

Neste quadro, retenha-se o sentido de *ação-participação social*, i.e., situação jurídica complexa, formada por um conjunto complexo de situações jurídicas ativas e passivas (direitos e obrigações, bem como de ónus, expetativas, faculdades e sujeições) de que uma pessoa singular ou coletiva é titular, na qualidade de acionista de uma sociedade anónima, e da qual é indissociável<sup>253 254</sup>.

Mas não só.

Àquela tríplice dimensão semântica, junta-se uma quarta: a de *instrumento financeiro negociável no mercado de capitais*, fruto de a sociedade anónima constituir hoje um mecanismo fundamental de financiamento da grande empresa moderna com o capital aberto ao público investidor, conforme enunciámos na secção II do capítulo anterior. É neste sentido que a alínea a) do artigo 1.º do CVM adota a ação como valor mobiliário.<sup>255</sup>

Consequentemente, em qualquer dos sentidos, a ação representa a posição jurídica de acionista, que, legitima o exercício dos direitos sociais<sup>256</sup>, exprimindo “um direito de participação social autónomo, concedendo ao seu titular o direito de partilhar os resultados da sociedade e o de participar na formação das respectivas deliberações sociais”<sup>257</sup>. Todavia, se a qualidade de acionista nasce com a celebração do contrato de sociedade ou com o aumento do capital social (cf. artigo 274.º do CSC), o

---

<sup>252</sup> Vide, *infra*, quanto às modalidades de ações, ponto 1.2, p. 62.

<sup>253</sup> O princípio da proibição de pacto leonino denota a indissociabilidade das situações jurídicas que integram a participação acionista. Nos termos do artigo 22.º, n.º 3 (na esteira do artigo 994.º CC), é nulo o acordo por meio do qual se determine a exclusão de um sócio (acionista) da comunhão dos lucros ou a sua isenção da participação nas perdas da sociedade. Ou seja, são incompatíveis com a socialidade a exclusão do direito aos lucros e a isenção do dever de participar nas perdas. Donde, uma participação social não pode congrega apenas situações jurídicas ativas ou situações jurídicas passivas.

<sup>254</sup> Nesse sentido, participação social e direito social não são sinónimos. Isto porque, sendo aquela uma situação jurídica complexa (composta, portanto, por situações jurídicas ativas e passivas), tal significa que não pode ser entendida como direito subjetivo, no sentido de permissão normativa específica de aproveitamento de um bem: à condição de acionista, além da titularidade de certos direitos subjetivos (cf. artigo 21.º CSC), inerem determinados direitos e obrigações (cf. artigo 20.º CSC).

<sup>255</sup> As ações não se devem confundir com outros valores mobiliários típicos que podem a elas dar acesso, como é o caso das obrigações convertíveis e com direito de subscrição de ações (cf. art.º 365.º e 372.º-A CSC). Do mesmo modo, com as ações não se confundem os valores mobiliários atípicos, embora nominados, que as representam: é o caso dos certificados de depósito de valores mobiliários, i.e., instrumentos negociáveis representativos do registo ou depósito de ações emitidos pelas respetivas entidades depositárias (cf. art. 231.º/3).

<sup>256</sup> Cf., ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais...*, Vol. II, *op. cit.*, p. 32.

<sup>257</sup> Cit. in. CUNHA, PAULO OLAVO, *Aspetos críticos da aplicação prática do regime das ações sem valor nominal*, in PAULO DE TARSO DOMINGUES / MARIA MIGUEL CARVALHO (coord.), *Capital social livre e ações sem valor nominal*, Coimbra, Almedina, 2011, p. 139.

exercício dos direitos sociais inerentes à ação, assim como a sua negociação no mercado de capitais, encontra-se dependente da sua emissão.

Neste quadro, aferir das modalidades, das características e dos termos da emissão e titularidade das ações é o tópico que, necessária e sucessivamente, se impõe.

## 1.2. As modalidades e as características das ações e os termos da sua emissão e titularidade

I. Tendo em conta as suas várias dimensões – capitalística, societária e representativa – as ações encontram-se regulamentadas em vários diplomas. Fundamentalmente: *i)* nos artigos 298.º e ss. do CSC; *ii)* no CVM; e, *iii)* em vários diplomas legais avulsos (v.g., Decreto-Lei n.º 63.º-A/2016, de 23 de setembro, que cria o regime do reagrupamento de ações, objeto do nosso estudo).

Por sua vez, em abstrato, podem assumir diversas modalidades, tendo em conta *i)* os direitos atribuídos aos respetivos titulares, *ii)* o modo de representação externa, ou, *iii)* a sua circulação.

Analisemos, sucessivamente, cada um desses critérios.

II. Tomando por referências os direitos e deveres inerentes às ações, é possível dividir estas em *i)* ações ordinárias e, *ii)* ações especiais.

As ações ordinárias configuram a situação típica de acionista, investindo o respetivo titular nos direitos e obrigações comuns ou ordinários inerentes à qualidade de acionista.<sup>258</sup>

As ações especiais, por seu turno, conferem ao titular determinados direitos e/ou obrigações especiais, nos termos previstos nos estatutos sociais, e poderão ser: *i)* privilegiadas, se conferirem um direito especial; *ii)* diminuídas, sempre que encerrem uma obrigação especial; ou, *iii)* mistas, sempre que combinem a atribuição de direitos e obrigações especiais. E, igualmente, poderão corresponder a modalidades típicas, previstas diretamente pelo legislador, ou a modalidades atípicas, resultantes da criatividade dos acionistas.<sup>259</sup> Constituem modalidades típicas de ações especiais, entre outras<sup>260</sup>: *i)* as

---

<sup>258</sup> Trata-se um acervo de direito e deveres, de natureza patrimonial (v.g., direito aos lucros, obrigação de entrada) e organizativa (v.g., direito de voto, direito de informação, entre outros), genericamente referidos nos artigos 20.º e ss. e 285.º e ss. do CSC.

<sup>259</sup> Nesse sentido, as ações especiais podem encerrar direitos e obrigações típicas especiais ou posições jurídico-societariamente atípicas. V.g., constituirá uma categoria especial de ações: *i)* a que sujeita os seus titulares a determinadas limitações em matéria de transmissibilidade (seja ao consentimento da sociedade ou da preferência dos demais acionistas), ou; *ii)* a que concede aos seus titulares uma isenção especial a blindagens estatutárias em matéria de transmissão. Cf. ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os Instrumentos...*, op. cit., p. 103, n. 206.

<sup>260</sup> São igualmente ações especiais: *i)* as ações setoriais (tracking stocks, que atribuem aos respetivos titulares um direito especial aos lucros indexado aos resultados de uma sociedade-filha ou de um determinado setor de atividade económico particular da sociedade emitente; *ii)* as ações douradas, detidas pelo Estado ou outras pessoas coletivas de direito público que, no quadro da prossecução do interesse público, atribuem àqueles o direito de veto em deliberações da assembleia geral relativas a determinadas matérias tipificadas nos estatutos sociais,

*ações preferenciais sem voto*<sup>261</sup> (cf. artigos 341.º e ss. do CSC); *ii) as ações preferenciais remíveis*<sup>262</sup> (cf. artigo 345.º do CSC); e, *iii) as ações de fruição*<sup>263</sup> (cf. artigo 346.º do CSC).

Caso as ações compreendam direitos iguais, formarão uma categoria (cf. artigo 302.º CSC e artigo 45.º CVM), podendo uma sociedade anónima não emitir ações ordinárias, mas apenas duas ou mais categorias especiais de ações<sup>264 265</sup>. Com exceção das ações ordinárias, os titulares de cada categoria de ações reúnem-se e deliberam em assembleias gerais especiais de acionistas, que funcionam nos mesmos termos das assembleias gerais (cf. artigo 389.º, n.º 1 e 3 do CSC). E, sempre que a lei exija maioria qualificada para uma deliberação da assembleia geral, igual maioria é exigida para a deliberação das assembleias especiais sobre o mesmo assunto (cf. artigo 389.º, n.º 2 do CSC).

Sejam quais forem os direitos e deveres que incorpore, a ação, como valor mobiliário, pode ser representada<sup>266</sup> através: *i) do seu registo em conta; ou, ii) de documento. Assim, poderá assumir-se i)*

---

independentemente do montante do capital detido; e, *iii) as ações geminadas, i.e., que ligam as ações de duas ou mais sociedades anónimas para efeitos da respetiva negociação, de tal modo que nenhuma delas pode ser transmitida autonomamente. Vide, para maiores desenvolvimentos, ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os Instrumentos...*, *op. cit.*, pp. 106-107.*

<sup>261</sup> As *ações preferenciais sem voto* constituem uma categoria especial típica de ações, que atribuem aos respetivos titulares um direito prioritário ou até majorado (quinhão comparativamente superior ao dos demais sócios) ao dividendo, bem como um direito ao reembolso prioritário do capital em caso de liquidação, em contrapartida da privação do direito de voto – cf. artigo 341.º, n.º 1 e 2 do CSC. Sobre o regime das ações preferências sem voto *vide*, ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais...*, Vol. II, *op. cit.*, pp. 44-48.

<sup>262</sup> As *ações remíveis* são ações privilegiadas que ficam sujeitas à respetiva remissão em data futura determinada ou determinável. São dotadas de um privilégio de natureza patrimonial (*v.g.*, dividendo prioritário), sujeitando os titulares ao seu reembolso, em data fixada nos estatutos sociais ou a determinar mediante deliberação da assembleia geral. Sobre o regime das ações preferências sem voto *vide*, *Idem Ibidem*, pp. 48-49.

<sup>263</sup> As *ações de fruição* são ações diminuídas e, ao contrário das outras modalidades de ações, não têm de estar previstas nos estatutos, resultando de uma deliberação de amortização de ações ordinárias com reembolso do valor nominal e sem redução do capital social. Consequentemente, caracterizam-se pelo facto de serem antecipadamente reembolsadas. Efetuado o reembolso do capital subscrito pelos acionistas, estas ações passam a reger-se por um regime jurídico específico (cf. artigo 346.º do CSC), nos termos do qual: *i) só compartilham os lucros de exercício, juntamente com as outras, depois de a estas ter sido atribuído um dividendo, fixado no contrato de sociedade ou, na falta dessa estipulação, igual à taxa de juro legal; ii) só compartilham do produto de liquidação da sociedade juntamente com as outras, depois de a estas ter sido reembolsado o valor nominal. Sobre o regime das ações preferências sem voto vide, Idem Ibidem*, pp. 49-50.

<sup>264</sup> O regime jurídico das categorias especiais de ações é complexo, sendo de destacar que, por força do artigo 227.º, alínea c) do CSC devem constar expressamente dos estatutos sociais. Além disso, as posições jurídico-societárias especiais que incorporam são prerrogativas da própria categoria, e não dos acionistas individualmente considerados, sendo assim insuscetíveis de transmissão autónoma face das ações da respetiva categoria (cf. artigo 24.º, n.º 4 CSC).

<sup>265</sup> Cf. ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os Instrumentos...*, *op. cit.*, p. 104.

<sup>266</sup> *Vide supra*, acerca das formas de representação dos valores mobiliários, p. 43, n. 187.

escritural<sup>267</sup>, quando são objeto de registo informático em conta aberta em nome dos respetivos titulares) ou, *ii*) titulada<sup>268</sup>, se representada por títulos físicos – cf. artigo 46.º CVM.<sup>269</sup> Circulatoriamente, terá de ser, necessariamente, por força da recente Lei n.º 15/2017, de 3 de maio, nominativa<sup>270</sup>.

III. Independentemente das suas várias modalidades, qualquer ação é indivisível, *i.e.*, insuscetível de fracionamento (cf. artigo 276.º, n.º 6 CSC). Todavia, esta indivisibilidade circunscreve-se às participações sociais, não afetando os títulos que as representam.<sup>271-272</sup>

---

<sup>267</sup> As ações escriturais são inscritas em meros registos informáticos, em nome do respetivo titular, numa conta aberta junto do intermediário financeiro ou da sociedade emitente (cf. artigo 61.º e ss. do CVM). Foram introduzidas em Portugal pelo Decreto-Lei n.º 229-D/88, de 4 de julho e, posteriormente, consagradas pelo CMVM de 1991 que as elegia como forma de representação privilegiada. Justificam-se com a desmaterialização da propriedade e dificuldade em transferir o papel de carteira em carteira ao ritmo das transações. Até então, todas as ações eram representadas em papel e era necessária a sua apresentação para o exercício dos direitos inerentes.

<sup>268</sup> Os títulos podem representar uma ou várias ações (cf. artigo 98.º do CVM) e devem conter, para além da assinatura de um administrador e das informações indicadas no artigo 171.º do CSC, as menções elencadas no artigo 97.º do CVM: *i*) número de ordem; *ii*) quantidade de direitos representados no título e, se for o caso, valor nominal global; *iii*) identificação do titular.

<sup>269</sup> A opção da sociedade por uma daquelas formas de representação não é irreversível, a menos que os estatutos disponham o contrário. Pelo que, é admissível converter as ações tituladas em escriturais e vice-versa, com os custos dessa conversão a cargo da sociedade (cf. artigo 48.º do CVM): *i*) os valores mobiliários *escriturais* consideram-se convertidos em titulados no momento em que os títulos ficam disponíveis para entrega (cf. artigo 49.º, n.º 1); *ii*) os valores mobiliários *titulados* são convertidos em escriturais através de inscrição em conta, após o decurso do prazo fixado pelo emitente para a entrega dos títulos a converter (cf. artigo 50.º, n.º 1). Por não constituir uma matéria de gestão, nem se encontrar incluída na lista de poderes da administração (cf. artigo 406.º do CSC), a decisão de conversão é da competência da assembleia geral. Salvo se os estatutos dispuserem diversamente, esta poderá deliberar por maioria simples, na medida em que a conversão não consta do elenco de situações para as quais a lei exige maioria qualificada (cf. n.º 3 do artigo 386.º do CSC). A deliberação de conversão deverá ser publicada e registada (cf., respetivamente, artigos 48.º, n.º 2 e 3.º, alínea j) do CRC),

<sup>270</sup> Conforme referimos *supra*, p. 43 e n. 187, no âmbito da análise dos valores mobiliários em geral.

<sup>271</sup> A possibilidade de destaque dos direitos inerentes à ação conduz a que esta característica venha perdendo relevância, circunscrevendo-se aos direitos ditos políticos (*v.g.*, o direito à informação e o direito ao voto). Cf. CÂMARA, PAULO, *Manual...*, *op. cit.*, p. 129.

<sup>272</sup> Não deve confundir-se a indissociabilidade das situações jurídicas que formam a ação, em relação à condição de acionista, com as situações: *i*) de *cindibilidade*, que respeitam à possibilidade do destaque e autonomização dos direitos sociais inerentes à ação (cf. artigos 1.º/f) e 55.º/3), sem afetar o conteúdo da ação e a posição do acionista, pois a fonte desses direitos é, precisamente, a condição de acionista; *ii*) de *contitularidade*, relativa a ações que pertencem em compropriedade a várias pessoas (cf. artigos 7.º/3 e 303.º CSC e 57.º CVM); *iii*) de *concentração*, que respeita à unificação documental de uma pluralidade de ações tituladas (cf. artigo 98.º CVM); e, *iv*) de *reagrupamento*, que permite às sociedade com ações admitidas à negociação reagruparem-nas sem alteração do capital social, conforme veremos de seguida.

Assim, caso, nos termos do artigo 97.º, n.º 1, alínea b), um título seja representativo de várias ações, o princípio da indivisibilidade das ações não constitui qualquer impedimento a que o respetivo titular solicite a divisão do título à sociedade emitente, solução que, retenha-se, resulta do artigo 98.º.

Na verdade, se assim não fosse, a ação, como valor mobiliário, ver-se-ia “amputada” para circular e assegurar a liquidez nos mercados de capitais. Sendo que, conforme veremos na secção seguinte, o reagrupamento de ações é, a par do fracionamento, demonstrativo de que o princípio da indivisibilidade das ações apenas vigora perante a aceção da ação como participação-social, e não como valor mobiliário.

IV. Até à emissão das ações, transitoriamente, a sociedade poderá entregar aos acionistas títulos provisórios nominativos ou cautelas (cf. artigo 96.º), os quais substituem, para todos os efeitos, os títulos definitivos (cf. artigo 304.º, n.º 1 e 2 do CSC), sendo válidos por seis meses, após o que deverão ser substituídos por títulos definitivos<sup>273</sup> (cf. artigo 304.º CSC). Donde, as ações devem ser emitidas no prazo de seis meses a contar do registo definitivo da constituição da sociedade ou do aumento do capital social. O registo da emissão pode ser feito em suporte de papel ou informático, de acordo com os modelos e requisitos indicados na Portaria n.º 290/2000, de 25 de Maio. E, deverá conter, nomeadamente, os elementos elencados no artigo 44.º, n.º 1 do CVM.

V. A emissão de ações, como participação social, tem a sua origem na constituição da sociedade, através da outorga do ato constitutivo social (cf. artigo 7.º CSC), ou no aumento do seu capital social, através da subscrição de novas ações (cf. artigos 87.º e ss. CSC).<sup>274</sup>

Neste contexto, enquanto frações do capital da sociedade anónima, as ações possuem um *valor nominal*<sup>275</sup> (fixado nos estatutos sociais) ou, tratando-se de ações sem valor nominal<sup>276</sup>, um *valor de emissão*, fixado livremente pela sociedade, que, todavia, não pode ser inferior a 1 cêntimo, nos termos do n.º 3 do artigo 276.º CSC. Sendo subscritas mediante entradas em dinheiro ou bens (cf.

---

<sup>273</sup> Os títulos podem representar uma ou várias ações (cf. artigo 98.º CVM) e devem conter, para além da assinatura de um administrador e das informações indicados no artigo 171.º do CSC, as menções previstas nos n.ºs 1 e 2 do artigo 97.º do CVM: *i)* o número de ordem; *ii)* a quantidade de direitos representados no título e, se for o caso, o valor nominal global; e, *iii)* a identificação do titular.

<sup>274</sup> A emissão pode ocorrer, ainda, no contexto de determinadas operações de reorganização societária, *v.g.*: *i)* de  *fusão-constituição* ou  *fusão-incorporação* (seguida de aumento de capital da sociedade incorporante); *ii)* de  *cisão-simples* ou  *cisão-fusão*; *iii)* de  *transformação novatória* (de outro tipo social numa sociedade anónima); ou, *iv)* de  *plano de insolvência* (cf. artigo 198.º, n.º 2, b) e 4 do CIRE). Cf. ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os Instrumentos...*, *op. cit.*, p. 107-108, n. 218.

<sup>275</sup> O valor nominal surge nos estatutos (cf. artigo 272.º/a)).

<sup>276</sup> As ações sem valor nominal foram introduzidas no nosso ordenamento jurídico por força do Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio. Analisaremos esta figura *infra*, a propósito das insuficiências do regime das ações com valor nominal no financiamento das sociedades anónimas abertas e cotadas.

artigo 277.º, n.º 1 CSC), o valor dessa subscrição poderá ser superior<sup>277</sup> ou igual, nunca inferior, ao seu valor nominal ou de emissão, vigorando uma proibição de subscrição “abaixo do par” ou “abaixo da emissão” (cf. artigo 25.º e 298.º, n.º 1 CSC).

Assim, tendo em conta as dimensões da ação: *contabilmente*, o seu valor equivalerá ao montante do capital social a dividir pelo número de ações; *societariamente*, a participação social, e os correspondentes direitos e obrigações, corresponderá ao número de ações detidas, em nada sendo afetada pela ausência de valor nominal.

VI. Já a emissão das ações como valor mobiliário<sup>278</sup> ocorre somente depois do registo do contrato de sociedade, sendo sujeita a registo junto da sociedade<sup>279</sup> (cf. artigo 43.º do CVM), a fim de garantir um controlo quantitativo e qualitativo. Neste âmbito, rege um processo estruturado em diversas fases: *i)* deliberação de emissão pela entidade emitente; *ii)* divulgação da oferta/colocação das ações, diretamente pelo emitente ou através de intermediário (cuja intervenção é obrigatória quando obrigatório for o prospeto – cf. artigo 113.º CVM); *iii)* período de subscrição, em que são feitas as declarações de subscrição, sendo que se as ações forem escriturais, abrem-se as contas de subscrição; e, *iv)* emissão de títulos ou registo em contas individualizadas, no caso de ações escriturais, momento em que se consideram criados os valores mobiliários, no que nos interessa, as ações.

Por aquele registo não assegurar a circulação, existem sistemas obrigatórios de controlo, a fim de garantir a segurança, a simplicidade e celeridade do tráfico. Nesse sentido, por um lado, as ações escriturais estão necessariamente sujeitas a um sistema de controlo em registo individualizado (cf. artigo 61.º do CVM)<sup>280</sup>. Por outro lado, tanto as ações escriturais como as ações tituladas que estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado, são obrigatória e respetivamente integradas e

---

<sup>277</sup> Nesse caso, teremos um prémio de emissão ou de subscrição. Este exprime a diferença entre o valor com que o sócio (acionista) efetivamente entra para a sociedade (valor real da participação) e o valor nominal ou de emissão da participação. Trata-se, naturalmente, de uma diferença para mais, dado que, nos termos do artigo 25.º CSC, é proibida a emissão de ações com desconto. O prémio de emissão pode, assim, existir mesmo que a sociedade tenha ações sem valor nominal: nesse caso, calcula-se pela diferença entre o preço de subscrição efetivo e o preço de subscrição mínimo, que, por sua vez, toma como referência o valor do capital social de cada emissão (artigo 295.º, n.º 3 CVM). Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate...*, op. cit., pp. 64-66.

<sup>278</sup> Com ou sem valor nominal. Se com valor nominal, o seu valor: *i)* no caso de ações escriturais vem previsto no registo de emissão (cf. artigo 44.º/1/b) CVM) e no registo individualizado (cf. artigo 68.º/1 CVM); *ii)* no caso de ações tituladas, consta do título (cf. artigos 97.º/1 e 44.º/1/b) CVM).

<sup>279</sup> O registo da emissão pode ser feito em suporte de papel ou informativo de acordo com os modelos e requisitos indicados na Portaria n.º 290/2000, de 25 de Maio.

<sup>280</sup> Nos termos do artigo 61.º do CVM, o sistema de controlo em registo individualizado poderá consistir em: *i)* conta aberta junto de intermediário financeiro, integrada em sistema centralizado (cf. artigo 62.º); ou, *ii)* conta aberta junto de um único intermediário financeiro indicado pelo emitente (cf. artigo 63.º); ou, *iii)* conta aberta junto do emitente ou de intermediário financeiro que o representa (cf. artigo 64.º).

depositadas em sistema centralizado<sup>281</sup> (cf. artigos 62.º e 99.º, n.º 2, alínea a) do CVM).<sup>282</sup> Acresce, no caso das tituladas, a opção de depósito entre o sistema centralizado ou o intermediário financeiro, no caso de a emissão ou série ser representadas por um só título (cf. artigo 99.º, n.º 2, alínea b) do CVM).

VII. Emitidas as ações, a sua titularidade pode, em princípio, caber a qualquer pessoa singular ou coletiva, de direito privado ou público, nacional ou estrangeira. Sendo que, desde que sejam passíveis de negociação no mercado de capitais português, é indiferente se são emitidas por uma sociedade anónima ou em comandita por ações com sede em Portugal ou no estrangeiro (cf. artigos 13.º, n.º 1, alíneas b) a d) e 227.º e ss. CVM).

A titularidade das ações pode assumir diferentes vertentes: *i) simples* ou *contitular*, consoante tenham apenas único titular ou vários contitulares (cf. artigos 7.º, n.º 3 e 303.º do CSC e artigos 57.º e 68.º, n.º 1, alínea a) do CVM); *ii) originária* ou *superveniente*, caso resulte de subscrição no momento da respetiva emissão ou de posterior transmissão *intervivos* ou *mortiscausa*; *iii) direta* ou *indireta*, caso se trate de uma titularidade jurídico-formal em nome próprio ou, antes, uma titularidade fáctico-material obtida por intermédio de terceiros (cf. artigo 483.º, n.º 2 do CSC e artigos 20.º e 20.º-A do CVM); e, *iv) heterotitular* ou *autotitular*, nos casos em que as ações sejam detidas por terceiros ou pela própria sociedade, originando ações próprias (cf. artigos 316.º a 325.º-B do CSC).

Da titularidade das ações, enquanto valores mobiliários, há que distinguir a legitimidade. Conforme avançámos precedentemente<sup>283</sup>, a posse do título (cf. artigo 104.º, n.º 1) ou o registo em conta (cf. artigos 74.º, 78.º, 80.º e 105.º) é, em princípio, condição necessária e suficiente para o exercício dos direitos relativos às ações (legitimidade ativa – cf. artigo 55.º) e para cumprimento liberatório por parte da sociedade (legitimidade passiva – cf. artigo 56.º).

VIII. Inerente e subsequente à emissão de ações é a sua circulação e negociação/transmissão.

As ações são, em princípio, livremente negociáveis ou transmissíveis (cf. artigo 328.º, n.º 1 do CSC).<sup>284</sup> Esta é, assinala-se, a sua principal característica<sup>285</sup>. E, como valores mobiliários, constituem

---

<sup>281</sup> O sistema centralizado é o mais complexo, com exigentes necessidades de controlo e segurança. Nele existem, em princípio, quatro contas: *i)* de registo da emissão junto da sociedade; *ii)* de registo individualizada junto dos intermediários financeiros; *iii)* de controlo da emissão na entidade gestora do sistema centralizado; e, *iv)* de controlo das contas de registo individualizado, abertas pelos intermediários financeiros na entidade gestora do sistema – cf. artigo 91.º do CVM. À entidade gestora do sistema centralizado compete controlar que a soma das contas dos intermediários financeiros corresponda à conta do emitente (cf. artigo 92.º do CVM).

<sup>282</sup> Por força do artigo 105.º do CVM, as ações tituladas depositadas em sistema centralizado passam a ser quase valores escriturais e sujeitos ao regime deste.

<sup>283</sup> Vide, *supra*, p. 43, n. 188.

<sup>284</sup> Vide, acerca da transmissão das ações, LABAREDA, JOÃO, *op. cit.*, p. 227 e ss.

<sup>285</sup> O princípio geral de liberdade pode, todavia, sofrer limitações legais ou estatutárias. Encontramos limitações legais em sede de ações próprias (*v.g.*, artigo 317.º, n.º 2 do CSC) e de ações reciprocamente detidas (*v.g.*, artigo 485.º do CSC). Já as estatutárias verificar-se-ão, exclusivamente, no caso das ações nominativas, através das

uma técnica jurídica para permitir a sua circulação com facilidade e segurança e assegurar constante liquidez nos mercados de capitais, visto que “os valores mobiliários existem para circular, valem em grande medida porque circulam, criam mercado porque o fazem”<sup>286</sup>.

Ora, as ações tanto podem ser transmitidas de uma forma individualizada<sup>287</sup>, como circular em mercados organizados. Interessa-nos, particularmente, a negociação em mercados organizados, na medida em que, repetimos, o mecanismo do (re)agrupamento de ações destina-se às sociedades anónimas emitentes de ações admitidas à negociação naqueles mercados, conforme veremos *infra*<sup>288</sup>.

Concretizemos.

### 1.3. A negociação de ações em mercados organizados

I. Além de aberta, a sociedade anónima pode ser cotada ou não cotada, caso as suas ações sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado. Donde, nem toda a sociedade aberta é uma sociedade cotada, mas toda a sociedade cotada é uma sociedade aberta, na medida em que “a dispersão das ações não é consequência exclusiva da sua admissão à negociação, mas a admissão à negociação conduz a essa dispersão e justifica a atribuição da qualidade de sociedade aberta”<sup>289</sup>. Na verdade, a compra e venda de ações é possível dentro e fora<sup>290</sup> do mercado.

Assumindo-se como um meio para a obtenção de financiamento através de capitais próprios, os mercados regulamentados<sup>291</sup> são uma das formas organizadas de negociação de valores

---

designadas cláusulas de consentimento, de preferência, e de condicionamento de transmissão (cf. artigo 328.º, n.º 2 do CSC). Sobre estas cláusulas, *vide* MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, *Cláusulas do Contrato de Sociedade que limitam a transmissibilidade das ações: sobre os artigos 328.º e 329.º do CSC*, Almedina, Coimbra, 2006.

<sup>286</sup> Cit. in. VEIGA, ALEXANDRE BRANDÃO, *Transmissão de valores mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2004, p. 16.

<sup>287</sup> Neste contexto: *i*) tratando-se de ações escriturais, a transmissão faz-se por registo em conta (artigo 80.º CVM), sendo efetuado um débito na conta do alienante e um crédito na conta do adquirente, num quadro de transferência entre contas; *ii*) tratando-se de ações tituladas (nominativas), a transmissão faz-se por declaração escrita no título e registo no emitente ou intermediário financeiro que o represente (artigo 102.º CVM). *Vide*, para maiores desenvolvimentos, ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais...*, Vol. II, *op. cit.*, pp. 31-42.

<sup>288</sup> *Vide*, nesse sentido, secção II do presente capítulo, p. x

<sup>289</sup> Cit. in. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate...*, *op. cit.*, p. 93.

<sup>290</sup> A compra e venda de ações fora de mercado regulamentado opera em mercado de balcão (os OTC, over-the-counter), no qual as partes negociam diretamente entre si ou com intervenção de um intermediário financeiro.

<sup>291</sup> Os mercados regulamentados correspondem às bolsas de valores clássicas. O desenvolvimento tecnológico das últimas décadas conduziu a que as bolsas de valores, desenvolvidas inicialmente como espaços físicos de negociação sob a tutela pública, perdessem importância perante outros sistemas organizados de negociação, de natureza privada, com base em plataformas informáticas. Na verdade, a Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF) – Diretiva n.º 2004/39/CE, de 21 de abril, completada pela Diretiva n.º 2004/109/CE, de 15 de dezembro, e pelo Regulamento n.º 1287/2006, de 10 de agosto, alterou substancialmente o sistema e a organização dos mercados financeiros, numa perspetiva liberal, eliminando o conceito clássico de bolsa, como espaço físico, criando novas formas de negociação.

mobiliários, a par dos sistemas de negociação multilaterais<sup>292</sup> e da internalização sistemática<sup>293</sup>. Além disso, nos termos do artigo 199.º, são sistemas multilaterais operados e geridos por um operador de mercado, com a vantagem de permitirem ou facilitarem o encontro de vários interesses confluentes tendo em vista a celebração de contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação.

A transmissão das ações em mercado implica sempre a intervenção de um intermediário financeiro, que vai receber e transmitir as ordens. Assim, numa primeira fase, a da negociação, dá-se a transmissão da ordem ao intermediário financeiro, que a introduz em mercado, para, numa segunda fase, ocorrer a liquidação e compensação, ou seja, a transferência dos valores da conta do vendedor para a conta do comprador e a transferência dos pagamentos da conta do comprador para a conta do vendedor – cf. Título VI do CVM. Em certos casos, poder-se-á verificar a existência de uma contraparte central, que se interpõe nos negócios, apresentando-se como contraparte exclusiva dos participantes no sistema, aumentando a segurança na negociação (cf. artigo 268.º, n.º 1, b) do CVM).

II. Os mercados regulamentados e os sistemas de negociação multilateral são geridos por uma entidade gestora (cf. artigo 203.º CVM) que, para cada mercado regulamentado, deve aprovar regras transparentes e não discriminatórias, baseadas em critérios objetivos, que assegurem o bom funcionamento daquele (cf. artigo 209.º CVM).

A negociação em mercado regulamentado depende da formalização de um pedido de admissão<sup>294</sup>, apresentado à entidade gestora, que poderá ser formalizado, nos termos do artigo 233.º do CVM: *i)* pelo emitente; *ii)* por titulares de, pelo menos, 10% dos valores mobiliários emitidos, pertencentes à mesma categoria, se o emitente já for uma sociedade aberta; ou, *iii)* pelo Instituto de Gestão do Crédito Público, se se tratar de obrigações emitidas pelo Estado Português. Por sua vez, compete à entidade gestora decidir pela admissão dos valores mobiliários à negociação ou a sua recusa até 90 (noventa) dias após a apresentação do pedido, devendo a decisão ser notificada ao requerente (cf. artigos 234.º, 235.º e 205.º do CVM). Sendo certo que, só podem ser admitidos à negociação valores mobiliários cujo conteúdo e forma de representação sejam conformes ao direito que lhes é aplicável e que não tenham sido emitidos, em tudo o mais, emitidos de harmonia com a lei pessoal do emitente (cf. artigo 227.º, n.º 1 do CVM). Além disso, por força do artigo 236.º do CVM, previamente à admissão de valores mobiliários à negociação, o requerente deve divulgar, nos termos

---

<sup>292</sup> Trata-se de sistema operado por uma empresa de investimento ou um operador de mercado, que permite o confronto de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros dentro desse sistema – cf. artigo 200.º CVM.

<sup>293</sup> Nos termos do artigo 201.º do CVM, consiste na “negociação, por intermediário financeiro, de instrumentos financeiros por conta própria em execução de ordens de clientes fora de um mercado regulamentado ou de um sistema de negociação multilateral, de modo organizado, frequente e sistemático”.

<sup>294</sup> No requerimento de admissão devem ser indicados (cf. artigo 227.º, n.º 3 do CVM): *i)* os meios a utilizar pelo emitente para a prestação da informação ao público; e, *ii)* a identificação do participante em sistema de liquidação aceite pela entidade gestora através do qual se assegure o pagamento dos direitos patrimoniais inerentes aos valores mobiliários a admitir e de outras prestações devidas.

do artigo 140.º do CVM, um prospeto aprovado pela CMVM, aplicando-se as regras gerais sobre responsabilidade pelo prospeto, previstas no artigo 243.º do CVM.

A admissão à negociação em mercado pressupõe, normalmente, o lançamento de *ofertas públicas*, por oposição às ofertas particulares, dirigidas a destinatários indeterminados, nos termos do critério geral do artigo 109.º, n.º 1. Trata-se de ofertas públicas de distribuição<sup>295</sup> (cf. artigos 159.º e ss.), em que se propõe o investimento na empresa através da subscrição ou aquisição de participações: no primeiro caso, surge uma oferta pública de subscrição (OPS), na qual a empresa emitente das ações propõe a investidores indeterminados a respetiva subscrição, consistindo numa operação que ocorre no mercado primário, como forma de captação de poupança junto de grande número de investidores; no segundo caso, através de uma oferta pública de venda (OPV), em que as empresas ou investidores propõem a destinatários indeterminados a compra de certos valores mobiliários previamente emitidos e subscritos, correspondendo a uma operação típica do mercado secundário.

III. No processo de admissão das ações à negociação, a fixação do preço de emissão é das tarefas mais importantes e decisivas. Efetivamente, ao contrário do que sucede nas Ofertas Públicas de Aquisição (OPA's), nas Ofertas Públicas de Distribuição (OPD's), antes do anúncio de lançamento da oferta, é habitual, mas não obrigatório, proceder-se à recolha das intenções de investimento (cf. artigos 164.º a 167.º do CVM), a fim de: *i*) obter-se a formação de um preço não especulativo; *ii*) maximizar a procura através da divulgação da oferta; e, *iii*) determinar a quantidade de ações a emitir considerada adequada à procura. Assim, será possível aferir da viabilidade de uma eventual oferta pública. Do mesmo modo, nas Ofertas Públicas de Venda (OPV's) é legítimo levar a cabo um processo de *bookbuilding*, através do qual é possível apurar a procura de ações para uma determinada oferta pública, e as inerentes intenções de investimentos (com as respetivas quantidades e preços), permitindo obter uma melhor precisão do valor por que deve ocorrer a colocação, que inexistirá se o valor for, sem mais, determinado pelo intermediário financeiro encarregue da colocação (*underwriter*). A recolha dessas intenções de investimento só poderá ocorrer, todavia, após a divulgação de prospeto preliminar, a aprovar pela CMVM, gerador de responsabilidade análoga à do prospeto definitivo (cf. artigos 164.º e 165.º do CVM), no qual a sociedade *i*) indica uma gama de preços e condições da oferta, e, *ii*) avalia o nível de interesse nas ações a oferecer, determinando o preço, no final do período, com referência ao nível da procura. Consequentemente, evita-se que as ações fiquem por colocar ou, no caso de existir um contrato de tomada firme, o intermediário financeiro fique com uma grande parcela de ações, mais elevada que no caso da utilização de métodos tradicionais.<sup>296</sup>

---

<sup>295</sup> As ofertas públicas de distribuição não se confundem com as ofertas públicas de aquisição (OPA) ou com as ofertas públicas de troca (OPT), na medida em que não constituem uma técnica de financiamento da empresa: naquela, o oferente propõe a destinatários indeterminados a venda por estes dos seus valores mobiliários; já nestas, propõe a troca desses valores mobiliários por outros.

<sup>296</sup> Vide, para maiores desenvolvimentos acerca da formação do preço em oferta pública inicial, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate...*, *op. cit.*, p. 99 e ss.

A realização de qualquer oferta pública relativa a valores mobiliários é sempre precedida da divulgação de um prospeto aprovado pela CMVM (cf. n.º 1, artigo 134.º), pese embora existam exceções (cf. n.º 2, artigo 134.º). Trata-se de uma peça essencial a qualquer oferta pública de distribuição, consistindo num documento que fornece aos investidores a informação necessária para uma tomada de decisão de investimento esclarecida e fundamentada<sup>297</sup>.

IV. Previamente à entrada em bolsa, é comum a realização de uma *due diligence* (DD)<sup>298</sup>, i.e., uma auditoria à sociedade, a fim de garantir que a empresa apresenta as condições necessárias para a emissão e reunir a informação para incluir na documentação exigida. E, consequentemente, minimizar, através de uma investigação aprofundada, os riscos de responsabilidade da sociedade e dos seus administradores, que são responsáveis pelos documentos de admissão à negociação.

A *due diligente* pode ter caráter financeiro, comercial, jurídico, contabilístico ou fiscal, e ser desencadeada pela sociedade ou pelos intermediários financeiros (v.g., bancos) com os quais tenha sido celebrado contrato de colocação, nomeadamente um contrato de tomada firme, no âmbito do qual o intermediário financeiro adquire os valores mobiliários que são objeto de oferta pública de distribuição (OPD) e obriga-se a coloca-los por sua conta e risco nos termos e nos prazos acordados com o emitente ou o alienante (cf. artigo 339.º do CVM).<sup>299</sup>

V. A negociação em mercado regulamentado não é uma realidade imutável.

Na verdade, pode ocorrer uma exclusão (*deslisting*), quer voluntária, quer forçada.

*Voluntariamente*, sempre que corresponda a um exercício da vontade da emitente. Neste caso, verifica-se uma retirada da negociação em mercado regulamentado, habitualmente designada por *go private*, em decorrência do reconhecimento de que já não existem benefícios inerentes ao estatuto de sociedade cotada. Os motivos para tal, poderão ser de diversa índole: *i*) complexidade e custos do processo de admissão à negociação que superam os benefícios inerentes a esta; *ii*) falta de interesse suficiente dos investidores. À parte disso, existe um conjunto de transações destinadas a retirar as ações de uma empresa da negociação, designadas de *going private transactions*<sup>300</sup>, através das quais

---

<sup>297</sup> O CVM prevê um amplo regime quanto à realização do prospeto, na subsecção I, da secção V, do capítulo III (artigos 134.º a 144.º). Vide, para conhecimento detalhado do regime, OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate...*, op. cit., p. 102 e ss.

<sup>298</sup> É comum distinguir entre *legal due diligence* e *business/financeira due diligence*: naquela, são avaliadas todas as relações societárias do emitente, incluindo os estatutos, regulamentos dos órgãos de administração e fiscalização e regimento da assembleia geral; nesta, são analisadas todas as questões judiciais em discussão e as suas perspectivas de sucesso, bem como as matérias mais importantes na área do compliance. Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate...*, op. cit., p. 99.

<sup>299</sup> Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate...*, op. cit., pp. 98-99.

<sup>300</sup> As operações *going private* não deverão ser confundidas com as operações *going dark*, em que não há saída do mercado bolsista, antes a saída do regime regulatória sem qualquer mudança na base acionista. Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate...*, op. cit., pp. 97.

a sociedade deixa de ter as suas ações admitidas à negociação.. Estas verificar-se-ão quando, v.g.: i) a administração leva a cabo um *management buyout*, em caso de fusão da sociedade; ii) uma sociedade lança oferta para adquirir o capital da empresa; ou, iii) as empresas deixam de estar cotadas durante o tempo necessário para reestruturar as suas dívidas.

*Forçadamente*, quando decorre de decisão da entidade gestora do mercado ou da entidade reguladora.

A exclusão da cotação acarreta, todavia, problemas. Por um lado, põe em causa os direitos e interesses dos investidores, que confiavam na possibilidade de transmitir sem dificuldade as suas participações nesse mercado, vendo, em decorrência de um *going private*, reduzida a liquidez das suas ações. Por outro lado, mesmo que a sociedade conserve o estatuto de sociedade aberta, verificar-se-á uma redução da proteção dos acionistas minoritários, devido à não aplicabilidade das exigências informativas e de transparência, contabilísticas e de auditoria, que, em acréscimo ao regime das sociedades abertas, inerem às sociedades abertas cotadas<sup>301</sup>.

É perante estes riscos que, o direito português apenas admite a exclusão de negociação por iniciativa da entidade gestora ou da CMVM (cf. artigo 207.º), i.e., exclusão forçada. Todavia, isso não significa que uma cotação em bolsa seja irreversível. Na verdade, a saída de cotação é possível sempre que se verifique um de dois casos: i) aquisição potestativa tendente ao domínio total (cf. artigo 194.º); ou, ii) perda da qualidade de sociedade aberta (cf. artigos 27.º a 29.º), a qual conduz à exclusão da negociação das ações da sociedade<sup>302</sup>.

VI. Com a entrada em bolsa, e inerente negociação, a ação passará a deter um valor de mercado! Este é o preço da ação resultante do encontro entre a oferta e a procura no mercado bolsista. Nasce, assim, o que designa por “capitalização bolsista”: o valor que o mercado atribui à empresa societária, consistente no produto do número total das ações pela respetiva cotação.

Peça-chave na capitalização bolsista é a liquidez! Um mercado é considerado líquido quando existe bastante facilidade em transacionar os títulos, em termos de tempo e de custos.<sup>303</sup>

Nesse contexto, resulta evidente, tanto um valor de mercado de uma ação muito elevado como um valor de mercado de uma ação muito baixo afetam a liquidez: se muito elevado, cria um efeito dissuasor ao investimento; se muito baixo, coloca a empresa em risco de ver as suas ações excluídas da negociação em mercado.

<sup>301</sup> Vide, *supra*, sobre o regime da sociedade aberta e cotada, p. 56-57.

<sup>302</sup> No regime da perda da qualidade de sociedade aberta, o legislador procurou proteger os acionistas minoritários. Sendo um dos fundamentos para a perda da qualidade de sociedade aberta, a deliberação da assembleia geral da sociedade visada, tomada por um quórum de 90% do capital social (cf. artigo 27.º, n.º 1, alínea b)), um dos acionistas deverá obrigar-se a comprar as ações detidas por quem não votou favoravelmente a aprovação de tal medida na assembleia geral (cf. artigo 27.º, n.º 3), a fim de proteger os acionistas da sociedade que confiavam na manutenção da liquidez e nos mecanismos de proteção próprios da sociedade cotada.

<sup>303</sup> Cf. FRANCISCO, PAULO, *Liquidez e Características Intrínsecas das ações - o caso do mercado europeu*, in Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 35, 2010, p. 22.

Coloca-se, então, a questão: como resolver o problema?

Ora, uma das soluções é proceder ao *fracionamento* (*stock split*) ou ao *(re)agrupamento* de ações (*reverse stock split*): no primeiro, a sociedade divide uma ação em mais títulos, de modo a aumentar a liquidez; no segundo, há uma fusão de várias ações num só título, o que permite aumentar o valor contabilístico dos títulos e reduzir a respetiva volatilidade.

Tendo em conta a centralidade destas operações na nossa dissertação, *maxime*, o *(re)agrupamento* de ações, cumpre-nos avançar para o seu estudo em secção autónoma.

## Secção II

### O (RE)AGRUPAMENTO DE AÇÕES PERANTE O RISCO DE MERCADO E O RISCO DE LIQUIDEZ DO MERCADO DE CAPITAIS

#### 2.1. O fundamento do *(re)agrupamento* de ações: o problema das ações de cêntimos (ou “penny stocks”)

I. À negociação de ações em mercado regulamentado inere um *risco de mercado/volatilidade* e um *risco de liquidez*.

O *risco de mercado/volatilidade* é medido pela variação do valor da cotação das ações ao longo do tempo, tanto em sentido ascendente como em sentido descendente.

O *risco de liquidez*, corresponde à facilidade com que as ações podem ser resgatas no mercado em termos de tempo e custos, reavendo o respetivo montante ou procedendo à sua venda a um preço justo<sup>304</sup>. Donde, inerem três propriedades à liquidez: *largura*, *profundidade* e *resiliência*<sup>305</sup>. A largura da liquidez de um mercado será tanto maior quanto mais elevado for o número de ordens de compra e venda nesse mercado; um mercado será profundo se existirem ordens de compra e venda acima e abaixo do preço de transação; a componente da resiliência da liquidez de um mercado prende-se com o nível de elasticidade preço-procura dos títulos aí transacionados.

Assim: *i)* num mercado com elevada liquidez, haverá menor volatilidade e, por sua vez, menores e mais lentas variações nas cotações; por seu turno, *ii)* num mercado com baixa liquidez, existirá maior volatilidade e, em resultado disso, maior movimentação das cotações.

Neste contexto: a um volume de negociação alto corresponderá um valor de cotação alto; a um volume de negociação baixo corresponderá um valor de cotação baixo. Ou seja, a cotação varia em função da procura e da oferta de cada ação: se a procura (compra) for maior que a oferta (venda), a

---

<sup>304</sup> Cf. *Recomendações aos Investidores* – CMVM, outubro 2012, p. 5, disponível online em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Brochuras/Documents/Recomendacoes%20aos%20Investidores.pdf>.

<sup>305</sup> Cf. RIBEIRO, MIGUEL VALGÔDE, *Análise da Evolução da Liquidez no Mercado Acionista Português. O Impacto da Fusão das Bolsas e Entrada na Euronext*, Tese de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra – FEUC, s. ed., 2015, p. 7.

cotação tenderá a subir; se a oferta (venda) for maior que a procura (compra), a cotação tenderá a baixar. Donde, quanto maior for o volume de negociação das ações de uma sociedade, *v.g.*, em número de transações diárias, menor será o risco de liquidez.

Neste circunstancialismo, impõe-se perguntar: que fatores influenciam a procura e a oferta das ações no mercado de capitais, *i.e.*, a liquidez?

Vejamos.

II. O movimento do preço de uma ação reflete o que os investidores sentem quanto ao valor da empresa. Isto significa que o valor de uma empresa não se confunde com o preço das suas ações, *i.e.*, o valor da empresa é a sua capitalização no mercado, que corresponderá ao preço das ações multiplicado pelo número de ações em circulação.

*V.g.*, uma sociedade com ações a negociar nos €10 cada, e um total de um milhão de ações em circulação, tem um valor inferior à que cujas ações são transacionadas a €5 cada, com um total de cinco milhões de ações em circulação (€10 x 1 milhão = €10 milhões; € 5 x 5 milhões = € 50 milhões).

Consequentemente, um valor de cotação por ação baixo não equivale, necessariamente, a uma baixa capitalização bolsista.

Ora, o valor da cotação das ações é influenciado por fatores *internos* e *externos* à sociedade.

*Internamente*<sup>306</sup>, impõe-se a situação específica da sociedade. Esta pode ser avaliada: por um lado, através do património social líquido, da análise dos resultados trimestrais, semestrais e anuais apresentados<sup>307</sup>, do nível de endividamento, dos investimentos realizados, dos projetos de investimento, das estruturas de governação, das políticas de pagamento ou das performances de desempenho (em termos de objetivos e prioridades estratégicos)<sup>308</sup>; por outro lado, a partir de eventos societários como a distribuição de dividendos, aumentos de capital ou ofertas públicas de aquisição.

*Externamente*, ganham relevância diversos elementos de natureza social, política e económica. Nomeadamente, a conjuntura económica (a nível local, regional e global), uma vez que uma economia que apresente, num determinado período, maiores fragilidades estruturais, pode levar os investidores mais cautelosos a refugiarem-se noutros mercados, provocando a queda das ações.

---

<sup>306</sup> Entre os factores internos à própria empresa, o lucro é o principal responsável pela variação do preço das ações, na medida em que os investidores formulam expectativas positivas ou negativas quanto aos resultados da empresa, o que se traduz num aumento ou numa diminuição da procura dos títulos. As cotações costumam antecipar alguns meses os acontecimentos. Se, quando os resultados são anunciados, estiverem dentro das previsões iniciais, dificilmente se verificarão grandes variações na cotação. Mas, se os ganhos obtidos forem inferiores ao previsto, a cotação tenderá a baixar, porque haverá mais pessoas a querer vender os títulos do que a querer comprar. Por esse motivo, as cotações tendem a variar mais sobretudo quando a realidade não corresponde às expectativas formuladas pelos investidores.

<sup>307</sup> A CMVM impõe deveres de informação aos emitentes com valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado. Cf. Regulamento CMVM n.º 5/2008.

<sup>308</sup> Cf., pese embora a nível do mercado norte-americano, CHUNG, KEE H, SEAN YANG, *Reverse Stock Splits, Institutional Holdings, and Share Value*, 2011, p. 1, disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1785774>.

Em função destes fatores, a cotação da ação terá ou um valor alto ou um valor baixo.

Se é certo que, um valor de cotação alto pode constituir um desincentivo ao investimento, a manutenção de um valor baixo não é solução: por um lado, inere-lhe uma alta volatilidade, conforme asseverámos *supra*; por outro lado, cria danos de imagem junto dos investidores estrangeiros.

Objetivamente, para um investidor, o primeiro fator a ter em consideração, no momento de investir, não é a capitalização bolsista, mas, antes, o valor de cotação da ação. Há, se é que assim o podemos designar, um *efeito psicológico*: uma empresa com uma cotação alta tem uma melhor imagem no mercado (em termos económicos) que uma empresa com uma cotação baixa. Tanto assim é que, empiricamente, não encontramos em nenhum dos melhores mercados mundiais empresas grandes e de referência com cotações baixas<sup>309</sup>. Aliás, no mercado bolsista norte-americano existe a regra de que nenhuma empresa pode negociar as suas ações abaixo de 1 (um) dólar, sob pena de exclusão<sup>310</sup>.

Neste contexto, dificilmente um investidor estará interessado numa empresa que apresente um valor de cotação baixo, resultante daqueles fatores que enunciámos, e traduzível em títulos com pouca liquidez e grande volatilidade.

Fala-se, a este propósito de *penny stocks*, ou, na tradução portuguesa, *ações de mínimos*.

Segundo a doutrina da *Securities and Exchange Commission* (SEC), a Reserva Federal Norte-Americana, são *penny stocks* as que negociam abaixo dos 5 dólares<sup>311</sup>, às quais inere, de acordo com aquela instituição, um risco de investimento a fundo perdido, fruto do diminuto valor que as torna pouco negociáveis, em termos de venda<sup>312</sup>.

Olhando para o mercado de capitais português, é fácil constatar que a maioria das sociedades abertas admitidas à negociação em mercado regulamentado apresentam um valor de cotação por ação abaixo daquele valor<sup>313</sup>.

Fruto da presença de ações de mínimos, o mercado surge-nos pouco líquido e volátil, podendo, no limite, conduzir à exclusão da sociedade da negociação em mercado regulamentado. Veja-se que, pese embora no mercado de capitais português inexista uma regra de cotação mínima por ação, ao contrário do que se verifica, *v.g.*, no mercado norte-americano, nos termos do artigo 27.º, n.º 1, alínea c) do CVM, uma sociedade aberta pode perder essa qualidade quando “[t]enha decorrido um ano sobre a exclusão da negociação das ações em mercado regulamentado, fundada na falta de dispersão pelo público”, o que é dizer, na falta de liquidez.

---

<sup>309</sup> *V.g.*, no índice norte-americano NASDAQ 100, empresas como a APPLE, a Amazon, a Adobe, a Electronic Arts, a Netflix, entre outras, apresentam valores de cotação por ação acima dos 100 dólares. Cf. informação disponível em <https://pt.investing.com/indices/nq-100-components> (consultado pela última vez em 25/09/2017).

<sup>310</sup> Cf. MARTELL, TERRENCE F. e GWENDOLUN P. WEBB, *The performance of stocks that are reverse split*, 2005, disponível em <https://ssrn.com/abstract=899326>.

<sup>311</sup> Cf. <http://www.sec.gov/answers/penny.htm>.

<sup>312</sup> Cf. <http://www.sec.gov/investor/schedule15g.htm>.

<sup>313</sup> Das sociedades cotadas na bolsa EURONEXT Lisboa, 39 apresentam cotações abaixo dos 5 dólares (€ 4,16), e, destas, 20 negociam abaixo de €1 por ação. Cf. <https://www.bolsadelisboa.com.pt/cotacoes/accoes-lisboa> (última vez consultado em 20/09/2017).

Consequentemente, impõe-se encontrar uma solução.

Ora, tradicionalmente, existem duas soluções para resolver o problema: a longo prazo, a *valorização natural do mercado*; a curto prazo, a *redução do capital social*.

A valorização natural do mercado não implica custos para a sociedade, mas exige que esta apresente bons índices internos, nomeadamente, quanto aos elementos *supra* referidos, pois só assim haverá maior interesse e procura pelas ações, e, em resultado disso, um crescimento do valor da respetiva cotação, atento o maior volume de negociação e o menor risco de liquidez.

Já a redução do capital social poderá consistir: *i)* na redução do valor nominal das participações; *ii)* no reagrupamento de participações; e, *iii)* na extinção de participações.<sup>314</sup>

Todavia, ambas as soluções são inconvenientes: por um lado, a valorização natural do mercado é lenta e imprevisível; por outro lado, a redução do capital social é rígida<sup>315</sup>, acarreta custos e implica a redução do valor da empresa, *i.e.*, da capitalização bolsista. Mais, em ambos os casos, o valor da capitalização bolsista baixará, o que não é favorável à sociedade, pois pode conduzi-las à saída dos principais índices dos mercados regulamentados. *V.g.*, no mercado regulamentado português, a presença no índice PSI-20, o escalão principal, exige um valor de mercado ajustado às ações que estão disponíveis para negociação de € 100 (cem) milhões, além de outros critérios<sup>316</sup>.

Donde, ganha destaque o (re)agrupamento de ações sem alteração do capital social. Isto porque, permite reduzir o número de ações em circulação e, por sua vez, aumentar, ainda que contabilisticamente, o valor da cotação por ação. Deste modo, sem reduzir o valor da sua capitalização bolsista, a sociedade consegue remover a negativa imagem de “titular de ações de cêntimos”

Foi essa a solução adotada e regulamentada pelo legislador português, em 2016, no âmbito do Decreto-Lei 63.-A/2016, de 23 de setembro, cujo regime apreciaremos criticamente na secção seguinte. Por ora, cabe-nos delimitar as características, os efeitos e os benefícios desta operação.

---

<sup>314</sup> Cf. OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate...*, *op. cit.*, p. 57.

<sup>315</sup> Vigorando limites quanto ao capital social com o objetivo de proteção dos credores, *maxime*, o princípio da intangibilidade do capital social, a redução deste não é livre, antes vinculada. Donde, tem que ter sempre uma das finalidades previstas na lei: *i)* cobertura de prejuízos; *ii)* liberação de excesso de capital; *iii)* finalidade especial (*v.g.*, amortização de ações). Além disso, equivalendo a uma modalidade de alteração do contrato, sujeita ao regime do artigo 85.º CSC (e, no caso das sociedades anónimas, às regras dos artigos 265.º), é sempre objeto de deliberação da assembleia geral, sem possibilidade de autorização estatutária de aumento pelo órgão de administração. Sendo que, só pode ser deliberada se a situação líquida da sociedade ficar a exceder o novo capital em, pelo menos, 20% (artigo 95.º, n.º 1), salvo as hipóteses da operação harmónio, possibilitadas pelo artigo 95.º, n.º 2, na sequência do artigo 34.º da 2.ª Diretiva de Direito das Sociedades (Diretiva Capital).

<sup>316</sup> Existem diversas regras metodológicas para a seleção das empresas que compõem o índice PSI 20. O critério base de seleção é a capitalização bolsista efetivamente dispersa, *i.e.*, ajustada pelo free float, que deverá representar no mínimo 15% do capital. Além disso, exige-se um limite mínimo de liquidez de 25% de free float velocity, traduzível no quociente do número de ações negociado pelo número de ações efetivamente dispersas. Cf. informação disponível em <https://www.bolsadelisboa.com.pt/publicacoes/indice-psi20-com-novas-regras-a-partir-de-2014>.

## 2.2. As características funcionais, os efeitos e os benefícios do (re)agrupamento de ações sem alteração do capital social

I. (Re)agrupar ações é o oposto de fracionar/dividir ações: aqui, o número de ações em circulação aumenta; ali, o número de ações em circulação diminui. Donde, o fracionamento diminui o valor unitário de cada ação, ao passo que o (re)agrupamento aumenta-o. Em ambas as operações exige-se a aplicação de um determinado coeficiente<sup>317</sup>: v.g., num fracionamento de 1-2, os acionistas receberão uma nova ação, por cada uma detida; já num (re)agrupamento de 2-1, passam a deter apenas uma ação, por cada duas anteriormente detidas.

Vejamos.

A operação de fracionamento ou divisão de ações ocorre para promover uma maior liquidez no mercado, nomeadamente quando as ações estão particularmente valorizadas e têm um valor unitário muito elevado, dificultando a sua transmissibilidade. Neste contexto, os acionistas podem deliberar a alteração do contrato de sociedade, aumentando o número de ações existentes e diminuindo o valor de cada uma delas, sem modificar o montante do capital social. Caso as ações tenham valor nominal, a partir de uma ação com o valor nominal de €10 poderão criar-se dez novas ações de €1 cada, aumentando, desse modo, em 10 vezes o número de ações, que passarão a ter um valor individual inferior ao anterior, pese embora não necessariamente na proporção. Isto porque, a maior liquidez de valores mobiliários disponíveis no mercado pode potenciar o aumento da procura e, em resultado disso, a subida do preço relativo das ações.<sup>318</sup>

Por seu turno, na operação de (re)agrupamento, autonomamente considerada, *i.e.*, fora de uma operação de redução do capital social, consegue-se aumentar o valor de mercado das ações envolvidas pela redução do número de ações existente. Assim, v.g., com a aplicação de um coeficiente de 10-1, um acionista que detém dez ações passa a deter apenas uma e, se as ações tiverem valor nominal, este passa a ser dez vezes mais elevado.

II. Do (re)agrupamento resultam como efeitos: *i)* a redução do risco de liquidez; *ii)* a redução da volatilidade; e, *iii)* a inalteração do valor de mercado. Já em termos de benefícios: *i)* a potenciação do financiamento através de capitais próprios; e, *ii)* a manutenção da qualidade de sociedade aberta.

---

<sup>317</sup> Na literatura jurídico-económica, os estudos indicam que os coeficientes mais comuns são 8-1 e 9-1. Esta é a conclusão de um estudo que analisou a realização de 847 operações de (re)agrupamento no mercado bolsita norte-americano, com quais se procurou elevar o valor da cotação por ação para os 5 dólares, a fim de a mesma deixar de ser considerada “penny stock”, para efeitos da Penny Stock Rule da SEC, que referimos no texto. Cf. CHUNG, KEE H, SEAN YANG, *Reverse Stock Splits, Institutional...*, *op. cit.*, p. 8. Todavia, outros coeficientes são praticados: v.g., as empresas norte-americanas AIG, Citigroup ou PCLN aplicaram nas suas operações de (re)agrupamento, respetivamente, coeficientes de 20-1, 10-1 e 6-1 – *vide* informação disponível em <http://www.nasdaq.com/article/four-reasons-for-a-reverse-stock-split-cm535315>.

<sup>318</sup> Cf. CUNHA, PAULO OLAVO, *O (re)agrupamento de ações...*, *op. cit.*, p. 198-199.

Vejamos.

O baixo valor das chamadas *penny stocks* ou *ações de cêntimos*, constitui um atrativo para os pequenos investidores, nomeadamente dos que procuram lucrar com movimentos de curto prazo.

Nesse contexto, o elevado número de ações disponíveis no mercado, associado ao valor reduzido das ações, faz com que estes títulos tenham um elevado nível de liquidez e também uma maior volatilidade.

Assim, ao aumentar o valor contabilístico das ações, a sociedade cotada irá conseguir reduzir a volatilidade dos títulos, *i.e.*, a amplitude das quedas e das valorizações, permitindo uma maior estabilização das cotações.

Ora, uma vez que se trata de uma operação meramente contabilística, sem que haja uma mudança fundamental do título, inexistente qualquer alteração no valor de mercado da sociedade. Isto é, antes e depois da operação, a capitalização bolsista manter-se-á a mesma, oscilando apenas de acordo com a flutuação das ações, tal como acontece normalmente. *V.g.*, uma sociedade com 5 (cinco) milhões de ações em circulação a negociar em €1/ação apresenta um valor de mercado de € 5 (cinco) milhões de euros; se decidir realizar um (re)agrupamento na proporção de 1-2, o número de ações em circulação descerá para os 2,5 milhões, conduzindo ao aumento do preço por ação para o dobro, apesar de o valor de mercado se manter.

Consequentemente, existe uma espécie de *efeito de marketing*, traduzível na melhoria da imagem da sociedade cotada, ao nível do retorno do investimento. Este aspeto é extremamente relevante, pois permite potenciar o financiamento da sociedade por capitais próprios, *maxime*, através da subscrição de ações em contextos de operações de aumento do capital social. Isto porque, verdadeiramente, um investidor terá maior interesse e predisposição em aplicar as suas poupanças numa sociedade que apresenta um valor de cotação por ação alto, do que um valor de cotação por ação baixo, *retius*, de cêntimos, atento o efeito psicológico a que nos referimos no ponto anterior.

No limite, com o (re)agrupamento de ações, a sociedade conseguirá manter a sua qualidade de sociedade aberta e cotada, principalmente nos mercados onde exista uma regra de cotação mínima por ação. No nosso ordenamento jurídico, nos termos do artigo 27.º, n.º 1, alínea c) do CVM, uma sociedade aberta pode perder essa qualidade quando “[t]enha decorrido um ano sobre a exclusão da negociação das ações em mercado regulamentado, fundada na falta de dispersão pelo público”.

IV. Os efeitos decorrentes do (re)agrupamento são relevantes e benéficos para as sociedades a que dele façam uso. Porém, apenas no curto prazo.

Efetivamente, o (re)agrupamento de ações ajuda a remover a imagem das ações de cêntimos, tornando-as mais atrativas e aceitáveis para os investidores. Além disso, permite assegurar a manutenção da sociedade no mercado, nomeadamente nos quais exigem um valor de cotação mínimo, conforme referimos precedentemente<sup>319</sup>.

---

<sup>319</sup> Vide, *supra*, p. 75.

Todavia, o (re)agrupamento poderá criar uma pressão de venda, fruto do aumento da cotação das ações. Sendo que, inevitavelmente, se a oferta (venda) for maior que a procura (compra), a cotação tenderá a baixar.

Neste contexto, se a médio e longo prazo a sociedade não proceder a mudanças estratégicas na gestão, ou os fatores externos a ela forem desfavoráveis, o valor da cotação reduzir-se-á.

A provar o que acabámos de dizer temos as sociedades portuguesas que, no âmbito do Decreto-Lei 63.º-A/2016, de 23 de setembro, procederam ao (re)agrupamento das suas ações, v.g.: i) o Millennium BCP – Banco Comercial Português; e, ii) a SONAE Indústria.

A sociedade aberta *Millennium BCP – Banco Comercial Português* foi, conforme enunciámos introdutoriamente, a responsável pela regulamentação do mecanismo do (re)agrupamento, através do qual, reduziu o número de ações em circulação mediante a aplicação de um coeficiente de 75-1, correspondendo a cada 75 (setenta e cinco) ações anteriores ao reagrupamento 1 (uma) nova ação, com produção de efeitos a partir de 24 de outubro de 2016.<sup>320</sup>

Já a sociedade aberta *SONAE Indústria*, nos termos do comunicado datado de 13 de julho de 2017<sup>321</sup>, reduziu o número de ações de mais de 11 mil milhões para 45 milhões, na proporção de 250:1, equivalendo a cada 250 (duzentas e cinquenta) ações 1 (uma) nova ação, com produção de efeitos a partir de 31 de julho de 2017.

Nas duas sociedades emitentes, o valor da cotação após o (re)agrupamento revelou tendências diferentes.

No caso do *Millennium BCP – Banco Comercial Português, S.A.*, a produção de efeitos do (re)agrupamento a partir do dia 24 de outubro de 2016, fez subir o valor da cotação por ação para os € 1,34 (um euro e trinta e quatro cêntimos), por oposição ao valor de € 1,79 (um euro e setenta e nove cêntimos) por ação registados na seção anterior, de 21 de outubro de 2016. Apesar disso, no presente, cada ação negocia nos € 0,23 (vinte e três cêntimos)<sup>322</sup>.

Diferentemente, a *SONAE Indústria*, tendo com o (re)agrupamento aumentado o valor de cotação das suas ações de € 0,89 (oitenta e nove cêntimos)<sup>323</sup> para € 2,25 (dois euros e vinte e cinco cêntimos), negociando-se, atualmente, na casa dos € 2,53 (dois euros e cinquenta e três cêntimos)<sup>324</sup>.

---

<sup>320</sup> Vide comunicado da sociedade emitente referente à operação de (re)agrupamento de ações disponível em: [http://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/investidores/Documents/comunicados/2016/Reagrupamento\\_acoes\\_BCP\\_PT.pdf](http://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/investidores/Documents/comunicados/2016/Reagrupamento_acoes_BCP_PT.pdf)

<sup>321</sup> Vide comunicado da sociedade emitente referente à operação de reagrupamento de ações disponível em: [http://www.sonaeindustria.com/file\\_bank/press/pt/Comunicado%20SIND\\_13072017\\_PT.pdf](http://www.sonaeindustria.com/file_bank/press/pt/Comunicado%20SIND_13072017_PT.pdf)

<sup>322</sup> No dia 22 de setembro de 2017, o *Millennium BCP – Banco Comercial Português, S.A.*, negociava as suas ações nos 0,23 cêntimos, conforme informação disponível em: <https://www.bolsadelisboa.com.pt/pt-pt/products/equities/PTBCP0AM0015-XLIS/quotes>

<sup>323</sup> Valor de cotação referente à sessão de 28 de julho de 2017, última sessão antes da produção de efeitos do (re)agrupamento, decidida para 31 de julho de 2017.

<sup>324</sup> Valor de cotação referente à sessão de 22 de setembro de 2017. Vide historial de cotações disponível em <https://www.bolsadelisboa.com.pt/pt-pt/products/equities/PTS3P0AM0025-XLIS>

Como explicar esta situação?

Ora, conforme já tivemos oportunidade de enunciar, o valor da cotação das ações é, inevitavelmente, influenciado por fatores internos e externos.

Nesse circunstancialismo, veja-se que, a sociedade aberta SONAE Indústria, antes de avançar para o (re)agrupamento das suas ações, realizou uma redução do seu capital social para cobrir prejuízos, tendo, em resultado disso, apresentado lucros no primeiro semestre do corrente ano<sup>325</sup>, fator interno que explica a boa cotação das suas ações, antes e após o (re)agrupamento. Por seu turno, a sociedade aberta Millennium BCP, após viver um complicado processo interno de redefinição da estrutura acionista, encontra-se num processo de recapitalização sendo, ainda, pressionada pela conjuntura internacional do setor da banca<sup>326</sup>.

### Secção III<sup>327</sup>

## O (RE)AGRUPAMENTO DE AÇÕES NO (NOVO) ARTIGO 23.º-E DO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

### 3.1. Do âmbito de aplicação

I. Por força do Decreto-Lei n.º 63.º-A/2016, de 23 de setembro, procedeu-se à regulamentação da figura do (re)agrupamento de ações, à margem de uma operação de redução do capital social, aditando um novo artigo ao CVM: o 23.º-E.

Nos termos do n.º 1 do (novo) artigo 23.º-E, o âmbito de aplicação do mecanismo restringe-se às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral.

Ora, pese embora a aprovação daquele diploma se tenha devido à satisfação das necessidades de uma concreta sociedade emitente, conforme expusemos introdutoriamente, não compreendemos porque motivo o legislador limitou a aplicabilidade do (re)agrupamento de ações às sociedades anónimas abertas e cotadas.

<sup>325</sup> Vide resultados da emitente disponíveis em <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR65689.pdf>.

<sup>326</sup> Mesmo apresentando lucros no primeiro semestre de 2017, isso não impediu que as ações da cotada caíssem mais de 4%. Vide referência disponível em <https://eco.pt/2017/07/28/lucros-nao-impedem-queda-de-4-do-bcp/>; e, <https://eco.pt/2017/07/27/bcp-passa-de-prejuizo-a-lucros-de-899-milhoes/>. Efetivamente, a emitente vive um ciclo de *bear market*: desde o último pico de cotação em bolsa, a 13 de julho de 2017, as ações da cotada já desceram mais de 20% - vide referência disponível em <https://eco.pt/2017/09/08/ursos-atacam-bcp-acoes-caem-20-desde-o-maximo/>. Vários fatores explicam esta realidade: i) a correção face à escalada no arranque do ano; ii) o contexto de juros baixos do BCE; e, iii) os receios de que o banco gaste muito dinheiro com a compra de ativos do banco polaco do Deutsche Bank, quando ainda não concluiu o seu processo de recapitalização – vide referência disponível em <https://eco.pt/2017/09/08/bcp-afunda-5-ja-vale-menos-de-tres-mil-milhoes-em-bolsa/>.

<sup>327</sup> Os artigos sem menção de diploma referem-se ao Código dos Valores Mobiliários (CVM).

É que, fruto dessa limitação, surgem dúvidas quanto ao regime aplicável nas demais sociedades anónimas, à margem de uma operação de redução do capital social.

Nesse sentido, cremos, o princípio da autonomia privada<sup>328</sup>, enquanto pilar do Direito das Sociedades Comerciais, justifica a aplicação do artigo 23.º-E, por analogia, a todas as operações de (re)agrupamento de ações de outras sociedades anónimas. Donde, os acionistas de uma sociedade não cotada, poderão estabelecer, por deliberação, os termos aplicáveis ao (re)agrupamento ou, inexistindo, promover a aplicação analógica daquela norma.<sup>329</sup>

### **3.2. A configuração legal da operação: do impulso da Assembleia Geral à faculdade atribuída à sociedade de adquirir ou vender “ações sobrantes”**

I. Nos termos do n.º 1 do (novo) artigo 23.º-E do CVM, “As sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral podem proceder ao reagrupamento de ações, sem alteração do capital social, mediante a divisão do número de ações por um coeficiente aplicável a todas as ações na mesma proporção, fixado de acordo com o princípio da proteção dos investidores.”.

Nesse sentido, na configuração elaborada pelo legislador, a operação de (re)agrupamento consistirá na redução do número de ações da sociedade através da aplicação de um coeficiente cuja determinação deve respeitar o princípio da proteção dos investidores.

Consequentemente: *i)* só poderá ocorrer no âmbito de uma modificação dos estatutos da sociedade, na medida em que o número de ações da sociedade constitui elemento de menção obrigatória do contrato de sociedade (cf. artigo 272.º, alínea a) CSC); e, *ii)* dependerá, naturalmente, do impulso da Assembleia Geral (AG) de Acionistas.

Vejamos.

II. Com uma posição sistemática criticável<sup>330</sup>, dispõe-se no n.º 9 do artigo 23.º-E CVM que, “A *deliberação da assembleia geral*<sup>331</sup> *relativa à alteração dos estatutos da sociedade decorrente do reagrupamento deve indicar, pelo menos: a) O interesse social que determina o reagrupamento; b) O coeficiente referido no n.º 1; c) O critério de determinação da contrapartida a pagar nos termos do n.º 3; d) A data de produção de efeitos do reagrupamento, ou o modo de fixação da mesma, a qual não pode ser inferior a 15 dias a contar da data da deliberação.*”.

---

<sup>328</sup> Vide, *supra*, p. 18, n. 80.

<sup>329</sup> Igualmente, CUNHA, PAULO OLAVO, *O (re)agrupamento de ações...*, *op. cit.*, p. 204. Contra, SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS e DIOGO PESSOA, *O reagrupamento de ações (reverse stock split) – primeiras notas ao regime instituído pelo Decreto-Lei n.º 63-A/2016 de 23 de setembro*, DSR, ano VIII, vol. 16, Coimbra, Almedina, p. 53-54.

<sup>330</sup> Cabendo à AG aprovar a operação, afigura-se-nos criticável a inserção da disposição em n.º 9.

<sup>331</sup> A convocatória e a deliberação da assembleia geral são divulgadas no sistema de difusão da informação da CMVM – cf. artigo 23.º-E, n.º 10 CVM.

Ora, sem prejuízo de analisaremos de seguida os termos da indicação desses elementos, importa notar o erro de produção legislativa do legislador.

Ao contrário do produzido, a alteração estatutária não decorre do (re)agrupamento. Na verdade, é o (re)agrupamento que decorre de uma deliberação de alteração estatutária, que terá lugar nos termos gerais, com respeito pelas regras legais que regem as alterações estatutárias, em especial: *i)* a atribuição da competência à assembleia geral, a ser convocada em moldes especiais (cf. artigo 377.º/8 CSC); *ii)* a exigência de, em primeira convocação, estar presente um quórum representativo de 1/3 do capital (cf. artigo 383.º/2 CSC), podendo, em segunda convocação, deliberar com qualquer número de acionistas (cf. artigo 383.º/3 CSC); *iii)* a necessidade de aprovação da deliberação por uma maioria qualificada de 2/3 dos votos emitidos, em primeira convocação (cf. artigo 386.º/3 CSC), podendo ser tomada por maioria simples, em segunda convocação, caso estejam presentes acionistas representativos de metade do capital (cf. artigo 386.º/4 CSC).

Neste quadro, o (re)agrupamento inicia-se com um ato societário dos acionistas, que, atendendo à formulação da alínea a) do n.º 9 do artigo 23.º-E, deverá estar ancorado num certo e determinado “interesse social”<sup>332</sup>.

III. Consistindo na “divisão do número de ações por um coeficiente aplicável a todas as ações na mesma proporção” (artigo 23.º-E, n.º 1), terá, necessariamente, de respeitar o princípio da proteção dos investidores.

Fundamentam a necessidade de proteção dos investidores: *i)* o interesse público; *ii)* a necessidade de segurança dos mercados; *iii)* a prossecução da igualdade entre os diversos agentes que intervêm nos mercados; e, *iv)* a protecção dos consumidores.<sup>333</sup> Donde, impõe-se tutelar o valor do investimento realizado e a preservação da forma (instrumento financeiro e jurídico) por que o investidor optou ao realizar ao investimento.<sup>334</sup>

É nesse sentido que o princípio funciona como critério de fixação do coeficiente a usar para operar o (re)agrupamento, especialmente relevante para efeitos de impugnação da deliberação social com base na qual se determinou aquele.

Com efeito, a fixação de um coeficiente excessivo poderá comportar alterações profundas na base acionista, *maxime* o risco de perda da qualidade de investidor dessas ações.

Neste quadro, pese embora o legislador não o refira, segundo cremos, o princípio da proteção dos investidores assume-se como vetor orientador de toda operação.

---

<sup>332</sup> Pela sua importância no nosso escrito, e por motivos de sistematização, analisaremos este aspecto autonomamente, *infra*, no ponto 3.4.

<sup>333</sup> Cf. RODRIGUES, SOFIA NASCIMENTO, *A protecção dos investidores em valores mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2001, p. 23.

<sup>334</sup> Cf. SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS e DIOGO PESSOA, *O reagrupamento...*, *op. cit.*, p. 36.

IV. Em resultado da divisão do número de ações pelo coeficiente aplicável, de acordo com o n.º 2 do artigo 23.º-E CVM, “cada acionista fica titular de ações na quantidade correspondente à divisão do número de ações de que é titular na data de produção de efeitos do reagrupamento pelo coeficiente a que se refere o número anterior, com arredondamento por defeito para o número inteiro mais próximo.”.

Ou seja, se, *v.g.*, o coeficiente aplicável for de 100 para 1 e o acionista for titular de 110 ações, passará a ser titular de uma só ação, fruto do arredondamento por “defeito”, *i.e.*, da aproximação a um número menor que o original.

Assim, com a aquisição pelo acionista das novas ações, em número resultante do arredondamento por defeito, ocorrerá, em simultâneo, o desaparecimento, na sua esfera jurídica, das ações antigas, necessárias para a obtenção, a partir da aplicação do coeficiente, das novas.

Consequentemente, é possível que o acionista fique com aquilo que o legislador denomina “ações sobrantes”, sempre que o coeficiente aplicado não permita atribuir um número inteiro de ação.<sup>335</sup>

A solução adotada é coerente.

Com efeito, o arredondamento por “excesso” seria impraticável. Isto porque, conduziria à existência de mais ações do que a meta definida pela Assembleia Geral. Efetivamente, ocorrendo o (re)agrupamento fora de uma operação de alteração do capital social (cf. n.º 1 do artigo 23.º-E CVM), e estando em causa, *v.g.*, ações com valor nominal, a atribuição de mais uma ação, num quadro de arredondamento por “excesso”, conduziria a uma variação para cima da fração do capital social atribuída ao acionista, o que conduziria a um desequilíbrio entre o total dos valores nominais de todas as ações e a cifra do capital social e violaria as regras respeitantes ao capital social, na medida em que aquela variação seria desacompanhada de um aumento de capital por incorporação de reservas ou por novas entradas (cf. artigos 87.º, 89.º, 91.º e 92.º CSC). E o mesmo se diga quanto às ações sem valor nominal, na medida em que, independentemente do valor de emissão pago por cada uma delas, representam imperativamente a mesma fração do capital social (cf. artigo 276.º, n.º 4 CSC).

Todavia, não exigindo o legislador que da operação de divisão resulte resto zero, fica por esclarecer o que acontece aos “restos” de ações que nunca o deixarão de ser.

IV. Existindo arredondamento, o n.º 3 do artigo 23.º-E prescreve que “o acionista tem direito ao recebimento de uma contrapartida em dinheiro pelas ações que não permitam a atribuição de um número inteiro de ação”, que deverá ser: *i)* calculada nos termos do artigo 188.º do CVM<sup>336</sup>, com as

<sup>335</sup> Pela sua relevância, analisaremos este aspecto, *infra*, autonomamente, no ponto 3.3..

<sup>336</sup> De acordo com artigo 188.º CVM, “1 - A contrapartida de oferta pública de aquisição obrigatória não pode ser inferior ao mais elevado dos seguintes montantes: a) O maior preço pago pelo oferente ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta; b) O preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período.

2 - Se a contrapartida não puder ser determinada por recurso aos critérios referidos no n.º 1 ou se a CMVM entender que a contrapartida, em dinheiro ou em valores mobiliários, proposta pelo oferente não se encontra devidamente justificada ou não é

necessárias adaptações, na medida em que a *ratio* do artigo é a OPA obrigatória (cf. artigo 187.º CVM); e, *ii*) fixada pelos acionistas no momento da deliberação que aprova o (re)agrupamento (cf. alínea c) do n.º 9 do artigo 23.º-E CVM)<sup>337</sup>.

Precisemos.

Em *primeiro lugar*, contrariamente ao previsto no artigo 188.º CVM, em sede de (re)agrupamento de ações, a contrapartida não poderá consistir em bens diferentes de dinheiro, atenta a redação do n.º 4 do artigo 23.º-E, nos termos da qual, “Até à data da produção de efeitos do reagrupamento, a sociedade realiza o depósito em dinheiro ou presta garantia bancária que caucione o seu pagamento.”, excluindo-se, assim, os valores mobiliários.<sup>338</sup> Neste contexto, a contrapartida necessita de estar fixada antes da produção de efeitos do reagrupamento, pois só assim se poderá realizar o depósito da contrapartida.

Em *segundo lugar*, a contrapartida não pode deixar de ser o mais alto dos valores resultantes das alíneas a) ou b) do n.º 1 daquele artigo, ou seja: ou, *i*) o maior preço pago pelo oferente ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta – alínea a); ou, *ii*) o preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período – alínea b).

A aplicação destes critérios não é simples<sup>339</sup>.

---

*equitativa, por ser insuficiente ou excessiva, a contrapartida mínima será fixada a expensas do oferente por auditor independente designado pela CMVM.*

*3 - A contrapartida, em dinheiro ou em valores mobiliários, proposta pelo oferente, presume-se não equitativa nas seguintes situações: a) Se o preço mais elevado tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o alienante através de negociação particular; b) Se os valores mobiliários em causa apresentarem liquidez reduzida por referência ao mercado regulamentado em que estejam admitidos à negociação; c) Se tiver sido fixada com base no preço de mercado dos valores mobiliários em causa e aquele ou o mercado regulamentado em que estes estejam admitidos tiverem sido afectados por acontecimentos excepcionais.*

*4 - A decisão da CMVM relativa à designação de auditor independente para a fixação da contrapartida mínima, bem como o valor da contrapartida assim que fixado por aquele, são imediatamente divulgados ao público.*

*5 - A contrapartida pode consistir em valores mobiliários, se estes forem do mesmo tipo do que os visados na oferta e estiverem admitidos ou forem da mesma categoria de valores mobiliários de comprovada liquidez admitidos à negociação em mercado regulamentado, desde que o oferente e pessoas que com ele estejam em alguma das situações do n.º 1 do artigo 20.º não tenham, nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta, adquirido quaisquer acções representativas do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro, caso em que deve ser apresentada contrapartida equivalente em dinheiro.”.*

<sup>337</sup> Esta exigência legal tem carácter meramente informativo, pois não é a deliberação que fixa o critério de determinação da contrapartida, antes as regras previstas no artigo 188.º CVM.

<sup>338</sup> O legislador não especifica a maneira de efetuar o depósito ou a prestação de garantia. Todavia, remetendo para o artigo 188.º CVM, é crível concluir pela aplicação do regime das OPA, com as necessárias adaptações, em tudo o que respeite à contrapartida. Assim, será de aplicar, com adaptações, o n.º 2 do artigo 177.º, nos termos do qual “Se a contrapartida consistir em dinheiro, o oferente deve, previamente ao registo da oferta, depositar o montante total em instituição de crédito ou apresentar garantia bancária adequada.”.

<sup>339</sup> Cf. SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS e DIOGO PESSOA, *O reagrupamento...*, *op. cit.*, pp. 41-42.

Por um lado, o critério da alínea a) terá aplicação residual. Isto porque, a norma destina-se às situações de OPA, em que quem lança a oferta não é a própria sociedade alvo da oferta, mas uma outra entidade. Já no caso de (re)agrupamento, o “oferente” será a sociedade que deliberou o reagrupamento. Ora, a não ser que exista a aquisição de ações da sociedade que delibera o (re)agrupamento por entidades que estejam numa das situações do artigo 20.º do CVM, parece-nos que as aquisições feitas pelo “oferente”, ou seja, aquisições de ações próprias, serão pouco frequentes, na medida em que, nos termos do regime previsto no CSC, só podem ocorrer nos casos e nas condições tipicamente previstos (cf. artigo 317.º CSC).

Por outro lado, sendo a contrapartida fixada no momento da deliberação e, logo, antes da produção de efeitos do (re)agrupamento, o critério da alínea b) poderá criar um incentivo perverso. É que, as transações de ações realizadas no período que medeia entre a deliberação e a produção dos efeitos do (re)agrupamento, poderão ser irrelevantes para efeitos daquela alínea. Na verdade, caso o valor da cotação bolsista das ações esteja mais alto que o da contrapartida fixada, os eventuais interessados dificilmente irão adquirir diretamente, *i.e.*, aos acionistas, as “ações sobrantes” antes da produção de efeitos do (re)agrupamento, pois, assim que estes se verificarem, poderão adquirir aquelas ações à sociedade pelo preço que tenha sido fixado nos termos artigo 188.º, n.º 1, alínea b) CVM.

Em *terceiro lugar*, verificando-se os pressupostos do artigo 188.º, n.º 2, a contrapartida poderá ser fixada por auditor independente designado pela CMVM, a expensas da sociedade que deliberou o (re)agrupamento.

V. A data da produção dos efeitos do (re)agrupamento é definida pelos acionistas na deliberação que aprova a realização da operação, que nunca poderá ser inferior a 15 (quinze) dias a contar da data da deliberação (cf. alínea d), n.º 9, artigo 23.º-E CVM).

Este aspeto é relevante!

Isto porque, no tempo que separa a deliberação e a produção de efeitos do (re)agrupamento, no mínimo 15 (quinze) dias, os acionistas podem continuar a transacionar ações, *v.g.*, vendendo ou adquirindo pelo preço do mercado (bolsista) ações que lhes permitam não ficar com “ações sobrantes”.

Todavia, findo esse prazo de 15 (quinze) dias, a sociedade, de acordo com o n.º 5 do artigo 23.º-E, “adquire ou promoverá a venda das ações sobrantes após arredondamento nos 30 dias seguintes à data de produção de efeitos do reagrupamento”, por conta dos respetivos titulares e pela contrapartida que foi determinada. Para tal, nos termos do n.º 6 do artigo 23.º-E, aplicar-se-á, durante esse período, o regime das ações próprias<sup>340</sup>, *maxime* o disposto na alínea a) do n.º 1 do artigo 324.º do CSC, segundo o qual enquanto as ações pertencerem à sociedade devem considerar-se suspensos todos os direitos inerentes às ações.

---

<sup>340</sup> Para um conhecimento detalhado do regime das ações próprias, previsto nos artigos 316.º a 325.º-B do CSC, *vide, v.g.*, CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Das acções próprias: dogmática básica e perspectivas de reforma – I*, RDS, Ano I, Vol. III, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 637-641.

Neste contexto, atribui-se à sociedade a faculdade de adquirir ou vender participações sociais dos acionistas como se fossem da própria sociedade. Ou seja, o legislador dá a entender que, após a data da produção de efeitos do (re)agrupamento, os acionistas passam a ser titulares de “ações sobranes”, das quais não poderão dispor, ao contrário da sociedade que, assinale-se, não sendo titular dessas ações poderá dispor, adquirindo-as ou vendendo-as.

Acresce, por força do n.º 7 do artigo 23.º-E, que, findo aquele prazo de trinta dias, sem que tenha ocorrido a alienação das ações ditas “sobranes”, a sociedade tornar-se-á automaticamente titular destas, obrigando-se ao pagamento de uma contrapartida.

Esta solução legislativa causa perplexidades e denota algumas lacunas!

Vejamos.

Em *primeiro lugar*, é difícil de aceitar a dualidade de prazos criada pelo legislador. Objetivamente, o prazo que separa a deliberação da data de produção de efeitos do (re)agrupamento, período durante o qual os acionistas podem transacionar ações da sociedade, é extremamente curto! Basta ter em conta que, mesmo sem o querer, o acionista poderá ver-se amputado das ações de que é titular, caso não as consiga vender ou não consiga adquirir outras que lhe permitam, em função do coeficiente aplicado, deter um número inteiro de ação. Isto é, poderá, findo aquele prazo, sofrer um resgaste compulsório dessas ações por parte da sociedade e, no limite, deixar de ser acionista.

Segundo cremos, a solução legislativa adotada não assegura o respeito pelo princípio da proteção dos investidores. Nesse sentido, e a fim de evitar desequilíbrios entre as partes (acionistas e sociedade), teria sido mais sensato a atribuição de um prazo mais longo, *v.g.*, igual ao atribuído à sociedade, para que o acionista manifestasse por escrito o seu desejo, ou não, de adquirir ações que lhe permitissem deter um número inteiro de ação. Sendo que, decorrido esse prazo, o resgaste seria efetivo para aqueles que não se pronunciassem.

Em *segundo lugar*, o legislador convencionou que, após a data da produção de efeitos do (re)agrupamento, os acionistas passam a ser titulares de “ações sobranes” que, por aplicação do regime das ações próprias, terão todos os direitos suspensos, tendo a sociedade legitimidade para delas dispor, como se fosse delas titular, no prazo de 30 (trinta) dias. Ou seja, as ações passam a ser encaradas como se fossem da sociedade, sem o serem realmente.

À semelhança de certa Doutrina<sup>341</sup>, cremos, o legislador criou uma verdadeira *burla de etiquetas*, por “travestir” de ação aquilo que já não é uma ação, nos moldes apresentados na secção I do presente capítulo. Conforme demonstraremos *infra*, as “ações sobranes” a que o nosso legislador se refere como resultado do (re)agrupamento não são ações. Logo, nunca poderá verificar uma suspensão de direitos inerentes às ações. Tanto assim é que, caso não se verifica a venda das “ações sobranes” durante aquele prazo de 30 (trinta) dias, a sociedade tornar-se-á automaticamente titular das mesmas. Donde, algo que estava supostamente suspenso, passará a extinto. Ora, sendo inerente à suspensão um cariz temporário, *i.e.*, não definitivo, como poderá verificar-se, afinal, uma extinção?

<sup>341</sup> Cf. SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS e DIOGO PESSOA, *O reagrupamento...*, *op. cit.*, p. 45.

Em *terceiro lugar*, o legislador não esclarece se durante aquele período de 30 (trinta) dias, os titulares das “ações sobrantes” também as poderão alinear. Somos da opinião que não! Em nome da segurança jurídica, a alienação só poderá caber a uma parte. Isto porque, se assim não for, nascerá o problema de saber como articular (eventuais) transmissões simultâneas, ao qual o artigo 23.º-E não nos dá resposta. Consequentemente, o legislador devia ter sido mais pormenorizado e claro, a fim de não existirem dúvidas como as aqui formuladas.

Em *quarto lugar*, nada se diz quanto ao *modus operandi* da transmissão, *i.e.*, da venda, das “ações sobrantes” por parte da sociedade. *V.g.*: *i)* não se refere se o preço de venda pode ser fixado livremente ou se tem de ser o preço da contrapartida; *ii)* não se esclarece se a venda deve ser feita dentro ou fora do mercado regulamentado; *iii)* não se indica se, havendo acionistas interessados, estes terão um direito de preferência sobre terceiros.

Ora, em nosso entender:

*i)* a venda deverá processar-se dentro do mercado regulamentado, pois é devido a ele que uma sociedade anónima decidi tornar-se aberta e cotada;

*ii)* o preço de venda deve ser o preço da contrapartida, sob pena de a sociedade poder beneficiar-se à conta dos acionistas;

*iii)* sendo os acionistas os titulares das “ações sobrantes”, à sociedade não deveria ser permitida uma tão ampla discricionariedade na promoção da sua transmissão. Se o legislador entende que a sociedade é mais apta que os acionistas a promover aquela transmissão, então, pelo menos, deveria reconhecer-lhes a possibilidade de intervir no processo, *v.g.*, permitindo-lhes indicar um critério de escolha para os adquirentes. Além disso, teria sido positiva a previsão de um direito de preferência a favor dos acionistas interessados, à semelhança do que se verifica, *v.g.*, nas situações de aumento do capital social (cf. artigo 458.º CSC);

Em *quinto lugar*, não se deslinda se a sociedade pode optar por adquirir todas as “ações sobrantes” para si, sem que antes as tente vender a terceiros ou aos acionistas interessados em obter mais ações. Segundo cremos, o “interesse da sociedade”, *i.e.*, dos acionistas em modo coletivo, nos termos desenvolvidos no primeiro capítulo, impõe que a sociedade tente sempre vender as ditas ações sobrantes, antes de as adquirir: primeiramente, aos acionistas interessados; inexistindo, secundariamente, a terceiros.

Em *sexto lugar*, optando a sociedade por não vender as “ações sobrantes”, não se clarifica se isso implica, *de per sí*, a sujeição ao regime “regra” da aquisição de ações próprias. De qualquer forma, parece-nos que não. Isto porque, trata-se de uma opção da sociedade! Só após o decurso daquele prazo de 30 (trinta) é que esta fica, automaticamente, titular das “ações sobrantes”. Nessa altura sim, fará sentido aplicar o regime das ações próprias.

Em sétimo, e último, lugar, conforme questiona certa Doutrina<sup>342</sup>, fica por saber através de que fenómeno jurídico se convertem as “ações sobrantes” em “ações novas”, na medida em que, nos termos do n.º 5 do artigo 23.º-E CVM, o reagrupamento já produziu efeitos.

### 3.3. Das “ações sobrantes”: um novo conceito de ação?

I. Nos termos descritos no ponto anterior, com a operação de (re)agrupamento é possível que o acionista fique com aquilo que o legislador denomina “ações sobrantes”, sempre que o coeficiente aplicado não permita atribuir um número inteiro de ação.

Nesse sentido, cumpre aferir o que “ações sobrantes”. Serão, ainda, verdadeiras ações?

Salvo melhor opinião, não.

II. Pese embora o legislador adote a nomenclatura “ações sobrantes”, não estamos perante uma verdadeira ação, atendendo às diferentes aceções de ação, que apresentámos precedentemente.

Desde logo, não representam uma fração do capital social. Isto porque, após o (re)agrupamento, o capital social da sociedade é dividido em várias ações, com um valor (nominal) diferente do das antigas. Donde, as “ações sobrantes” não constam dos estatutos.

Igualmente, não poderão assumir-se como participação social (medida da posição do acionista na sociedade), na medida em que, sendo “sobrantes”, não permitem atribuir, após o (re)agrupamento uma ação por inteiro. Pelo que, encontram-se impossibilitadas de constituir um título que incorpora a condição de acionista, assim como um instrumento financeiro negociável.

Consequentemente, apenas poderão assumir-se como *frações de ações*, dado serem suscetíveis de união a outras frações para formar uma nova ação.

Vejamos.

III. O problema dos “restos”, decorrente da falta de coincidência perfeita entre o número de ações a (re)agrupar e a receber, não é exclusivo da operação de (re)agrupamento.

Na verdade, também ao nível das situações de aumentos e redução de capital ele se coloca. E, bem assim, nos casos de fusão de sociedade.<sup>343</sup>

Ora, ao nível da alteração do capital social, dispõe o artigo 458.º, n.º 3 do CSC, “Não tendo havido alienação dos respectivos direitos de subscrição, caduca o direito de preferência das acções antigas às quais não caiba número certo de acções novas; aquelas que, por esse motivo, não tiverem sido subscritas são sorteadas uma só vez, para subscrição, entre todos os accionistas.” Isto significa que, existindo “ações sobrantes”, em sede de aumento do capital, o direito a adquirir novas ações caduca, mediante o desembolso pelo acionista de uma quantia em dinheiro.

<sup>342</sup> Cf. SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS e DIOGO PESSOA, *O reagrupamento...*, op. cit., p. 45.

<sup>343</sup> Cf. VENTURA, RAÚL, *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1990, p. 87.

Em sede de (re)agrupamento, porém, a natureza do direito é diferente! Efetivamente, o que aqui está em causa é saber se o direito do acionista pode ser extinto, sem o seu consentimento, a benefício da operação que, de outro modo, pode tornar-se irrealizável.

O legislador entendeu que sim! Pois, repetimos, atribui à sociedade a faculdade de adquirir ou promover a venda das ditas “ações sobrantes”, pelas quais o acionista terá direito a receber uma contrapartida em dinheiro, podendo, em ultimo caso, tornar-se delas titular (cf. n.ºs 3, 4, 5, 6 e 7 do artigo 23.º-E).

Acontece que, conforme adverte certa Doutrina, que acompanhamos, pese embora a propósito da fusão de sociedades, que denota afinidades com a operação de (re)agrupamento, “o interesse dos outros sócios em proceder à fusão não tem força bastante para afastar da sociedade quem nela queira continuar, quer se trate de pura perda do direito, quer lhe acenem com uma contrapartida em dinheiro; nem interessa distinguir se o sócio puramente é afastado ou apenas perda uma parte da sua participação, pois a maioria não pode, no seu interesse, reduzir a participação de um sócio.”<sup>344</sup>.

Devido a isso, o legislador veio impor a obrigatoriedade de os acionistas indicarem na deliberação social que aprovou o (re)agrupamento a indicação de um concreto interesse justificativo (cf. alínea a), n.º 9 do artigo 23.º-E), aspeto que analisaremos no ponto seguinte.

Além disso, veio estabelecer que, no período durante o qual a sociedade pode adquirir ou vender as ações sobrantes dos acionistas, estes terão os direitos a eles inerentes suspensos, por aplicação do regime das ações próprias (cf. n.º 6 do artigo 23.º-E).

Todavia, o (re)agrupamento não suspende os direitos correspondentes às ações de que o acionista é titular, sempre que este *i)* não possua o número de ações suficiente para receber uma nova ação ou, *ii)* o número exato de ações para receber um número exato de ações, conforme vimos *supra*.

Pelo contrário, extingue-os. Isto porque, o acionista encontrar-se-á impossibilitado de receber a atribuição de uma ação por inteiro. Pelo que, inexistindo, não conseguirá exercer os direitos inerentes às ações<sup>345</sup>.

Neste circunstancialismo, reafirmamos, é criticável o pensamento do legislador quanto sustenta que os acionistas que não tenham um número suficiente de ações para receber uma nova, em função do (re)agrupamento, serão titulares de “ações sobrantes”, as quais, por aplicação do regime das ações próprias, ficarão com todos os direitos suspensos, durante o período em que a sociedade as pode adquirir ou vender (cf. n.ºs 5 e 6 do artigo 23.º-E).

Objetivamente, nada há a suspender, pois não estamos perante ações.

Antes, *frações* de ações, que tornam os direitos a elas inerentes em *direitos parciais*, no sentido de que, enquanto não se verificar a “reconstituição” de uma unidade individual de ação, pela reunião de vários direitos parciais, não poderão ser exercidos<sup>346</sup>.

<sup>344</sup> Cit. in., VENTURA, RAÚL, *Fusão, Cisão, Transformação...*, op. cit., p. 87.

<sup>345</sup> Vide *supra*, acerca da aceção da ação como participação social, p. 58-59 e notas 253 e 254.

<sup>346</sup> Estão em causa, nomeadamente, os direitos (subjctivos) previstos no artigo 21.º CSC: direito aos lucros do exercício, direito de voto, direito de informação e, direito à gerência.

Este entendimento encontra fundamento doutrinário quanto às operações de fusão<sup>347</sup>, que apresentam afinidades com o (re)agrupamento, visto que, também aí, “[a] relação de troca que tenha sido convencionada e que ficou constando do projeto de fusão pode deparar dificuldade prática de aplicação por falta de coincidência perfeita entre o número de ações a “trocar”. Pode, com efeito, suceder que um accionista da sociedade incorporada ou da sociedade fundida não possua o número de ações suficiente para receber uma ação da sociedade incorporante ou da nova sociedade, bem como é possível que um accionista não possua o número exacto de ações para receber um número exacto de ações”<sup>348</sup>.

Fruto da afinidade existente, estamos em crer que a solução exposta é transponível para o (re)agrupamento de ações.<sup>349</sup>

Neste quadro, inere pouco rigor técnico-terminológico à expressão “ações sobrantes”.

### 3.4. O “interesse social” como fundamento da operação de (re)agrupamento e salvaguarda dos direitos de propriedade individual dos acionistas

I. Vimos já que a operacionalização do (re)agrupamento de ações por parte da sociedade depende da sua aprovação em deliberação da Assembleia Geral de acionistas.

Dessa deliberação deverá constar, por força da alínea a), do n.º 9 do artigo 23.º-E, “[o] interesse social que determina o reagrupamento”.

Ora, conforme asseverámos no capítulo I, o “interesse da sociedade” equivale aos interesses efetivamente comuns a todos os acionistas no momento da aquisição dessa qualidade, altura em que aqueles preveem que a solidariedade de interesses se manterá. Assim, a comunhão de interesses dos acionistas só é qualificável como “interesse da sociedade” quando se ligue à causa comum do ato constituinte da sociedade – em regra, já o afirmámos, o escopo lucrativo. É essa causa que justifica a existência da sociedade. Donde, o “interesse da sociedade” distingue-se de quaisquer outros interesses dos acionistas que a sociedade, teoricamente, seja apta a satisfazer.

Consequentemente, a par dos próprios estatutos, o “interesse da sociedade” apresenta-se demasiado vago, necessitando de ser concretizado, em cada momento da vida da sociedade, através de deliberações sociais, pois, ao lado do invariável e predeterminado “interesse da sociedade”, vários outros interesses comuns a todos os acionistas existirão, aptos a conseguir o fim social, *i.e.*, o “interesse da sociedade”. Sendo que, para tal, caberá à maioria em votos decidir.

É, precisamente, o que se verifica em sede de (re)agrupamento de ações.

Objetivamente, o que se exige é a indicação de um concreto motivo que apresente uma relação de causalidade com o (re)agrupamento e justifique a sua aprovação e realização<sup>350</sup>. Sendo que,

<sup>347</sup> Cf. VENTURA, RAÚL, *Fusão, Cisão, Transformação...*, *op. cit.*, p. 87-88.

<sup>348</sup> Cit. in. *Idem* *Ibidem*, p. 84.

<sup>349</sup> No mesmo sentido, SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS e DIOGO PESSOA, *O reagrupamento...*, *op. cit.*, p. 47-48.

<sup>350</sup> Cf. SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS e DIOGO PESSOA, *O reagrupamento...*, *op. cit.*, p. 49.

reafirmamos, esse concreto interesse há-de ser determinado pela maioria (em votos), e ser apto a satisfazer o fim social, o que é dizer, o “interesse da sociedade”, *i.e.*, dos acionistas em modo coletivo, à luz do seu fim e das suas estratégias<sup>351</sup>, neste caso, no mercado de capitais.

II. A exigência de indicar um concreto interesse é relevante.

Com efeito, o facto de caber à maioria (em votos) optar pelo meio (comum) que consideram mais apto para prosseguir o “interesse da sociedade” não significa que a maioria possa definir mais concretamente o interesse como quiser, em prejuízo dos acionistas minoritários. Reiteramos: o seu poder é limitado, quer pelo contrato da sociedade, quer pelos princípios da boa fé e do abuso do direito.

É neste contexto que aquela exigência ganha preponderância, enquanto limitação imposta à conduta da maioria, a par da necessidade de garantir o respeito pelo princípio da proteção dos investidores, nos moldes *supra* expostos.

Efetivamente, consistindo o (re)agrupamento na “divisão do número de ações por um coeficiente aplicável a todas as ações na mesma proporção, fixado de acordo com o princípio da proteção dos investidores” (artigo 23.º-E, n.º 1), a indicação de um concreto interesse permitirá aferir se este justifica o concreto coeficiente fixado. E, por sua vez, impugnar a deliberação que aprovou o (re)agrupamento sempre que um concreto acionista considere o coeficiente fixado excessivo, por não lhe ter permitido ficar com qualquer das novas ações, deixando de ser, em resultado disso, acionista.

Consequentemente, devendo a operação de (re)agrupamento fundar-se num concreto interesse, a sua falta de indicação ou incomprovada fundamentação, constitui inobservância de norma imperativa. Donde, verificando-se um desses casos, haverá legitimidade para arguir a anulabilidade da deliberação da Assembleia Geral de alteração do contrato de sociedade em que foi deliberado e aprovado o (re)agrupamento de ações (cf. artigo 58.º, n.º 1, alínea b) CSC). Logicamente que, o direito acionado nestas circunstâncias reportar-se-á à data da tomada da deliberação, pois, reafirmamos, às “ações sobrantes” não inerem direitos, por não serem ações.

III. A exigência de indicação do “interesse social que determina o reagrupamento” permitirá, igualmente, comprovar da *proporcionalidade* entre o motivo invocado pela sociedade e a lesão de direitos individuais de propriedade.

Precisemos.

Por um lado, não podemos deixar de notar, a operação de (re)agrupamento tem um impacto relevantíssimo na esfera jurídica de cada acionista. Pois, no limite, poderá conduzir à perda da sua qualidade de acionista, caso detenha ações das quais apenas nasçam frações, em resultado do coeficiente aplicado.

Por outro lado, o legislador atribui à sociedade, *i.e.*, aos acionistas em modo coletivo, singulares poderes de disposição sobre aquelas frações, tal como descrito anteriormente, que afetam as

---

<sup>351</sup> Vide, *supra*, quanto aos pressupostos e motivos pelos quais uma sociedade decide (re)agrupar as suas ações, secção II do presente capítulo, p. 73.

participações sociais e a própria qualidade de acionista, aspetos inerentes à esfera jurídica do acionista, tipicamente intangível.

Na verdade, sendo a participação social definível como o “conjunto unitário de direitos e obrigações actuais e potenciais do sócio (enquanto tal)”<sup>352</sup>, só excepcionalmente poderá ser afetada.

Daí que, no nosso modo de ver, a operação de (re)agrupamento deverá ter na sua base um motivo suficientemente apto a justificá-la, sob pena de as restrições e compressões aos direitos de propriedade individual que o regime comporta serem inadmissíveis e inconstitucionais.

Não podemos esquecer que o direito de propriedade privada é um direito fundamental, constitucional garantido no artigo 62.º da CRP, cuja restrição deverá limitar-se ao necessário para salvaguardar outros direitos ou interesses constitucionalmente garantidos (cf. artigo 18.º, n.º 2 CRP), num quadro de proporcionalidade.

Nestes termos, estamos em crer, existindo clara e grosseira desproporcionalidade entre o motivo invocado pela sociedade e a conseqüente lesão dos direitos do acionista em concreto, haverá legitimidade para este arguir a anulabilidade da deliberação por abusiva.

---

<sup>352</sup> Cf. ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso de...*, Vol. II, op. cit., p. 195.

## CONCLUSÃO

Tendo em consideração às interrogações e problemáticas enunciadas introdutoriamente, e o consequente desenvolvimento feito em sua resposta, cremos estar em condições de formular as seguintes conclusões:

1. O interesse irrompe na vida das pessoas singulares e coletivas, sendo condição inata à vida em sociedade, enquanto critério guia na prossecução de objetivos.

2. A nível societário, o interesse é vetor enformador e orientador da vida das sociedades comerciais, essencial à formação da vontade societária e ao exercício da atividade social.

3. Resultando do impulso contratual dos sócios/acionistas, o “interesse da sociedade” é definido coletivamente no momento da constituição da sociedade e da elaboração dos respetivos estatutos, altura em que se gera um consenso, sobre o exercício coletivo de uma atividade e os termos desse exercício, do qual nascerá um interesse comum assente numa solidariedade de interesses.

4. Visando os sócios/acionistas com a criação da sociedade o exercício coletivo de uma atividade, o “interesse da sociedade” identifica-se com o *fim* para o qual esta foi criada, traduzível na obtenção de lucros através do exercício em comum de uma atividade.

5. O “interesse da sociedade” distingue-se de quaisquer interesses dos acionistas que a sociedade seja apta a satisfazer, mas que não corresponda ao inicialmente comum a todos, e para o qual a sociedade existe. Qualquer outro interesse não merece aquela qualificação.

6. O interesse assente na própria sociedade, enquanto instituição diferente dos acionistas constitui uma abstração. A sociedade não é separável daqueles. Antes um mecanismo técnico-jurídico de prossecução e maximização dos seus interesses comuns/coletivos, a partir da interposição da personalidade coletiva da sociedade. Onde,

7. O objetivo da governação societária é a maximização do valor da sociedade para o sócio/acionista.

8. Num primeiro momento, atendendo que o “interesse da sociedade”, constante das declarações negociais dos acionistas, no momento da sua constituição, se apresenta demasiado vago, competirá aos próprios acionistas, coletivamente, através de deliberações suas, e por maioria, precisar o projeto económico pretendido, no intuito de tutelar o(s) seu(s) investimento(s), *i.e.*, delimitar o meio mais apto para conseguir o fim social. Em resultado disso, têm um preponderante papel na conformação da sociedade, traduzível em muitos aspetos: *i)* delimitação da conduta da administração; *ii)* designação e destituição dos membros do conselho de administração; *iii)* aprovação das contas anuais; *iv)* alterações ao contrato a sociedade; *v)* processos de fusão, cisão, transformação e/ou de dissolução; *vi)* responsabilidade dos administradores pela sua conduta, destituindo-os ou responsabilizando-os em nome da sociedade.

9. Num segundo momento, dentro dos termos elencados no contrato de sociedade e nas deliberações sociais, compete ao conselho de administração concretizar o projeto económico dos

acionistas, no âmbito do seu poder-dever de administração da sociedade, inerente à relação fiduciária existente entre administradores e sociedade.

**10.** O “interesse da sociedade” resulta, assim, das coordenadas legais (o escopo lucrativo), do objeto social fixado nos estatutos e das deliberações dos acionistas. E, no contexto da obrigação de administração dos órgãos da sociedade anónima, define a conduta devida pelos titulares dos órgãos sociais: a prossecução e concretização do interesse dos acionistas em modo coletivo.

**11.** Existe, neste sentido, uma repartição de competências entre a assembleia geral de acionistas e o conselho de administração, que traduz uma relação fiduciária entre os administradores e a sociedade e, por sua vez, um equilíbrio entre a posição dos acionistas e a operacionalidade da sociedade anónima, enquanto associação finalística e instrumento técnico-jurídico de realização de interesses coletivos e duradouros dos acionistas. Consequentemente,

**12.** O dever societário de prossecução do “interesse da sociedade” e o dever de administração da sociedade encontram-se funcionalmente ligados, justificando a existência de um dever de lealdade.

**13.** Embora com manifestações e intensidades diferentes, o dever de lealdade vincula acionistas (individualmente considerados) e administradores, atenta a ligação especial de ambos com a sociedade e o inerente poder de influência destes e daqueles sobre a sociedade.

**14.** A nível dos acionistas, não existe uma previsão de âmbito geral do dever de lealdade; mas, quanto aos órgãos de administração, rege, particularmente, o disposto no artigo 64.º, n.º 1, b) do CSC, do qual constam deveres fiduciários, cuja *ratio* se justifica pela expectativa de um comportamento reto e leal dos administradores perante a sociedade, na qualidade de gestores de bens alheios.

**15.** Contudo, ao contrário do que sufraga o nosso legislador, o dever de exercer as competências dos órgãos sociais na prossecução do “interesse da sociedade” não depende de um dever de lealdade.

**16.** O dever de prossecução do “interesse da sociedade” é decorrência imediata do dever de administrar a sociedade, integrando, por isso, o estado de administrador. Logo, não é necessário fazer intervir a lealdade. Só o dever de administrar permite maximizar interesses. Pelo que, o dever de lealdade funciona enquanto critério de orientação na resolução de conflitos de interesses no âmbito do dever de prossecução do “interesse da sociedade”.

**17.** Na prossecução do “interesse da sociedade”, não compete aos administradores prosseguir, sem mais, “os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores”, nos termos previstos no artigo 64.º, n.º 1, alínea b) do CSC. Isto porque,

**18.** Esses interesses não integram o conceito “interesse da sociedade”. Este, efetivamente, é só dos acionistas.

**19.** A sociedade pode, naturalmente, prosseguir outros interesses, para além daqueles para que especificamente foi criada, nomeadamente quando sejam instrumentais perante o “interesse da sociedade” ou decorrentes de imposições legais. Todavia, isso não permite inferir que integram o conceito de “interesse da sociedade”.

**20.** Reiteramos: o “interesse da sociedade” é um interesse jurídico, definido pelo Direito (o escopo lucrativo) concretizado pelos acionistas e densificado pelos órgãos sociais, diferente de qualquer outro que não seja aquele para o qual a sociedade existe.

**21.** Só por via secundária os administradores devem atender a outros interesses, num quadro de heterolimitação, pois, se assim não fosse, a responsabilidade daqueles para com a sociedade não poderia ser excluída por mera deliberação dos acionistas, o que desvirtuaria o sistema de responsabilidade dos administradores tal qual configurado no CSC. Nesse sentido,

**22.** No cumprimento da obrigação de administrar para maximizar o “interesse da sociedade”, os interesses doutros sujeitos, que não os acionistas, apenas serão relevantes quando existam várias alternativas possíveis para a prossecução daquele. Porém,

**23.** Em caso de conflito, prevalecerá o “interesse da sociedade”, *i.e.*, o interesse comum dos acionistas enquanto acionistas, na medida em que, é a ele que os administradores devem obediência, por força da relação fiduciária que lhes inere e do preponderante papel dos acionistas na conformação da sociedade, nos termos indicados na conclusão oito. Só assim não sucederá se ocorrer um sacrifício desproporcionado dos outros sujeitos a que a lei societária faz referência, impondo-se, perante cada caso concreto, a procura de um equilíbrio, num quadro de “responsabilidade social da empresa”. Concludentemente,

**24.** Os administradores devem justificar a sua conduta, primariamente, com base no interesse coletivo dos acionistas. Mas, quando estiverem perante várias alternativas admissíveis para assegurar esse interesse, deverão, secundariamente, ter em conta os demais interesses a que o legislador societário faz referência no artigo 64.º, n.º 1, b) do CSC.

**25.** Enquanto subtipo de sociedade anónima, a sociedades aberta e, dentro desta, a cotada, constitui o expoente máximo da potenciação do “interesse da sociedade”.

**26.** Consistindo o “interesse da sociedade” na obtenção de lucros através do exercício em comum de uma atividade, a sociedade aberta e, especialmente, cotada assume-se como um meio apto e idóneo para o alcançar. Caraterizando-se por ter o capital social aberto ao investimento do público, assume-se como forma jurídica idónea a satisfazer as necessidades de financiamento da empresa, na medida em que, inserindo-se no sistema financeiro, emite ações através de ofertas públicas de subscrição, com as quais consegue, primariamente, captar aforradores e/ou investidores, dispostos a transformar o seu capital de poupança em capital empresarial, através da subscrição do respetivo capital social no momento da sua emissão. Secundariamente, caso tenha as suas ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, consegue, através de ofertas públicas de venda, propor a destinatários indeterminados a compra de ações, previamente emitidas e subscritas, alargando, desse modo, as suas fontes de financiamento e aumentando a liquidez.

**27.** É certo que, internamente, a configuração societária da sociedade aberta denota, em virtude da dispersão do capital social, variadas relações de poder a nível interno, com a consequente intensificação dos problemas de agência *verticais* (na relação acionista-administrador) e *horizontais* (na relação entre acionistas), traduzíveis, respetivamente, numa maior probabilidade de desvio entre o fim prosseguido pela sociedade e os atos praticados pelos administrador, e na prevalência de um acionista

controlador/majoritário. Porém, esta realidade não permite asseverar da inexistência de um preponderante papel do acionista na conformação da sociedade.

**28.** Constituindo um subtipo de sociedade anónima, são aplicáveis em sede de sociedades abertas e cotadas todas as disposições do CSC referentes à sociedade anónima em geral. Pelo que, também neste tipo societário são os acionistas, através de deliberações suas, tomadas em Assembleia geral, que, *v.g.*, nomeiam e delimitam a conduta da administração, podendo destituí-la e, no limite, responsabilizá-la. Mais, a presença de um acionista controlador, embora acarrete custos de agência específicos, poderá trazer benefícios em termos de valor da empresa e de performance, por força dos incentivos que tem para monitorizar a administração, dado o valor elevado do seu investimento na sociedade, o que permitirá, inevitavelmente, exercer um relevante papel na conformação da sociedade, e, em resultado disso, obter ganhos de eficiência que aproveitarão a toda a sociedade, *i.e.*, aos demais acionistas.

**29.** Neste contexto, inexistente uma efetiva separação entre a propriedade e o controlo da sociedade, traduzível na alienação dos acionistas relativamente à condução da atividade social.

**30.** A qualidade de sociedade aberta e cotada serve o “interesse da sociedade”, o que é dizer, os interesses comuns dos acionistas enquanto acionistas. Das coordenadas sistemáticas da aplicação do artigo 64.º, n.º 1, alínea b) do CSC, resulta que, cremos, compete à administração promover esses interesses, com base num fator de ponderação no conflito de agência frequente neste subtipo de sociedade anónima, entre os acionistas institucionais (interessados na obtenção de lucro no curto prazo) e os outros acionistas (interessados em políticas de longo prazo). Sendo que,

**31.** Para a prossecução desses interesses, revela-se fulcral garantir uma saudável negociação das ações em mercado regulamentado, desenvolvendo políticas de controlo do risco de mercado e do risco de liquidez, intrinsecamente conexos àquela negociação. Isto porque, um elevado número de ações disponíveis no mercado, associado a um reduzido valor de cotação, faz com que esses títulos tenham um elevado nível de liquidez e também uma maior volatilidade.

**32.** O (re)agrupamento de ações sem redução do capital social é uma dessas políticas: permitindo aumentar o valor contabilístico das ações, a sociedade cotada conseguirá reduzir a amplitude das quedas e das valorizações dos títulos. Com isso: *i)* fomentará uma melhor imagem junto dos investidores, potenciado o financiamento por capitais próprios, através da subscrição de ações, em detrimento de capitais alheios, na medida em que um investidor terá maior interesse em aplicar as suas poupanças numa sociedade que apresente um valor de cotação por ação alto, por, psicologicamente, presumir um retorno de investimento mais rápido, efetivo e seguro; e, *ii)* conseguirá, em última instância, monitorizar a qualidade de sociedade aberta e cotada, atenta a diminuição da volatilidade e o incremento da dispersão das ações pelo público.

**33.** Concludentemente, por princípio, (re)agrupar ações é bom. Todavia, de nada vale (re)agrupar ações se não existirem, ao mesmo tempo, mudanças sérias na gestão, estrutura ou estratégia da sociedade, ou os fatores externos a esta não forem favoráveis. Sem isso, a médio e longo prazo o valor de cotação por ação reduzir-se-á.

**34.** O legislador português, reconhecendo utilidade à operação de (re)agrupamento de ações sem redução do capital social, na melhoria da capacidade de atração dos investidores e na prevenção da variação brusca e anormal da cotação das ações, procurou regulamentá-la.

**35.** Porém, fê-lo de modo incipiente.

**36.** Objetivamente, o regime do (re)agrupamento de ações tal qual configurado no (novo) artigo 23.º-E do CVM não promove a segurança jurídica que se proclama no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 63.º-A/2016, de 23 de setembro, que regulamentou a operação.

**37.** Limitando sem fundamento a sua aplicação às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral, o legislador configurou a operação através da aplicação dum coeficiente a todas as ações na mesma proporção, sem exigência expressa de resto zero no total da operação.

Em consequência disso, criou um novo conceito, de “ação sobrança”, para os casos em que, da aplicação daquele coeficiente, resulte um número de ações que não permita a atribuição de um número inteiro de ação, *i.e.*, de uma nova ação, e pelas quais o acionista terá direito ao recebimento de uma contrapartida.

Consequentemente, existindo “ações sobranças”, na data da produção dos efeitos do (re)agrupamento, os acionistas, além de receberem o número de ações “completas” a que tiverem direito, por aplicação do coeficiente, manter-se-ão titulares daquelas “ações sobranças”, que terão todos os direitos suspensos, por aplicação do regime das ações próprias.

Ora, esta conceção legislativa é extraordinariamente criativa: o legislador impõe a suspensão de direitos sobre algo a que não inerem direitos. As ditas “ações sobranças” não são ações, pois, em função do (re)agrupamento, deixaram de representar o capital social. Donde, o regime tal qual configurado falseia a realidade, pois dá a entender ao acionista que detenha essas frações que as pode vender como se fossem ações, no permeio entre a deliberação que aprovou a operação e a data de produção de efeitos desta, num prazo nunca inferior a quinze dias.

**38.** Mais surpreendente é a faculdade atribuída à sociedade para, nos 30 (trinta) dias seguintes à data de produção de efeitos do (re)agrupamento, adquirir ou promover a venda das ditas “ações sobranças”, por conta dos respetivos titulares e pela contrapartida fixada. Dessa venda, porém, além do preço, não se sabe rigorosamente mais nada, conforme desenvolvidamente demonstrámos, *supra*, em sede própria. Além disso, Não se verificando aquela a venda, o legislador impõe automaticamente a titularidade das “ações sobranças” à sociedade, num claro quadro de resgate compulsório, atentatório da unidade da participação social do acionista.

**39.** Nesse circunstancialismo, como se poderá, verdadeiramente, assegurar a segurança jurídica e a proteção dos investidores? Não teria sido mais adequado e acertado que, após a produção de efeitos do (re)agrupamento, a sociedade adquirisse as “ações sobranças”, pela contrapartida fixada, conseguindo-se com isso a formação de novas ações na esfera da sociedade, após o que procederia à sua venda? Estamos em crer que sim.

**40.** Apesar de tudo, o legislador merece aplauso quando opta por exigir a indicação de um concreto interesse justificativo para a sociedade proceder ao (re)agrupamento das suas ações.

Efetivamente, inexistindo essa exigência, o princípio da proteção dos investidores sairia gorado, pois seria difícil aferir da justiça do coeficiente aplicado na operação, e a comprovação da proporcionalidade entre o motivo invocado pela sociedade e a lesão de direitos individuais de propriedade inexistiria.

## BIBLIOGRAFIA

ABREU, JORGE COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial*, Volume II, 5.<sup>a</sup> ed. (reimpressão), Coimbra, Almedina, 2016.

- *Da empresarialidade – As empresas no Direito*, Coimbra, Almedina, 1996

ALBUQUERQUE, PEDRO DE, *Direito de preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anónimas e por quotas*, Coimbra, Almedina, 1993.

ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais – Valores Mobiliários e Mercados*, Volume I, 6.<sup>a</sup> edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2011.

- *Sociedades Comerciais – Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. II, 7.<sup>a</sup> edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2013.

ANTUNES, J. ENGRÁCIA, *Os Grupos de Sociedades*, Coimbra, Almedina, 1993.

- *Os Instrumentos Financeiros*, 3.<sup>a</sup> ed., Almedina, Coimbra, 2017.

ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, *Direito comercial*, Volume IV, Sociedades Comerciais – Parte Geral, Lisboa, AAFDL, 2000.

- *Direito Civil: Teoria Geral – Introdução, As pessoas, Os bens*, Volume I, Coimbra, Coimbra Editora, 2000.

- *Direito Comercial III – Títulos de Crédito*, AAFDL, Lisboa, 1992.

CÂMARA, PAULO, *Manual Direito dos Valores Mobiliários*, 3.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina, 2016.

- *Conflito de interesses no direito financeiro e societário: um retrato anatómico*, em *Conflito de Interesses do Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a partir da Crise Financeira*, Coimbra, Almedina, 2010.

CARRILHO, FERNANDA, *Dicionário de Latim Jurídico*, Coimbra, Almedina, 2006.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Tratado de Direito Civil Português*, Tomo I, Coimbra, Almedina, 2009.

- *Tratado de Direito Civil Português*, Tomo VI, 2.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina, 2012.

- *Direito das Sociedades*, Tomo I, Parte Geral, 3.<sup>a</sup> ed., Almedina, Coimbra, 2011.

- *A lealdade no direito das sociedades*, *Revista Ordem dos Advogados*, n.º 66, 2006.

- *Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais*, Lisboa, LEX Edições Jurídicas, 1996.

- *Das acções próprias: dogmática básica e perspectivas de reforma – I*, RDS, Ano I, Vol. III, Coimbra, Almedina, 2009.

- CORREIA, LUÍS BRITO, *Direito Comercial – Sociedades Comerciais*, Volume II, Lisboa, AAFDL, 1989.
- COSTA, RICARDO, *Responsabilidade civil societária dos administradores de facto*, Temas societários, Colóquios n.º 2, Coimbra, Almedina, 2006.
- CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª ed., Coimbra, Almedina, 2012.
- *O (re)agrupamento de ações (só) nas sociedades cotadas*, Revista Direito das Sociedades, Ano VIII, Vol. 16, Coimbra, Almedina, 2016.
  - *Aspetos críticos da aplicação prática do regime das ações sem valor nominal*, in PAULO DE TARSO DOMINGUES / MARIA MIGUEL CARVALHO (coord.), *Capital social livre e ações sem valor nominal*, Coimbra, Almedina, 2011.
- ESTACA, JOSÉ, *O interesse da sociedade nas deliberações sociais*, Coimbra, Almedina, 2003.
- FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, *A business judgement rule no quadro dos deveres gerais dos administradores*, ROA, Ano 67, Lisboa, 2007.
- FRANÇA, MARIA AUGUSTA, *A estrutura das sociedades anónimas em relação de grupo*, Lisboa, AAFDL, 1990.
- FRANCISCO, PAULO, *Liquidez e Características Intrínsecas das ações - o caso do mercado europeu*, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 35, 2010.
- GOMES, JOSÉ FERREIRA, *A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*, s.n., Lisboa, 2013.
- JUSTO, ANTÓNIO DOS SANTOS, *Introdução ao Estudo do Direito*, 2.ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2003.
- LABAREDA, JOÃO, *Das Ações das Sociedades Anónimas*, AAFDL, Lisboa 1988.
- LEITÃO, LUÍS MENEZES, *Pressupostos de exclusão de sócio nas sociedades comerciais*, Lisboa, 1998.
- MAIA, PEDRO, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, s. ed., FDUC, 2010.
- MAGALHÃES, VÂNIA, *A conduta dos administradores das sociedades anónimas: deveres gerais e interesse social*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 1, Vol. I, Coimbra, Almedina, 2009.
- MARTINEZ, PEDRO ROMANO, *Direito do Trabalho*, 7.ª ed., Coimbra, Almedina, 2015.
- MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, *Capacidade e Representação das Sociedades Comerciais*, Problemas do Direito das Sociedades, Coimbra, IDET/Almedina, 2002.
- *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. VI (artigos 373.º a 480.º), art. 405.º, Coimbra, Almedina, 2013.

- *Cláusulas do Contrato de Sociedade que limitam a transmissibilidade das ações: sobre os artigos 328.º e 329.º do CSC*, Coimbra, Almedina, 2006.

MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL e MARIA ELISABETE RAMOS, *As Participações Sociais*, in AAVV, Estudos de Direito das Sociedades, 10.ª edição, Coimbra, Almedina, 2010.

MORAIS, JORGE ALVES e JOANA MATOS LIMA, *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, Lisboa, Quid Juris Editora, 2015.

MÚRIAS, PEDRO, *O que é um interesse no sentido que geralmente interessa aos juristas?*, Estudos em memória do Prof. J. L. Saldanha Sanches, Vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2011.

NEVES, ANTÓNIO Castanheira, *Lições de introdução ao estudo do direito*, polic., Coimbra, 1968-69.

NUNES, PEDRO CAETANO, *Corporate Governance*, Coimbra, Almedina, 2006.

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Governo das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 2017.

- *A responsabilidade civil dos administradores nas sociedades em relação de grupo*, Coimbra, Almedina, 2007.
- *Grupos de sociedades e deveres de lealdade – Por um critério unitário de solução do “conflito de grupo”*, s. ed., FDUL, 2010.
- *Manual de Corporate Finance*, Almedina, Coimbra, 2015.
- *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, RDS, Ano VII, Coimbra, Almedina, 2015.

PINTO, CARLOS MOTA, *Teoria Geral do Direito Civil*, 3.ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 1985.

- *Teoria Geral do Direito Civil*, 4.ª ed., editada por ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, e PAULO MOTA PINTO, Coimbra Editora, Coimbra, 2005

PINTO, PAULO MOTA, *Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo*, Vol. 1, Coimbra, Coimbra Editora, 2008.

RAMOS, ELISABETE GOMES, *Responsabilidade civil dos administradores e directores de sociedades anónimas perante os credores sociais*, Coimbra, Coimbra Editora, 2002.

REGO, MARGARIDA LIMA, *Contrato de Seguro e Terceiros: Estudo de Direito Civil*, Coimbra, Coimbra Editora, 2010.

RIBEIRO, MIGUEL VALGÔDE, *Análise da Evolução da Liquidez no Mercado Acionista Português. O Impacto da Fusão das Bolsas e Entrada na Euronext*, Tese de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra – FEUC, s. ed., 2015.

SANTO, JOÃO ESPÍRITO, *Sociedades por quotas e anónimas: vinculação – objeto social e representação plural*, Coimbra, Almedina, 2000.

SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS, *Estrutura Associativa e Participação Societária Capitalística - Contrato de sociedade, Estrutura societária e participação do sócio nas sociedades capitalísticas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2006.

SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS e DIOGO PESSOA, *O reagrupamento de ações (reverse stock split) – primeiras notas ao regime instituído pelo Decreto-Lei n.º 63-A/2016 de 23 de setembro*, DSR, ano VIII, vol. 16, Coimbra, Almedina, 2016.

SERENS, MANUEL, *Notas sobre a Sociedade Anónima*, 2.ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, 1997.

SERRA, CATARINA, *Entre Corporate Governance e Corporate Responsibility: Deveres fiduciários e “interesse social iluminado”*, I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, Almedina, 2011.

SILVA, PAULA COSTA E, *Sociedade aberta, domínio e influência dominantes*, RFDUL (sep.), Vol. XLVIII, n.ºs 1 e 2, Coimbra, Coimbra Editora, 2007.

SILVA, MANUEL GOMES DA, *O dever de prestar e o dever de indemnizar*, Vol. I, Lisboa, s. ed., 1994.

TELLES, INOCÊNCIO GALVÃO, *Introdução ao estudo do direito*, Vol. I, reimpressão, Lisboa, AAFDL, 1997.

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2006.

- *Responsabilidade Civil dos Gestores das Sociedades Comerciais*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 1, Vol. 1, Coimbra, Almedina, 2009.
- *Teoria Geral do Direito Civil*, 7.ª ed., Coimbra, Almedina, 2012.
- *Direito Comercial – Títulos de Crédito*, AAFDL, Lisboa, 1989.

VEIGA, ALEXANDRE BRANDÃO, *Transmissão de valores mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2004.

VENTURA, RAÚL, *Sociedades por Quotas*, Vol. III, Coimbra, Almedina, 1996.

- *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1990.

VENTURA, RAÚL e BRITO CORREIA, *Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anónimas e dos gerentes de sociedades por quotas*, Boletim do Ministério da Justiça, n.º 192, 1970.

XAVIER, VASCO DA GAMA LOBO, *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*, Coimbra, 1998.