



INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

**OS DIREITOS DOS ACIONISTAS NAS SOCIEDADES COTADAS
A TRANSPOSIÇÃO DA SHRD II PELA LEI N.º 50/2020 DE 25 DE
AGOSTO**

Teresa Marina Marques

Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho

Orientador:

Professor Doutor António Pereira de Almeida
Professor Auxiliar Convidado do ISCTE - IUL

Coorientador:

Professor Doutor Manuel António Pita
Professor Catedrático Convidado do ISCTE – IUL

outubro, 2021



CIÊNCIAS SOCIAIS
E HUMANAS

**OS DIREITOS DOS ACIONISTAS NAS SOCIEDADES COTADAS
A TRANSPOSIÇÃO DA SHRD II PELA LEI N.º 50/2020 DE 25 DE
AGOSTO**

Teresa Marina Marques

Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho

Orientador:

Professor Doutor António Pereira de Almeida
Professor Auxiliar Convidado do ISCTE - IUL

Coorientador:

Professor Doutor Manuel António Pita
Professor Catedrático Convidado do ISCTE – IUL

outubro, 2021

AGRADECIMENTOS

A elaboração desta dissertação e a conclusão do Mestrado em Direito das Empresas encerra uma fase muito importante da minha vida que se iniciou em 1999, em Coimbra.

Apesar das inúmeras e enriquecedoras experiências académicas, senti a necessidade de regressar aos bancos da faculdade e abraçar este projeto. Estudar no ISCTE-IUL foi extremamente gratificante, senti desde o primeiro dia a energia e a liberdade de estudar numa escola moderna e cosmopolita.

Estes dois últimos anos foram muito exigentes e desafiantes, com todos os constrangimentos que trouxeram às nossas vidas, mas a elaboração desta tese permitiu-me manter o foco e encarar o futuro com confiança.

A realização deste percurso e a apresentação desta tese não seriam possíveis sem os inestimáveis contributos do ilustre Professor Doutor António Pereira de Almeida, que desde o primeiro momento apoiou a minha proposta e que muito me enriqueceu com as suas orientações e ensinamentos. Presto, de igual forma, homenagem ao ilustre Professor Doutor Manuel António Pita, pela sua disponibilidade e motivação.

Agradeço à minha família, em especial ao Duarte e à Carmen, pelo apoio e compreensão, sem eles teria sido muito mais difícil.

E a todos aqueles que de alguma forma me acompanharam neste percurso, aos colegas de mestrado e aos amigos, que deram o seu contributo e me ajudaram a concluí-lo com sucesso.

Um muito obrigada,

RESUMO

No dia 25 de agosto de 2020 foi publicada a Lei n.º 50/2020 que transpõe a Diretiva (UE) n.º 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho de 17 de maio de 2017, relativa a direitos dos acionistas de sociedades cotadas¹ no que concerne ao seu envolvimento a longo prazo, que determinou o aditamento e a alteração de vários artigos do CVM² e revoga a Lei n.º 28/2009 de 19 de junho. A Nova Diretiva é conhecida como a Diretriz dos Direitos dos Acionistas II ou pela sigla inglesa “SHRD II”.

O processo de transposição da SHRD II devia ter sido concluído até 10 de junho de 2019, mas só veio a ocorrer quando já se encontrava em curso o processo de revisão do CVM, sob proposta da CMVM,³ que veio a ser corporizada na proposta de lei n.º 94/XIV/2.ª de 14 de maio de 2021.⁴

Ao longo deste trabalho propomo-nos analisar o processo de transposição da SHRD II e os artigos do CVM onde passaram a estar reguladas matérias relativas à identificação dos acionistas, transparência dos investidores institucionais e gestores de ativos, transparência dos consultores em matéria de votação, política remuneratória e transações com partes relacionadas.

Palavras-Chave: Acionistas; Sociedades Cotadas; SHRD II

¹ Por facilidade de exposição usar-se-á a expressão “sociedades cotadas”, ao invés da expressão “sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”. Sobre estes conceitos, Cf. José Ferreira Gomes e Diogo Costa Gonçalves, in Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas, p. 27,

² aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro;

³ CMVM, 2021, p. 895);

⁴ <https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetailIniciativa.aspx?BID=110806>

ABSTRACT

On August 25th 2020, the Law n.º 50/2020 was published, which transposed the Directive n.º 2017/828 from both the European Parliament (UE) and the Council of May 17th 2017 concerning the shareholders' rights in listed companies on their long-term involvement. This directive not only prompted the amendment of several articles in the Portuguese Securities Market Code but also resulted in the repeal of Law n.º 28/2009 of 19th June. This new directive is also known as Shareholder Rights Directive II or by the acronym "SHRD II".

The SHRD II transposition process should have been completed by 10th June 2019 but its conclusion only happened when the revision of the Portuguese Securities Market Code was already ongoing, on a proposal of Portuguese Securities Market Commission - also known by its Portuguese initials as "CVM". This revision of the Portuguese Securities Market Code resulted on the proposed Law n.º 94/XIV/2.^a of May 14th 2021.

Throughout this thesis, we aim to analyse the transposition process of SHRD II as well as the main CVM articles where are now regulated matters such as shareholders' identification, institutional investors' and asset manager's transparency, advisors' transparency in voting matters, remuneration policy and related-party transactions.

Key-Words: Shareholders; Listed Companies; SHRD II

ÍNDICE

AGRADECIMENTOS	i
ABSTRACT	v
GLOSSÁRIO DE SIGLAS	viii
GLOSSÁRIO	ix
INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO I - A DIRETIVA DOS DIREITOS DOS ACIONISTAS DE 2007: CONTEXTO E TRANSPOSIÇÃO PARA O ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS	3
1.1 A Preocupação subjacente à Diretiva e à Legislação Subsequente	3
1.2 Transposição da Diretiva 2007/36/CE	4
1.3 Impacto do Decreto-Lei nº 49/2010 e a Revisão do CVM	4
CAPÍTULO II - SHRD II	5
2.1 Objetivos Específicos da Diretiva	6
2.2 Âmbito de Aplicação	7
CAPÍTULO III: O ANTEPROJETO DE TRANSPOSIÇÃO DO CNSF	9
3.1 A Diretriz dos Direitos dos Acionistas II (SHRD II) de 2017 e sua Transposição: Pontos-Chave	9
3.2 O conceito de Acionista no CVM	10
3.2.1 Análise dos Arts. 3.º-A a 3.º-D SHRD	11
3.3 Investidores Institucionais, Gestores de Ativos e Consultores em Matéria de Votação (<i>Proxy Advisors</i>)	15
3.3.1 Transposição dos Arts. 3ºG, 3ºH, 3ºI	15
3.3.2 Transparência dos Consultores em Matéria de Votação	17
3.4 Política Remuneratória – O Aumento do Controlo dos Acionistas Sobre a Remuneração dos Membros dos Órgãos de Administração e de Fiscalização (“ <i>Say On Pay</i> ”)	19
3.4.1 A Nova Política de Remuneração e as Recomendações V.2.1. e V.2.2. do CGS IPCG 2018	21
3.4.2 Relatório das Remunerações Efetivamente Pagas	22
3.5 A Sustentabilidade	23
3.5.1 A Sustentabilidade no CVM	24
3.5.2 A Sustentabilidade no CGS IPCG 2018	26
3.5.3 A Sustentabilidade no CGS IPCG Revisto em 2020: o Princípio V.2.B. e a Recomendação IV.3	27
3.5.4 O Governo das Sociedades	27
3.5.5 O Governo das Sociedades e a Sustentabilidade	28
3.6 Transações com Partes Relacionadas	30
3.6.1 Noção de Parte Relacionada	30
3.6.2 A Preocupação Legislativa com Conflitos de Interesses Emergentes deste Tipo de Transações	35
3.7 NPR: Negócios Vantajosos vs. Negócios Prejudiciais	37
CAPÍTULO IV - RELEVÂNCIA E ATUALIDADE DO PROBLEMA	39

4.1	Teoria da Contratação Eficiente	39
4.2	Teoria da Agência	41
4.3	Negócios entre a Sociedade e os Acionistas de Controlo	43
4.3.1	Impedimento de Voto	45
4.4	Negócios entre a Sociedade e os Administradores	45
4.4.1	Deveres Fundamentais do Art. 64.º do CSC	46
4.5	Aprovação de Negócios com Partes Relacionadas (NPR) nas Sociedades Cotadas	50
4.5.1	Aprovação e Divulgação Pública	51
4.6	Os Conceitos de “Atividade Corrente da Sociedade” e de “Condições de Mercado”	58
4.7	A (In)validade dos Negócios Celebrados em Violação do Processo Especial de Aprovação	59
4.8	Transações com Partes Relacionadas no CGS IPCG	62
4.8.1	Alterações ao CGS IPCG 2018 em Matéria de Transações com Partes Relacionadas	63
4.9	Transações com Partes Relacionadas e os Preços de Transferência (PT)	64
4.10	O Impacto da SHRD no Reporte de Informação ao Mercado nas Sociedades Cotadas	67
4.10.1	Informações Anuais	68
4.10.2	Informação Semestral	70
4.10.3	Informação Trimestral	70
4.10.4	Informação Privilegiada	70
4.10.5	Operações de Dirigentes	71
4.10.6	Outras Informações	71
4.10.7	Responsabilidade	71
4.11	Meios Repressivos - Responsabilidade Civil Societária	72
4.11.1	Dos Administradores	72
4.11.2	Dos Acionistas Controladores	76
	CONCLUSÃO	77
	FONTES	80
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	81

GLOSSÁRIO DE SIGLAS

CVM – Código de Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99 de 13 de novembro;

CNSF – Conselho Nacional de Supervisores Financeiros;

CGS – Código de Governo das Sociedades;

DMIF II – Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros, Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014, transposta para o ordenamento jurídico português pela Lei n.º 35/2018 de 20 de julho;

CSRD – *Corporate Sustainability Reporting Directive*, proposta de Diretiva do Parlamento Europeu de 21 de abril de 2021;

IPCG – Instituto Português de Corporate Governance

NFRD – Non-financial Reporting Directive de 2014, Diretiva 2014/95/EU do Parlamento Europeu de 22 de outubro de 2014;

SFDR – *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, Regulamento UE 2019/2088 de 27 de novembro de 2019;

SHRD II – Diretiva (UE) n.º 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho de 17 de maio de 2017, transposta para o ordenamento português pela Lei n.º 50/2020 de 25 de agosto de 2020;

RGOIC – Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pela Lei n.º 16/2015 de 24 de fevereiro;

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, Decreto-Lei n.º 298/92 de 31 de dezembro.

GLOSSÁRIO

INVESTIDOR INSTITUCIONAL – Empresas de seguros e de resseguros e os fundos de pensões sujeitos a lei pessoal portuguesa⁵;

GESTOR DE ATIVOS – o intermediário financeiro sujeito a lei pessoal portuguesa que preste o serviço de gestão de carteiras e as entidades sujeitas a lei pessoal portuguesa referida no n.º 1 do art. 92.º-A do RGOIC, na sua redação atual.⁶

CONSULTOR EM MATÉRIA DE VOTAÇÃO – as pessoas coletivas que prestem serviços em relação às ações de sociedades que tenham a sua sede social num estado-membro da UE e que estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar num estado-membro da UE, que analisem, a título profissional e comercial, as informações que as sociedades são obrigadas a divulgar e, se relevante, outras informações das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação, a fim de fundamentar as decisões de voto dos investidores, fornecendo estudos, pareceres ou recomendações de voto relacionados com o exercício dos direitos de voto⁷.

FATORES ESG – acrónimo em inglês para *Environmental, Social and Governance* - correspondem a fatores de natureza ambiental, social e de governo das sociedades. Os fatores ambientais incluem, nomeadamente, preocupações relacionadas com a pegada ambiental de uma empresa, região ou país e a necessidade de preservação ambiental, a política ambiental e a gestão ambiental de produtos. Os fatores sociais englobam direitos dos trabalhadores, segurança, diversidade, educação, direitos humanos, acesso à saúde e desenvolvimento físico, literacia, entre outros. Já os fatores de governo das sociedades referem-se ao sistema de políticas e práticas ao abrigo das quais uma empresa é dirigida e controlada, abrangendo questões de transparência, independência dos órgãos sociais, direitos dos acionistas, combate à corrupção, e organização do modelo de governação com vista ao cumprimento de objetivos de longo prazo, entre outros. A introdução de fatores ESG nas decisões das empresas e investidores, juntamente com o fator económico-financeiro, procura contribuir para diminuir os riscos financeiros, preservar o mercado e potenciar o retorno financeiro e o desenvolvimento empresarial e dos mercados.

PARTES RELACIONADAS – os pontos 9 a 12 da IAS 24 listam em detalhe o que serão consideradas partes relacionadas, começando por dizer que serão “pessoas ou entidades relacionadas com a entidade que está a preparar as suas demonstrações financeiras”, prevendo-se: (a) a possibilidade de considerar uma pessoa ou um membro íntimo da família parte relacionada se detiver controlo ou controlo conjunto da entidade em questão, tiver uma influência significativa na mesma ou for membro

⁵ cf. Art. 26º-H, al. a) da Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.ª;

⁶ cf. Art. 26º-H, al. b) da Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.ª;

⁷ cf. Art. 26º-H, al. c) da Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.ª.

do pessoal-chave da gerência da entidade em causa ou de uma sociedade-mãe sua; (b) que uma entidade é relacionada com uma entidade em causa se, alternativamente, (i) a entidade e a entidade em causa forem membros do mesmo grupo; (ii) a entidade for associada ou constituir um empreendimento comum da outra entidade; (iii) se ambas as entidades forem empreendimentos comuns da mesma parte terceira; (iv) se uma entidade representa um empreendimento comum da entidade terceira; (v) se a entidade for um plano de benefícios pós-emprego a favor dos empregadores da entidade em causa ou de uma entidade relacionada com a entidade em causa (e, se a entidade em causa for ela própria um plano desse tipo, os empregadores promotores serão também relacionados com a entidade em causa); (vi) se a entidade for controlada ou conjuntamente controlada por uma pessoa em (a); e (viii) uma pessoa identificada em (a)(i) detiver uma influência significativa sobre a entidade ou for membro do pessoal-chave da gerência da entidade.”

INTRODUÇÃO

Neste trabalho de investigação propomo-nos analisar:

- o contexto que conduziu à publicação da Diretiva dos Direitos dos Acionistas de 2007⁸, bem como os termos em que foi efetuada a transposição para o Ordenamento Jurídico Português;
 - os Pontos-Chave e o Âmbito de Transposição da SHRD II para o Ordenamento Jurídico Português:
1. Identificação dos acionistas;
 2. Transparência dos Investidores Institucionais e Gestores de Ativos;
 3. Transparência dos Consultores em Matéria de Votação;
 4. Política Remuneratória – o “Say on Pay”;
 5. Transações com Partes Relacionadas;
 6. Os regimes normativos introduzidos pela SHRD II e o Direito Português vigente.

A título de síntese, cumpre referir que a transposição das disposições da SHRD II foi feita através da:

- a) introdução dos novos arts.: 22º-A, 26º-A a 26º-F, art. 29º-B a 29º-E, 245º-C, 249º-A a 249º-D, 251º-A a 251º-E do CVM e dos novos arts. 92º-A a 92º-C do RGOIC;
- b) alteração da redação dos arts.: 85º, 93º, 359º, 390º, 392º, 394º, 397º e 400, do CVM e do art. 211º do RGICSF;

- o impacto da revogação da Lei n.º 28/2009 de 19 de junho,

- revisão do CGS – Código de Governo das Sociedades do IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance* (doravante, o “CGS IPCG”), atentas as novas disposições da SHRD II, designadamente em matéria de transações com partes relacionadas e remunerações, bem como a introdução do tema da sustentabilidade⁹.

⁸ (Europeia, 2007), Diretiva 2007/36/CE;

⁹ (Dias, 2020, p. 57),

CAPÍTULO I - A DIRETIVA DOS DIREITOS DOS ACIONISTAS DE 2007: CONTEXTO E TRANSPOSIÇÃO PARA O ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS ¹⁰

A diretiva de 2007 surgiu com o objetivo assumido de incentivar a participação dos acionistas das sociedades cotadas na vida social destas, através da criação e do aprofundamento de normas relativas:

- à igualdade de tratamento,
- deveres de informação,
- princípios de organização de assembleias gerais,
- participação por meios eletrónicos,
- direitos de interpelação,
- votos por procuração e formalidades associadas a votos por correspondência.

1.1 A Preocupação subjacente à Diretiva e à Legislação Subsequente

Nas sociedades cotadas, onde o capital social está mais disperso e os acionistas mais afastados do seu funcionamento, pretendia-se operar um renascimento da sua participação, tornando os acionistas, que normalmente viam a sua posição como a mera detenção de um ativo, mais interessados no dia-a-dia da sociedade, combatendo uma certa apatia dos mesmos.

Para este efeito, propôs-se eliminar obstáculos ao pleno exercício do direito de voto pelos acionistas de sociedades cotadas, harmonizando e aprofundando regras sobre:

- a) o prazo de convocatória e a informação preparatória da assembleia geral;
- b) a inclusão de assuntos na ordem do dia e a apresentação de propostas de deliberação por acionistas e,
- c) sobre o voto por procuração e participação nas assembleias gerais através de meios eletrónicos, introduzindo a regra da data de registo (*record date*) para determinação dos acionistas com direito a participar em assembleia geral¹¹, assim restringindo o bloqueio prévio de ações e permitindo um maior exercício transfronteiriço dos direitos de voto.

¹⁰ (Rolo, 2017),

¹¹ Regra cuja aplicação continuou a suscitar importantes dúvidas, entre as quais se destaca as relativas à participação numa assembleia de acionistas de quem já não seja acionista, por ter alienado as suas ações após a “data de registo”. (José Ferreira Gomes & Rolo, 2020, p. 703) e (Cordeiro, 2010a, pp. 29–30). Veja-se, v.g., João Labareda, “Sobre os direitos de participação e de voto nas assembleias gerais de sociedades cotadas”, *Direito das Sociedades em Revista*, 5 (2011), pp. 117-127, que sustentam que o alienante não tem direito a estar presente em assembleia e, nesta, a exercer direitos de votos. Em sentido contrário, veja-se, v.g., Paula Costa e Silva, “O conceito de accionista e o sistema de record date”, *Direito dos Valores Mobiliários*, 8, 2008, 447-460 (455), e André Figueiredo, “Notas sobre o exercício de direitos de voto”, cit., 46-52, que sustenta que “a incerteza sobre esta questão é talvez um dos aspetos mais negativos da transposição da Diretiva para o nosso Direito”

Parece também estar subjacente o propósito de fortalecer a fiscalização da atividade societária pelos seus maiores *stakeholders*, os acionistas, evitando que uma alegada letargia tenha efeitos nefastos no governo dessas mesmas sociedades¹².

1.2 Transposição da Diretiva 2007/36/CE

Esta Diretiva foi transposta para o ordenamento jurídico português através do Decreto-Lei n.º 49/2010 de 19 de maio, diploma que também consagrou a existência de ações sem valor nominal aquando da transposição entendia-se que não havia especiais problemas relativos à intervenção dos acionistas nas Assembleias Gerais das sociedades cotadas.

Entende-se, no entanto, que ela veio proceder a uma série de aprofundamentos do regime vigente, com repúdios mínimos de soluções anteriormente vigentes¹³.

1.3 Impacto do Decreto-Lei nº 49/2010 e a Revisão do CVM

O Decreto-Lei n.º 49/2010 empreendeu alterações cirúrgicas no CSC, tais como:

- a) o art. 380.º, n.º1, que impede o contrato de sociedade de proibir ou limitar a participação de um acionista em assembleia geral através de um seu representante¹⁴,
- b) a alteração ao n.º10 do art. 384.º, que manda aplicar como regime supletivo o sentido negativo do voto por correspondência quando haja propostas apresentadas posteriormente, clarificando soluções já em vigor ou integrando lacunas¹⁵.

No entanto, grande parte do esforço de transposição foi feito para o CVM, através do aditamento dos arts. 21.º-B e 23.º-D, (relativos à convocatória e à ata de assembleia geral de sociedade aberta) e os arts. 21.º-C, 23.º-A, 23.º-B e 23.º-C (relativos à preparação e funcionamento da assembleia geral da sociedade cotada), alterando ainda a redação dos arts. 23.º e 249.º do mesmo diploma¹⁶. No entendimento de alguns autores¹⁷, é discutível a opção do legislador ao transpor parte das disposições da Diretiva para o CVM e não para o CSC¹⁸.

¹² Mendes Correia, Francisco, in AA.VV., Código do Governo das Sociedades Anotado, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 72-75.

¹³ No mesmo sentido, Labareda, João, “Sobre os direitos de participação e de voto nas assembleias gerais de sociedades cotadas”, in Direito das Sociedades em Revista, Ano 3, Vol. 5, Almedina, Coimbra, 2011, p. 95.

¹⁴ Olavo Cunha, Paulo, Direito das Sociedades Comerciais, 5ª edição, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 581-582.

¹⁵ Neste sentido, Menezes Cordeiro, António, “O CSC e a reforma de 2010: gralhas, lapsos, erros e retificações”, in Revista de Direito das Sociedades (2010), 3-4, 509-528, p. 517.

¹⁶ A propósito das alterações e do regime dos direitos dos acionistas das sociedades abertas e cotadas do CVM, cf., entre outros, (Cordeiro, 2010, pp. 11–33); José Ferreira Gomes e Diogo Costa Gonçalves, Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas, cit, 135-138; João Labareda, “Sobre os direitos de participação”, cit., 117-127; André Figueiredo, “Notas sobre o exercício de direitos de voto”, cit., passim; Paulo Câmara, Manual de direito dos valores mobiliários, 2016, 552-560.

¹⁷ Acompanhando as apreciações críticas feitas por Garcia Rolo e João Labareda, que nos propomos analisar.

¹⁸ Atente-se ainda às dúvidas levantadas relativamente ao diploma indicado para a transposição de tais normas, se o CVM ou se o CSC. Em defesa da transposição destas normas no CSC, (Cordeiro, 2010, p. 517).

CAPÍTULO II - SHRD II ¹⁹

A 20 de maio de 2017, foi publicada no Jornal Oficial da União Europeia a Diretiva (UE) 2017/828, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio, que altera a Diretiva 2007/36/EC, no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo (“SHRD II”) e que introduziu uma série de alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas.

Na sua génese estão as preocupações manifestadas pela Comissão Europeia relativas ao governo das sociedades e ao seu papel na crise financeira de 2008²⁰, e da publicação do Plano de Ação da Comissão dedicado ao direito das sociedades europeu e ao governo das sociedades, de 2012²¹, sendo que, a 9 de abril de 2014, foi apresentada ao Parlamento e ao Conselho uma proposta de revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas²².

Subjacente está também a ideia, já presente aquando da publicação da Diretiva de 2007, mas muito galvanizada com a crise financeira de 2008, de que o governo das sociedades, em especial das sociedades cotadas, não se trata de uma mera questão intrasocietária, que respeita apenas às relações entre os acionistas e os órgãos e outros *stakeholders* da sociedade, mas também de uma questão de interesse público, tendo-se difundido o ponto de vista segundo o qual uma maior intervenção do legislador nesse mesmo governo das sociedades pode ser um instrumento de mitigação e gestão de risco sistémico²³.

Como se pode ler no memorando explicativo da Proposta da SHRD II e como se pode extrair dos vários documentos preparatórios supramencionados, nomeadamente do Plano de Ação e dos considerandos da SHRD II, o seu fim é colmatar algumas insuficiências no governo das sociedades cotadas na União Europeia. Em particular, procurou enfrentar o “*collective action problema*”²⁴ e a

¹⁹ A propósito desta diretiva e dos seus trabalhos preparatórios, cf. (Rolo, 2017, pp. 563–585), (Duarte, 2017, pp. 73–90), (Cravo, 2017, pp. 729–731), (Dias, 2020, pp. 57–77) e ainda, José Ferreira Gomes e Diogo Costa Gonçalves, Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas, cit., 137-138 e Hugo Moredo Santos e Sandra Cardoso, “A Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, cit., 31-54.

²⁰ Livro Verde da Comissão Europeia, O governo das sociedades nas instituições financeiras e as políticas de remuneração, COM(2010), 284 final, de 2 de junho de 2010.

²¹ Comunicação da Comissão Europeia, Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades – um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e sustentabilidade das empresas, COM(2012) 740, 12 de dezembro de 2012.

²² Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a Diretiva 2007/36/CE no que refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo e a Diretiva 2013/34/UE no que se refere a determinados elementos da declaração sobre o governo das sociedades, COM(2014), 0213 final.

²³ Chiu, Irish H-Y, “Learning from the UK in the Proposed Shareholders’ Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective”, Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft, 114, Novembro de 2014, 121-215.

²⁴ O sócio que detém uma pequena parcela do capital social tende a considerar que o seu voto não é decisivo, não tendo por isso um incentivo para investir parte do seu tempo e dos seus recursos na análise dos assuntos da sociedade e no exercício do seu direito de voto com base em informação adequada. Veja-se José Ferreira Gomes, da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima, 2015, 52-53, n.º m. 87, com indicações.

“apatia racional”²⁵ que caracteriza as sociedades com elevada dispersão do capital social, promover o envolvimento dos acionistas na vida da sociedade a longo prazo e facilitar o voto transfronteiriço²⁶. Os objetivos fixados eram ambiciosos: contribuir para a sustentabilidade das sociedades cotadas e criar um ambiente atrativo para os acionistas, aumentando a eficiência do investimento em ações, contribuindo para o crescimento, para a criação de emprego e para a competitividade na UE²⁷.

2.1 Objetivos Específicos da Diretiva

Os objetivos mais específicos a que a Diretiva se propõe são, entre outros:

- a) aumento do nível e a qualidade do envolvimento dos gestores de ativos nas sociedades em que investem;
- b) criação de uma ligação mais adequada entre a remuneração e o desempenho dos administradores;
- c) aumento da transparência e da supervisão acionista relativamente a transações com parte relacionadas;
- d) facilitação da transmissão transfronteiriça de informação, bem como a mitigação da opacidade na identificação de acionistas inseridos em complexas cadeias de intermediação, cadeias essas que tornam o envolvimento desses mesmos acionistas difícil e que resultam em deficiências de acesso à informação, assim reforçando-se a eficiência nas mesmas e impondo-se aos intermediários que as compõem um dever de facilitar o exercício dos direitos do derradeiro acionista;
- e) facilitação do voto eletrónico como forma de combater desinteresse e apatia dos acionistas;
- f) encorajamento da divulgação pública de políticas de investimento e abordagem acionista por parte dos investidores institucionais e gestores de ativos; e
- g) sujeição dos consultores em matéria de votação a deveres de transparência.

²⁵ A análise dos assuntos da sociedade comporta custos que são integralmente suportados pelo sócio que pretenda intervir na sociedade (independentemente da percentagem de capital social de que o mesmo seja detentor), mas os benefícios eventualmente decorrentes da sua intervenção fiscalizadora são repartidos por todos os sócios na proporção das suas participações. Na medida em que suporta todos os custos e reparte os benefícios, o resultado líquido da sua intervenção tende a ser negativo. Constitui, pois, um incentivo ao afastamento face à administração da sociedade e à concreta conduta do agente, à passividade e à “apatia racional”. Veja-se novamente José Ferreira Gomes, da administração à fiscalização das sociedades, cit., 52-53, n.º de m. 88, com indicações.

²⁶ (Gomes & Rolo, 2020, p. 705) e (Rolo, 2017).

²⁷ José Ferreira Gomes e Diogo Costa Gonçalves, in Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas, cit., 137-138.

2.2 Âmbito de Aplicação

O âmbito de aplicação subjetivo da SHRD II é limitado às sociedades com sede social num estado-membro e cujas ações estejam admitidas à negociação num mercado regulamentado situado e em funcionamento num estado-membro.

A SHRD II veio aditar disposições agrupáveis em quatro núcleos essenciais:

- a) facilitação da identificação dos acionistas e a aproximação das sociedades cotadas aos seus acionistas;
- b) regras de transparência relativas a investidores institucionais, a gestores de ativos e a consultores em matéria de votação (*proxy advisors*);
- c) regime de maior controlo acionista sobre a política remuneratória dos administradores das sociedades cotadas (*say on pay*); e
- d) introdução de um regime de controlo acionista sobre transações relevantes com partes relacionadas. Tais disposições têm como objetivo colmatar insuficiências no governo das sociedades cotadas na União Europeia – tais como o *short-termism*, a falta de transparência ou a letargia acionista, através da criação de um ambiente atrativo para tais acionistas, assegurando e facilitando o exercício dos seus direitos, o seu envolvimento na vida societária numa lógica de sustentabilidade a longo prazo.

CAPÍTULO III: O ANTEPROJETO DE TRANSPOSIÇÃO DO CNSF ²⁸

No Anteprojeto previa-se que a transposição da SHRD II teria assento essencialmente no CVM e, ainda, quanto a alguns preceitos, no Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pela Lei n.º 16/2015 de 24 de fevereiro, (RGOIC) e no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92 de 31 de dezembro (RGICSF).

No Anteprojeto encontrava-se prevista a revogação da Lei n.º 28/2009 de 19 de junho, que prevê o regime sancionatório no sector financeiro em matéria criminal e contraordenacional, contendo, essencialmente, normas materiais e de divulgação relativas à política de remuneração em entidades de interesse público, bem como a respetiva tutela contraordenacional.

3.1 A Diretriz dos Direitos dos Acionistas II (SHRD II) de 2017 e sua Transposição: Pontos-Chave

Seguidamente proceder-se-á a uma análise comparativa e crítica das disposições normativas previstas na SHRD II e os termos em que vieram a ser transpostas e consagradas no nosso ordenamento jurídico.

Por ora, a título de síntese, proceder-se-á apenas ao elenco daquelas disposições e à enumeração dos arts. aditados ao CVM.

- a) Identificação dos acionistas e a aproximação das sociedades cotadas aos seus acionistas: aqui entendidos não em sentido formal, de titulares de ações, mas em sentido material, de investidores finais – foi concretizado pela imposição (mediata) das seguintes posições:
- b) Direito das sociedades cotadas identificarem os seus acionistas, independentemente de estes deterem as suas participações diretamente ou através de uma cadeia mais ou menos complexa de intermediários financeiros (art. 3.º-A SHRD)²⁹;
- c) Dever dos vários intermediários financeiros incluídos na cadeia de intermediação transmitirem informações da sociedade aos acionistas, sem demora (art. 3.º-B SHRD);
- d) Dever dos vários intermediários financeiros incluídos na cadeia de intermediação facilitarem o exercício dos direitos sociais pelos acionistas (art. 3.º-C SHRD); e
- e) Dever de transparência, não discriminação e proporcionalidade dos custos dos vários intermediários financeiros incluídos na cadeia de intermediação, relativamente aos custos inerentes à aproximação da sociedade aos seus acionistas (art. 3.º-D SHRD).

Estes preceitos foram transpostos através do aditamento ao CVM dos arts. 22.º-A e 29.º-B a 29.º-E e de alterações introduzidas aos arts. 85.º e 93.º do mesmo diploma.

²⁸ Anteprojeto de diploma de transposição da diretiva relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas, CNSF - Anteprojeto SHRD_cons_pub_1_2018, <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao>.

²⁹ (José Ferreira Gomes & Rolo, 2020, p. 705) e (Rolo, 2017, p. 566).

3.2 O conceito de Acionista no CVM

O conceito de “acionista” do CVM, assenta no “modelo de titularidade direta” consagrado desde 1999. Segundo este, o acionista (i.e., o titular das ações integradas em sistema centralizado) é aquele que se encontra inscrito como tal na “conta de registo individualizado” (também dita conta de titularidade) aberta por regra junto de um intermediário financeiro (arts. 61.º e 73º e ss. do CVM), sem prejuízo da eficácia translativa depender apenas do contrato³⁰.

Não obstante, na prática mobiliária convivem lado a lado *situações de titularidade direta e indireta*.

Por razões várias, os intermediários financeiros surgem frequentemente imbuídos de outras funções para além da mera custódia, atuando como titulares de valores mobiliários em nome próprio, mas por conta de terceiros³¹. Nada na lei o impede³².

Nestes casos, o titular formal das ações e, logo, “acionista” para todos os efeitos legais, é o intermediário financeiro identificado na conta de registo individualizado. Entre este e o “investidor final”³³ poderá haver uma cadeia de intermediação mais ou menos complexa.

O investidor final não se relaciona com a sociedade, mas tão-só com o último intermediário financeiro da cadeia, pelo que o exercício de direitos sociais depende da intervenção dos vários intermediários da cadeia, no quadro dos respetivos programas obrigacionais.

Em 2017, como vimos, o legislador europeu procurou aproximar a sociedade dos seus acionistas, entendidos aqui como os investidores finais (*ultimate beneficial owners*), i.e., aqueles que efetivamente suportam o risco do investimento.

Através da SHRD II, introduziu então os arts. 3.º-A a 3.º-D na SHRD³⁴.

³⁰ Estando em causa ações negociadas em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral, os direitos patrimoniais inerentes “pertencem ao comprador desde a data da operação” (art. 210.º CVM) e desde esta data pode o mesmo transmitir independentemente do registo (art. 80.º/2 CVM).

³¹ (Figueiredo, n.d., p. 518);

³² Carlos Ferreira de Almeida, “Registo de valores mobiliários”, cit., 76-77;

³³ “Investidor final” e não “beneficiário efetivo” porquanto este último é um conceito definido pelo menos na Lei n.º 83/2017, de 18-ago., que estabelece medidas de combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo. Segundo o art. 2.º/1, h), entende-se por “beneficiário efetivo” «a pessoa ou pessoas singulares que, em última instância, detêm a propriedade ou o controlo do cliente e ou a pessoa ou pessoas singulares por conta de quem é realizada uma operação ou atividade, de acordo com os critérios estabelecidos no art. 30.º».

³⁴ Sublinhem-se os considerandos 4 e 8 da SHRD II: «As ações de sociedades cotadas são frequentemente detidas através de cadeias complexas de intermediários que tornam o exercício dos direitos dos acionistas mais difícil e que podem constituir um obstáculo ao envolvimento dos acionistas. Em muitos casos, as sociedades não são capazes de identificar os seus acionistas. A identificação dos acionistas é uma condição prévia para a comunicação direta entre os acionistas e a sociedade e, por conseguinte, é essencial para facilitar o exercício dos direitos dos acionistas e o seu envolvimento. Tal é particularmente importante em situações transfronteiriças e quando são utilizados meios eletrónicos. Por conseguinte, as sociedades cotadas deverão ter o direito de identificar os seus acionistas a fim de poderem comunicar diretamente com eles. A pedido da sociedade, os intermediários deverão ser obrigados a comunicar-lhe as informações relativas à identidade dos seus acionistas. (...)» «O exercício efetivo dos direitos dos acionistas depende, em grande medida, da

Ao fazê-lo não colocou em causa a opção de neutralidade relativamente aos sistemas nacionais pelos quais se determina a qualidade de acionista em sentido formal, consagrada na Diretriz dos Direitos dos Acionistas desde 2007³⁵.

Porém, na transposição feita pela Lei n.º 50/2020 de 25 de agosto, o conceito de “acionista” utilizado corresponde equivocadamente ao de “acionista formal” e não ao de “investidor final” (*ultimate beneficial owner*), prejudicando o propósito da SHRD II.

3.2.1 Análise dos Arts. 3.º-A a 3.º-D SHRD

• Art. 3.º A

Nos termos do art. 3.º-A SHRD, os estados-membros devem imputar às sociedades cotadas um direito a conhecer os seus “acionistas” (beneficiários efetivos), ficando todos os intermediários financeiros da cadeia de intermediação obrigados à transmissão das correspondentes informações à sociedade ou a pessoa por esta designada.

Na transposição feita pelo nosso legislador, este direito não foi enunciado em termos gerais, mas tão-só perante a entidade registadora de valores mobiliários escriturais (art. 85.º/1, c) CVM), a entidade gestora do sistema centralizado (arts. 93.º, c) e 29.º-B/1 do CVM) fica obrigada a prestar *informações relativas à identificação dos titulares* dos respetivos valores mobiliários, mas restringido ao “acionista formal” em vez de se referir ao beneficiário efetivo. À entidade gestora do sistema centralizado caberá depois solicitar aos intermediários financeiros participantes nesse sistema as informações sobre os acionistas (formais; não os beneficiários efetivos), devendo os intermediários financeiros responder imediatamente (novo art. 29.º-B/2 do CVM). Ora, não se encontra no novo regime a vinculação dos demais intermediários financeiros da cadeia de intermediação à prestação da informação nos termos exigidos pela Diretriz³⁶. A sociedade não tem por isso como conhecer a identidade dos investidores (finais).

eficiência da cadeia de intermediários que mantêm contas de valores mobiliários em nome dos acionistas ou de outras pessoas, especialmente num contexto transfronteiriço. Na cadeia de intermediários, sobretudo quando esta envolve muitos intermediários, a informação nem sempre é transmitida da sociedade para os acionistas e as votações dos acionistas nem sempre são corretamente transmitidas à sociedade. A presente diretiva tem por objetivo melhorar a transmissão de informação na cadeia de intermediários para facilitar o exercício dos direitos dos acionistas.»

³⁵ Veja-se o considerando 13 da SHRD II: «A presente diretiva é aplicável sem prejuízo do direito nacional que regula a detenção e a titularidade de valores mobiliários e dos dispositivos de manutenção da integridade dos valores mobiliários, e não afeta os beneficiários efetivos ou outras pessoas que não sejam os acionistas nos termos do direito nacional aplicável.»

³⁶ Cf. também o art. 9.º/4 e 6-8 do Regulamento de Execução (UE) 2018/1212 da Comissão, de 3-set.-2018, que estabelece requisitos mínimos para a aplicação das disposições da Diretriz 2007/36/ CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à identificação dos acionistas, à transmissão de informações e à facilitação do exercício de direitos dos acionistas.

● *Art. 3.º B*

Nos termos do art. 3.º-B SHRD, os estados-membros devem imputar a todos os intermediários financeiros incluídos na cadeia de intermediação um *dever de transmissão de informações da sociedade aos acionistas*.

Em transposição, exigiu-se apenas que a sociedade disponibilize aos intermediários financeiros que prestam serviços de registo e depósito de instrumentos financeiros a informação que devem prestar aos acionistas para o exercício de direitos sociais ou um aviso que indique em que parte do seu sítio da internet podem ser encontradas essas informações (art. 29.º-C/1 CVM). Estas informações são prestadas através da entidade gestora do sistema centralizado (art. 29.º-C/2 CVM) ou diretamente aos acionistas (acionistas formais, não os beneficiários efetivos) (art. 29.º-C/3 CVM). Os intermediários financeiros que prestam serviços de registo e depósito transmitem imediatamente aos acionistas (novamente: acionistas formais, não os beneficiários efetivos) as informações ou o aviso recebido da sociedade e a esta as informações relativas ao exercício de direitos sociais recebidas dos acionistas (novamente: acionistas formais, não os beneficiários efetivos) (art. 29.º-C/4 do CVM).

Existe, assim, um mecanismo de fluxo de informação entre as sociedades cotadas e os seus acionistas em ambos os sentidos, ao obrigar os intermediários financeiros que prestem serviços de registo e depósito das ações por estas emitidas a: i) transmitir imediatamente aos acionistas as informações que a sociedade é obrigada a fornecer aos acionistas para o exercício dos direitos inerentes às ações; e ii) transmitir sem demora à sociedade a informação transmitida pelos acionistas no exercício dos seus direitos.

Fica assim por cumprir a exigência da Diretriz de transmissão da informação pela cadeia de intermediação até ao investidor (final)³⁷.

● *Art. 3.º C*

Nos termos do art. 3.º-C SHRD, os estados-membros devem imputar aos vários intermediários financeiros incluídos na cadeia de intermediação o *dever de facilitar o exercício dos direitos sociais pelos acionistas*.

Em transposição, no que respeita à *facilitação do exercício dos direitos dos acionistas*, exigiu-se apenas que os intermediários financeiros que prestam serviços de registo e depósito de instrumentos financeiros tomem as medidas necessárias para que os acionistas (e mais uma vez: os acionistas formais, não os beneficiários efetivos) da sociedade cotada possam exercer os direitos inerentes às suas ações, incluindo participar e votar em assembleias gerais (art. 29.º-D/1 CVM). Não há qualquer referência a “facilitação”, salvo na epígrafe do artigo.

³⁷ art. 9.º/1 a 3 do Regulamento de Execução

Encontrava-se previsto e foi transposto para o *art. 22º-A do CVM* a regulamentação do exercício de votos expressos por via eletrônica, bem como um mecanismo da respetiva confirmação, prevendo que, quando os votos sejam expressos dessa forma, será enviada uma confirmação eletrônica da receção dos votos ao acionista que os expressou. Este tema ganhou ainda maior relevância na sequência dos impactos causados pela pandemia do COVID-19, assim como a transmissão de informação relevante pelas sociedades cotadas para efeitos de exercício pelos acionistas dos direitos inerentes às ações. Estas normas incidem igualmente sobre a intervenção neste âmbito de intermediários financeiros que prestem serviços relacionados com o registo e depósito de instrumentos financeiros.

● *Art. 3.º-D*

Nos termos do *art. 3.º-D SHRD*, os estados-membros devem imputar aos intermediários financeiros incluídos na cadeia de intermediação *deveres de transparência, não discriminação e proporcionalidade relativamente aos “encargos” aplicáveis pelos serviços prestados ao abrigo do novo regime de identificação de acionistas*, encargos esses que não podem ser discriminatórios e que devem ser proporcionais aos custos reais decorrentes da prestação de serviços, optando ainda por proibir a cobrança de comissões pela prestação de tais serviços.

Na transposição pelo *art. 29.º-E CVM*, o nosso legislador distinguiu entre “encargos” e “comissões”: admitiu os primeiros, sujeitos às regras de transparência, não discriminação e proporcionalidade (n.ºs 1 a 3) e proibiu as segundas (n.º4).

No entendimento de Garcia Rolo, existe dificuldade em acompanhar a distinção que alegadamente dissocia os montantes cobrados para cobrir custos diretamente suportados pelos intermediários (encargos) e os montantes destinados a remunerar o seu serviço (comissões)³⁸. Não se afigura ainda acertada a opção de proibir a cobrança de comissões específicas pelos serviços aqui em causa, porquanto, implica uma socialização dos custos. Não podendo os intermediários cobrar comissões específicas, terão tendência para aumentar as comissões de custódia³⁹.

A opção de proibir a cobrança de comissões específicas pelos serviços prestados pelos intermediários financeiros foi muito criticada no processo de consulta pública:

³⁸ Uma vez que esta distinção não tem apoio na proposta de Diretriz que deu lugar à SHRD II, na própria Diretriz, nem no Regulamento de Execução (UE) 2018/1212;

³⁹ Nesse sentido se pronunciou o CNSF no Relatório da consulta pública sobre a diretiva relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas, no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo (SHRD II), 7: «os serviços previstos no capítulo relevante da diretiva devem integrar as comissões já cobradas para efeitos de custódia de títulos».

“Todos os participantes da consulta referiram ser problemático, para os intermediários financeiros obrigados a transmitir informação e facilitar o exercício de direitos, o exercício da opção de proibir a cobrança de comissões pela prestação destes serviços. Foi ainda solicitado que se procedesse à clarificação de que os intermediários financeiros podem repercutir encargos com o serviço prestado nos seus clientes.”

Apesar de todos os participantes da consulta se terem pronunciado nos termos descritos, o legislador nacional manteve-se indiferente, respondendo:

“Convém recordar que, tendo em conta o sistema de “primeira camada”, o esforço a levar a cabo pelos intermediários financeiros é bastante reduzido por referência a sistemas que aprofundam mais a cadeia de detenção. Foi, portanto, nesse pressuposto entendido que os serviços previstos no capítulo relevante da diretiva devem integrar as comissões já cobradas para efeitos de custódia de títulos. Não obstante, é claramente permitida a cobrança dos encargos incorridos pelos intermediários financeiros para efeitos da prestação dos serviços em causa, nos termos previstos nos números 1 a 3 do referido art. 93.º-D”.

A proibição tem como pressuposto o facto de as regras introduzidas corresponderem apenas a um sistema de “primeira camada” – assente na aproximação apenas dos acionistas formais (e não os acionistas materiais) à sociedade – que não envolve a cadeia de intermediação. Essas regras envolvem por isso um “menor esforço” dos intermediários, o que justificaria a proibição.

Muitos autores entendem estar em causa um erro claro de transposição, atenta a imposição da SHRD, de aproximação dos acionistas materiais à sociedade – afirmando que deve ser alterada a solução das comissões em conformidade ⁴⁰.

Em análise crítica à transposição da Diretiva, aqueles autores, entendem que os arts. 3.º-A a 3.º-D da SHRD não foram transpostos da melhor maneira. Para que a transposição fosse adequada, o CVM devia ter assegurado que o fluxo de informação entre a sociedade e os seus “acionistas” se faria de e para os *investidores finais* e não apenas para os acionistas formais. Ao manter-se este sentido, não teria havido qualquer alteração ao conceito de acionista formal que corresponde ao titular da conta de registo individualizado. Também não implicaria qualquer alteração às regras de legitimidade para o exercício de outros direitos sociais.

Os mesmos autores concluem que perante a dificuldade de interpretação das regras nacionais conforme à Diretriz, deverá ser equacionada a sua revisão na programada reforma do CVM.

⁴⁰ (José Ferreira Gomes & Rolo, 2020, p. 717),

Importa ainda ter em consideração que se encontra previsto no novo *art. 397º/2º, al. p)*, que a cobrança de comissões proibidas constitui uma contraordenação muito grave ou contraordenação grave, atento o disposto no *novo art. 392º, n.º4, al. c) do CVM*.

3.3 Investidores Institucionais, Gestores de Ativos e Consultores em Matéria de Votação (*Proxy Advisors*)

Os investidores institucionais e gestores de ativos passam a estar sujeitos a específicos deveres de transparência quanto à forma como investem e quanto ao tipo de envolvimento que têm nas sociedades nas quais participam; os investidores são incentivados a adotar estratégias de investimento de médio e longo prazo e a terem em consideração fatores como a responsabilidade social e ambiental. Estas novas regras têm por base uma abordagem de *comply or explain*, semelhante à da maioria dos códigos de corporate governance⁴¹.

A transposição dos arts. 3.ºG, 3.ºH, 3.ºI e 3.ºJ todos da SHRD II foi feita para os arts. 251.º-A, B, C, D e E, todos do CVM, sendo ainda efetuadas alterações ao RJOIC e ao RGICSF.

3.3.1 Transposição dos Arts. 3ºG, 3ºH, 3ºI

● *Art. 3.º G*

Nos termos do art. 3.º-G da SHRD II (transposto para os arts. 251.º-B do CVM e 92.º-B do RJOIC), os investidores institucionais⁴² e os gestores de ativos⁴³ que invistam, direta ou indiretamente, em ações negociadas em mercado regulamentado, ficam adstritos a novos deveres de transparência, consubstanciados em:

- a) uma obrigação *ex ante* de elaboração e divulgação da sua política de envolvimento que descreva de que forma integram o envolvimento dos acionistas na sua estratégia de investimento nas sociedades participadas⁴⁴; e
- b) uma obrigação *ex post* de divulgação anual da forma como foi concretizada a sua política de envolvimento incluindo a descrição geral do sentido de voto, explicação das votações mais importantes, bem como explicações sobre a utilização de consultores em matéria de votação.

⁴¹ (José Ferreira Gomes & Rolo, 2020, p. 706) e (Rolo, 2017, pp. 568–573);

⁴² O art. 251.º-A do CVM define investidor institucional como «as empresas de seguros, as empresas de resseguros e os fundos de pensões sujeitos a lei pessoal portuguesa».

⁴³ O art. 251.º-A do CVM define gestor de ativos como o «intermediário financeiro sujeito a lei pessoal portuguesa que preste o serviço de gestão de carteiras e as entidades sujeitas a lei pessoal portuguesa referida no n.º 1 do art. 92.º-A do [RJOIC]».

⁴⁴ Incluindo a forma como acompanham as questões relevantes (a estratégia, o desempenho financeiro e não financeiro e o risco, a estrutura de capital, o impacto social e ambiental e o governo das sociedades), dialogam com as mesmas, exercem os direitos de voto e outros direitos sociais, cooperam com outros acionistas, comunicam com as partes interessadas dessas sociedades participadas e gerem os conflitos de interesses reais ou potenciais no que respeita ao seu envolvimento.

Quanto à obrigação *ex ante*, prevista no novo art. 3.º-G, n.º1, al. a) o seu conteúdo passa pela elaboração e divulgação públicas, com periodicidade anual, de uma política de envolvimento, explicando a forma como, no contexto da respetiva estratégia de investimento, são tidos em consideração os interesses a longo prazo dos beneficiários finais desses investimentos, prevendo-se tal obrigação numa lógica de *comply or explain*, com conteúdo detalhado, incluindo uma descrição do modo como o envolvimento no governo da sociedade participada se enquadra nas estratégias de investimento do investidor institucional ou do gestor de ativos, os critérios que presidem ao exercício de direitos de voto, o modo em que ocorrem as interações com outras sociedades ou acionistas, o impacto social e ambiental de tal política, bem como o seu impacto no governo da sociedade⁴⁵.

Os investidores institucionais e os gestores de ativos deverão ficar vinculados a uma *obrigação ex post*, segundo a qual devem divulgar anualmente ao público a forma como foi aplicada a política de envolvimento, incluindo descrições de sentidos de voto e explicação de votações mais importantes, bem como a forma que os consultores em matéria de votação foram utilizados⁴⁶.

Prevê-se ainda a divulgação ao público do seu sentido de voto, nas assembleias gerais de sociedade onde detenham ações, disciplina transposta para o art.º 251º-B, n.º3 do CVM.

Além das obrigações supramencionadas, os estados-membros deverão ainda prever deveres de divulgação de certas informações, por parte do investidor institucional, relativas (i) à forma como os principais elementos da sua estratégia de investimento em ações são coerentes com o perfil e duração dos seus passivos e contribuem para o desempenho de médio a longo prazo dos seus ativos; e (ii) caso um gestor de ativos invista em nome de um investidor institucional, informações relativas ao acordo subjacente a esse investimento e aos incentivos que cria para o gestor de ativos tomar decisões de investimento, entre outras⁴⁷.

- **Art. 3.º H**

O conteúdo do art. 3.º-H da SHRD foi transposto para o art. 251.º-C do CVM.

- **Art. 3.º-I**

Por sua vez, o art. 3.º-I da SHRD II prevê ainda a possibilidade de imposição de disponibilização de informação sobre os acordos correntes com investidores institucionais e sobre a estratégia desses mesmos gestores para implementar esses acordos em conformidade com a política mencionada no art. 3.º-G. Os gestores de ativos devem informar anualmente os investidores institucionais com os quais celebraram acordos de investimento sobre a forma como a sua estratégia de investimento e a sua execução respeitam esse acordo e contribuem para o desempenho de médio a longo prazo dos ativos do investidor institucional ou do fundo (art. 3.º-I SHRD, transposto no art. 251.º-D do CVM).

⁴⁵ Art. 3.º-G, n.º 1 al. b) e 3.º-H.

⁴⁶ Art. 3.º-G, n.º 1 al. b).

⁴⁷ Art. 3.º-H, n.º 2.

3.3.2 Transparência dos Consultores em Matéria de Votação

O novo art. 3.º-J introduz normas reguladoras da atividade dos consultores em matéria de votação (também conhecidos como *proxy advisors*)⁴⁸ ou seja, as entidades que emitem recomendações aos acionistas acerca do exercício dos seus direitos de voto, também frequentemente prestam assessoria sobre governo societário, para comunicação com os acionistas e para serviços de organização da assembleia geral, na medida em que prestem serviços aos acionistas em relação às ações de sociedades com sede social num estado-membro e cujas ações estão admitidas à negociação num mercado regulamentado⁴⁹.

Estes consultores tendem a desempenhar uma função substitutiva relativamente aos acionistas, nomeadamente através das suas atividades de recolha e análise de informação sobre assembleias gerais a realizar e pontos das respetivas ordens de trabalhos e através do exercício de funções de representação dos mesmos em assembleia geral⁵⁰.

Tendo em conta que esta função substitutiva e a amplitude muitas vezes discricionária das suas funções tendem a incentivar um menor envolvimento direto dos acionistas na vida da sociedade, a sua regulação e sujeição a deveres de transparência integram-se perfeitamente nas finalidades da Diretiva.

Têm sido identificados vários riscos associados aos *proxy advisors*: custos de agência radicados num possível desalinhamento de interesses por não correrem os riscos associados a muitas das decisões a que prestam assessoria, opacidade dos seus procedimentos e métodos (que pode levar a distorções concorrenciais e falta de qualidade resultante da inexistência de um quadro comparativo das respetivas metodologias), suscetibilidade de conflitos de interesses (imagine-se, por exemplo, a utilização de *proxy advisors* pelo órgão de administração para obter recomendações de voto favoráveis) e a ampla discricionariedade de que dispõem⁵¹.

Assim, para contrariar a opacidade característica de muitos destes consultores, prevê-se na SHRD II uma obrigação (de natureza *comply or explain*) de divulgação pública de um código de conduta por si adotado, bem como uma obrigação de elaboração de relatórios relativos à aplicação do mesmo⁵².

Os consultores em matéria de votação (*proxy advisors*)⁵³, num sistema de *comply or explain*, devem divulgar publicamente qual o código de conduta que aplicam, bem como informações sobre a

⁴⁸ (Ferreira, 2014) e (Perestrelo de Oliveira, 2017, p. Parte II, 8.4.)

⁴⁹ Art. 1.º, n.º 6 al. c).

⁵⁰ (Ferreira, 2014, p. 7)

⁵¹ (Ferreira, 2014, pp. 10–14) e (Perestrelo de Oliveira, 2017, p. Parte II, 8.4.);

⁵² Art. 3.º-J, n.º 1.

⁵³ O art. 251.º-A CVM define consultor em matéria de votação (ou *proxy advisor*) como «as pessoas coletivas que preste serviços em relação às ações de sociedades que tenham a sua sede social num estado-membro e que estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar num estado-membro, que analisem, a título profissional e comercial, as informações que as sociedades são obrigadas a divulgar e, se relevante, outras informações das sociedades cotadas, a fim de fundamentar as decisões de voto dos

sua aplicação. Devem ainda divulgar imperativamente informações sobre a preparação dos seus estudos, dos seus pareceres e das suas recomendações de voto (art. 3.º-J da SHRD, transposto no art. 251.º-E do CVM).

Indo ainda mais longe, prevê-se também uma obrigação de divulgação pública anual de outro relatório que inclua as principais características das metodologias adotadas, fontes utilizadas, procedimentos de verificação de qualidade da sua pesquisa, assessoria e recomendações de voto, condições tidas em conta na elaboração das recomendações de voto, natureza do diálogo com as sociedades objeto da sua pesquisa, assessoria ou recomendações de voto e política de prevenção e gestão de potenciais conflitos de interesses⁵⁴. Prevê-se ainda a imposição de uma obrigação adicional de informação aos clientes, pelos próprios consultores, relativa a conflitos de interesses reais ou potenciais ou relações de negócios que possam influir nos seus estudos, pareceres ou recomendações de voto⁵⁵.

De forma resumida, os consultores em matéria de votação (*proxy advisors*) serão obrigados a divulgar um conjunto de informação relativa à preparação das respetivas recomendações de voto. Deverão, ainda, adotar códigos de conduta e apresentar relatórios sobre o respetivo cumprimento.

As normas acima também são aplicáveis a consultores em matéria de votação com sede estatutária ou efetiva na União Europeia mas que exerçam a sua atividade através de um estabelecimento localizado dentro da mesma⁵⁶.

As disposições da SHRD II parecem orientar-se para a resolução de alguns dos problemas mencionados supra, nomeadamente os radicados na opacidade e falta de transparência, ficando por abordar os temas de agência e discricionariedade, já parcialmente tutelados no ordenamento jurídico português pelo regime dos arts. 379.º a 381.º do CSC e do art. 23.º do CVM, referentes ao exercício do direito de voto em representação do acionista.

No que respeita às matérias relativas aos investidores institucionais, gestores de ativos e consultores em matéria de votação, foi efetuada uma transposição *holística*, ou seja, as normas relevantes da SHRD II foram transpostas para uma nova secção do CVM, a secção III-A do Capítulo II, do Título IV, sob a epígrafe “Transparência dos intermediários financeiros que prestam o serviço de gestão de carteiras por conta de outrem, dos investidores institucionais e dos consultores em matéria de votação”.

investidores, fornecendo estudos, pareceres ou recomendações de voto relacionados com o exercício dos direitos de voto.» cf. (Ferreira, 2014, pp. 201–225), (Perestrelo de Oliveira, 2017, pp. 126–128) e sobre as regras na SHRD II, (Rolo, 2017, pp. 572–573).

⁵⁴ Art. 3.º-J, n.º 2.

⁵⁵ Art. 3.º-J, n.º 3.

⁵⁶ Art. 3.º-J, n.º 4.

Na perspetiva de Garcia Rolo e José Ferreira Gomes teria sido preferível manter a unidade deste núcleo normativo no Capítulo IV do Título I do CVM⁵⁷. Como escreveu Ferreira Gomes noutro contexto⁵⁸:

“O legislador nacional optou, infelizmente, por não acompanhar a sistematização do seu congénere europeu, dificultando a vida ao intérprete-aplicador. O mercado é europeu, as regras são, na sua essência, europeias. Dificilmente se compreende por que razão o nosso legislador insiste em sujeitar a exegética nacional a um tortuoso caminho, metodologicamente árduo e complexo”.

3.4 Política Remuneratória – O Aumento do Controlo dos Acionistas Sobre a Remuneração dos Membros dos Órgãos de Administração e de Fiscalização (“Say On Pay”)⁵⁹

Em sede de transposição foram aditados ao CVM os arts. 26^o-A a 26^o-F que integram a nova secção III-A do Capítulo IV do título I, com a epígrafe “Política de Remuneração”, ficando sistematicamente próximo das disposições do CVM já em vigor e relativas ao funcionamento de assembleias gerais e exercício de direitos dos acionistas das sociedades abertas e cotadas (e, em larga medida, sede de transposição de muitas normas da Diretiva de 2007).

Tem dois vetores:

- a) preparação, aprovação, aplicação e publicação da política de remunerações e,
- b) preparação, aprovação e publicação do relatório sobre as remunerações efetivamente pagas⁶⁰.

Quanto à *política de remunerações*, as sociedades cotadas devem dispor de uma política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, sujeita a deliberação vinculativa dos acionistas (art. 9.^o-A/1 e 2 da SHRD), transposto no art. 26.^o-B do CVM)⁶¹, que deve contribuir “para a estratégia empresarial da sociedade, para os seus interesses a longo prazo e para a sua sustentabilidade”, deve ser clara e compreensível e descrever os diferentes componentes da

⁵⁷ Gomes & Rolo, 2020, p. 706 a 708),

⁵⁸ José Ferreira Gomes e Diogo Costa Gonçalves (coord.), Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas, 2018,

⁵⁹ (Rolo, 2017, pp. 573–576), (Dias, 2020, pp. 66–71) e J.M. Coutinho de Abreu, “Remunerações dos administradores e transações com partes relacionadas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II”, Direito das Sociedades em Revista, 19 (2018), 13-26 (14- 16);

⁶⁰ Para além das regras do CVM, há que atender também ao art. 211.^o do RGICSF, que apresenta como infração grave o incumprimento de algumas das normas sobre política remuneratória e sobre divulgação de informação sobre a mesma. Recorde-se ainda que foi revogada a Lei n.º 28/2009, de 19/jun. que regulava a aprovação e a divulgação das políticas de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das entidades de interesse público (art. 7.^o da Lei n.º 50/2020);

⁶¹ Incluindo as alterações relevantes e pelo menos de quatro em quatro anos. cf. art. 9.^o-A/5 SHRD II, transposto no art. 26.^o-B/1 CVM.

remuneração fixa e variável, incluindo todos os bónus e outros benefícios, independentemente da sua forma, e indicar a respetiva proporção (art. 9.º-A/6 da SHRD, transposto no art. 26.º-C do CVM).

A política remuneratória é aprovada pelos acionistas, de três em três anos, reunidos em Assembleia Geral. As sociedades cotadas só podem remunerar os membros dos órgãos de administração e de fiscalização de acordo com a política de remunerações aprovada (art. 9.º-A/2 da SHRD, transposto no art. 26.º-A do CVM)⁶².

O novo preceito enfatiza o *carácter vinculativo* que este mecanismo deverá ter, prevendo-se especificamente que a sociedade apenas pode remunerar os seus administradores de acordo com a política remuneratória aprovada pelos acionistas em Assembleia Geral⁶³.

Preveem-se normas especiais para situações transitórias, tais como:

- a) a manutenção provisória de práticas remuneratórias anteriores até à primeira assembleia geral ordinária; e
- b) manutenção da política remuneratória do triénio anterior quando a política remuneratória do novo triénio não for aprovada em assembleia geral ordinária.

O n.º 6 do aditado art. 9.º-A da SHRD II densifica o conteúdo das políticas remuneratórias, determinando que devem contribuir para a estratégia empresarial, interesses a longo prazo e sustentabilidade da sociedade, e que devem explicar como acautelam estes três interesses. Deverá ser clara, compreensível e deverá descrever os diferentes componentes de remuneração fixa e/ou variável (listando de forma clara os critérios utilizados), incluindo bónus, planos de pensões suplementares, entendimentos relativos à reforma antecipada, devendo também indicar a duração das relações contratuais com os administradores e prazos de renúncia e destituição aplicáveis. Além disso, deverá explicar de que forma é que a remuneração e as condições dos trabalhadores da sociedade foram tidos em conta aquando da elaboração da política remuneratória.

Atento o disposto no *art. 26º-B, tal política* deverá ser submetida à aprovação da assembleia geral sob proposta da comissão de remunerações (se existente) ou do conselho de administração.

O conteúdo da política de remuneração é detalhado no *art. 26º-C*, devendo tal política ser clara e compreensível e contribuir para a estratégia empresarial, para os seus interesses a longo prazo e para a sustentabilidade da sociedade, devendo explicar-se como acautela tais interesses.

Relevante é, também, a previsão expressa, no *art. 26º-C, n.º 3 do CVM*, da explicação dos critérios, métodos e períodos relevantes para a atribuição de remuneração variável.

⁶² Sem prejuízo dos desvios previstos nos n.os 2 e 4, este último transposto no art. 26.º-D CVM

⁶³ Art. 9.º-A, n.º 2.

A política de remuneração, depois de aprovada, deve ser publicada no sítio da internet da sociedade, juntamente com a data e com os resultados da votação (art. 9.º-A/7 da SHRD, transposto no art. 26.º-E do CVM).

Foi introduzido o *novo art. 26º-F do CVM*, nos termos do qual as práticas remuneratórias existentes em momento anterior à aprovação de uma política de remuneração permanecem em vigor até à aprovação desta; e uma política de remuneração aprovada pela assembleia geral permanece em vigor até nova aprovação pelo mesmo órgão.

3.4.1 A Nova Política de Remuneração e as Recomendações V.2.1. e V.2.2. do CGS IPCG 2018 ⁶⁴

Atento o supra exposto, no que respeita à disciplina dos arts. 26º-A e 26º-B/2, importa ter em consideração que a recomendação V.2.2, na parte em que pugna para que a comissão de remunerações tenha competência para aprovar e/ou propor a política de remuneração⁶⁵, mantém a sua relevância em face da nova lei, na exata medida em que a transposição da Diretiva manteve aquela alternativa entre a comissão de remunerações e o conselho de administração. Ao manter-se uma recomendação no sentido de que se constitua uma comissão de remunerações, será necessariamente esta comissão competente para propor a política de remuneração, nos termos da lei (art. 26.º-A), sem que no Código se tenha que encontrar expressa menção a essa política.

É neste sentido que a nova redação da recomendação V.2.1. determina que:

“A sociedade deve constituir uma comissão de remunerações, cuja composição assegure a sua independência em face da administração, podendo tratar-se da comissão de remunerações designada nos termos do art. 399.º do Código das Sociedades Comerciais” ⁶⁶.

Também a recomendação V.2.1, na sua formulação originária, mantém plena autonomia, uma vez que a lei não se refere à competência para a fixação, em concreto, das remunerações, nem tão pouco à necessidade de esta comissão ser independente em face da administração. Aliás, que a lei não obriga à intervenção de uma comissão de remunerações é mesmo reforçado pelo n.º5 do art. 26.º-C do CVM “(...) se aplicável, o papel da comissão de remunerações ou de outras comissões envolvidas”.

Já quanto ao *conteúdo da política de remunerações*, tal como delineado no art. 26.º-C, encontramos, sim, uma sobreposição com a originária recomendação V.2.2., tanto no que respeita à

⁶⁴ (Dias, 2020, p. 67).

⁶⁵ Isto é: apesar da recomendação V.2.2. se referir à competência para a “aprovar”, a leitura que se afigura mais judiciosa é a de que se tratará de uma competência para a propor, podendo caber a aprovação à assembleia geral.

⁶⁶ A ressalva final relativa à comissão de remunerações designada pela assembleia geral, ao abrigo do art. 399.º, n.º 1, do CSC, vai no sentido de clarificar que, na perspetiva do Código, a constituição desta comissão é uma prática de bom governo, sem necessidade de a sociedade constituir uma comissão especializada em matéria de remunerações que seja uma emanção de um órgão da sociedade (i.e., uma “comissão interna”), nem de coexistirem duas comissões distintas com competências nesta mesma matéria.

obrigatoriedade de determinação das “diferentes componentes da remuneração fixa e variável” (art. 26.º- C, n.º 2, c), do CVM e dos diversos critérios da remuneração variável, incluindo a baseada em ações (n.ºs 3 e 4 do mesmo art.) – regras que, em face da alteração legal, deixam de ter lugar num CGS. É assim que se justifica que a recomendação V.2.2., expurgada dos seus elementos que se tornaram redundantes, passe a dispor:

“A fixação das remunerações deve competir à comissão de remunerações ou à assembleia geral, sob proposta daquela comissão”.

3.4.2 Relatório das Remunerações Efetivamente Pagas

O art. 9.º-B da SHRD prevê uma série de obrigações de informação *ex post*, nomeadamente a elaboração, pela sociedade, de um *relatório de remuneração*, incluindo informação discriminada por administrador, incluindo, *inter alia*, remuneração total separada por componentes e evolução anual na remuneração dos administradores, do desempenho da sociedade e comparação da evolução destas variáveis com a evolução da remuneração dos trabalhadores. Este relatório de remuneração é aprovado pelos acionistas em assembleia geral e publicado de seguida, sendo os administradores responsáveis pelo seu conteúdo, a sua completude e a sua veracidade⁶⁷.

Nesse sentido:

- a) A administração das sociedades cotadas deve preparar um relatório sobre as remunerações efetivamente pagas “claro e compreensível, que proporcione uma visão abrangente das remunerações, incluindo todos os benefícios, independentemente da sua forma, atribuídas ou devidas durante o último exercício” aos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, de acordo com a já referida política de remunerações (art. 9.º-B/1 e 2 da SHRD, transposto no art. 245.º-C/1 e 2 do CVM);
- b) O relatório é submetido a votação na assembleia geral anual seguinte ao exercício a que diz respeito e pode ser substituído por um capítulo no relatório anual sobre governo societário. E é publicado no sítio da internet da sociedade durante dez anos (art. 9.º-B/4 e 5 da SHRD, transposto no art. 245.º-C/4 e 5 do CVM);
- c) O relatório deve ser objeto de análise por revisor oficial de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas, órgão da sociedade, para efeitos de confirmação da sua completude face aos elementos exigidos por lei (art. 9.º-B/5 da SHRD, transposto no art. 245.º-C/6 do CVM);
- d) Os membros dos órgãos de administração e de fiscalização, agindo no âmbito das respetivas competências, são coletivamente responsáveis pela elaboração e publicação do relatório de

⁶⁷ Art. 9.º-B, n.º 4 e 5.

acordo com os requisitos legais (art. 9.º-B/6 da SHRD, mal transposto no art. 245.º-C/7 do CVM)⁶⁸.

Foi ainda introduzido o art. 390º, n.º 2, f), do CVM, onde se encontra prevista uma contraordenação grave, para a omissão de submissão a votação em assembleia geral de sociedade cotada da proposta de política de remuneração e da proposta de relatório sobre elas.

O regime *say on pay* supra descrito não reveste um carácter totalmente inovador no direito português⁶⁹.

Antes de tudo, há que frisar que o art. 399.º do CSC já previa a competência da assembleia geral de acionistas ou de uma comissão de remuneração por ela designada fixar as remunerações dos administradores, tomando em consideração critérios relativos às funções desempenhadas e à situação económica da sociedade (quando haja conselho geral e de supervisão, compete, supletivamente, a este ou à comissão por este nomeada a determinação da remuneração – art. 429.º do CSC).

À data da publicação da SHRD II, as sociedades cotadas já se encontravam sujeitas a um regime de *say on pay*, através da Lei n.º 28/2009. No entanto, o novo regime vai mais longe do que as soluções já previstas no direito pátrio, nomeadamente quanto à previsão expressa da necessidade de aprovação pela assembleia geral do conteúdo da política remuneratória.

A transposição da SHRD II determinou a *revogação da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho*, por se entender essencialmente redundante face ao novo regime proposto e, naturalmente, por razões de segurança jurídica e clareza emergentes da concentração sistemática das normas relevantes.

Transparece que, não obstante, o regime mais oneroso imposto pela SHRD II, não se impôs aqui nenhum teto quantitativo à remuneração de acionistas, tão-só reforçando-se uma competência que já reside genericamente nos acionistas.

3.5 A Sustentabilidade⁷⁰

Historicamente, o conceito de sustentabilidade teve origem na Declaração da Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano de 1972⁷¹. Por sua vez, a expressão Desenvolvimento Sustentável tem a sua génese no intitulado Relatório *Bruntland*⁷² das Nações Unidas de 1987, que a

⁶⁸ O art. 245.º-C/7 CVM refere apenas a responsabilidade dos administradores (ficou por clarificar que os membros do órgão de fiscalização são também responsáveis) e omite o advérbio “coletivamente”, que convoca aqui os desenvolvimentos próprios do princípio da responsabilidade global, de acordo com o qual os membros do conselho de administração são coletivamente responsáveis pelas decisões do mesmo (quer unânimes, quer maioritárias), independentemente de quaisquer divisões de tarefas ou delegações de poderes.

⁶⁹ (Câmara, 2010, pp. 321–344);

⁷⁰ (Perez, 2019, p. 11);

⁷¹ Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment (1972), disponível em <http://www.un-documents.net/aconf48-14r1.pdf>

⁷² Relatório da OCDE: Our Common Future (1987), disponível em <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>

definiu como o modelo de desenvolvimento económico que possibilita a satisfação das necessidades das gerações presentes sem hipotecar as gerações futuras.

Nestes termos, o Desenvolvimento Sustentável, deve notar-se, não exige a eliminação do fator económico-financeiro, ou seja, do lucro, mas, contrariamente, este modelo alerta para a necessidade de inclusão dos impactos ambientais e sociais na forma como o retorno económico-financeiro é gerado, precisamente para garantir que continue a existir a possibilidade de continuar a ser gerado.

Nesse sentido, podemos entender o conceito de Sustentabilidade como a aplicação do modelo de desenvolvimento sustentável aos sectores privado, público e terceiro sector (iniciativas privadas de utilidade pública com origem na sociedade civil).

A abordagem ao estudo da Sustentabilidade deve adotar uma perspetiva holística, tomando como ponto de partida a sua segmentação em três dimensões, correspondentes aos denominados fatores ESG⁷³, consubstanciados em indicadores (normalmente) não financeiros que informam sobre o desempenho das sociedades quanto às suas práticas Ambientais, Sociais e de Governação.

O fator Ambiental respeita à pegada ambiental das companhias, tratando os recursos naturais disponíveis no planeta que necessitam de ser geridos e conservados, com especial atenção aos recursos finitos, os não renováveis, como é o caso do petróleo.

O fator Social ocupa-se dos direitos humanos, da promoção de sociedades mais justas, inclusivas e com diversidade cultural, mantendo o foco na erradicação da pobreza.

O fator Governação vincula-se à promoção da prosperidade das companhias, tratando do sistema de políticas e práticas através das quais as empresas são geridas, abrangendo questões como foco no longo prazo, transparência, independência e idoneidade, direitos dos acionistas, combate à corrupção, entre outros aspetos.

A Sustentabilidade encontra-se numa área de intersecção com o tema das Finanças Sustentáveis.

Importa, por isso, perceber a relevância e o papel do Financiamento Sustentável no quadro da Sustentabilidade, já que a aplicabilidade de fatores ESG nas empresas implica(rá) a adoção de novas práticas e procedimentos relacionados com o seu financiamento.

3.5.1 A Sustentabilidade no CVM⁷⁴

O tema da *sustentabilidade*⁷⁵ tem vindo assumir especial relevo no direito das sociedades e dos valores mobiliários. É curioso notar que a palavra entra no CVM, pela primeira vez, com a transposição da SHRD II, em arts. todos eles concernentes às remunerações: com efeito, a política de remuneração deve “contribuir para a estratégia empresarial da sociedade, para os seus interesses de longo prazo e

⁷³ Sigla inglesa para Ambiental, Social e Governação (*Environmental, Social and Governance*)

⁷⁴ (Dias, 2020, p. 71),

⁷⁵ (Dias, 2020) e Rui Pereira Dias / Mafalda de Sá, “Deveres dos administradores e sustentabilidade”, in Paulo Câmara (Coord.), *Administração e Governação das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2020, pp. 33 ss.

para a sua sustentabilidade” (n.º 1), devendo-se explicar como opera essa contribuição (n.º2, a); explicação idêntica é devida quando haja atribuição de remuneração variável a administradores (n.º 3, a)) ou de uma componente da remuneração com base em ações (n.º 4, c), sempre do art. 26.º-C do CVM. Por seu turno, uma derrogação temporária da política de remuneração, sendo excecionalmente admitida às sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, é-o quando necessário “para servir os seus interesses de longo prazo e a sua sustentabilidade, ou para assegurar a sua viabilidade” (art. 26.º-D, n.º 1 do CVM).

Também o conceito de *responsabilidade social das empresas*, tem vindo a assumir relevância desde logo, na transposição da Diretiva das Demonstrações não Financeiras⁷⁶, de onde nasceram os arts. 66.º-B e 508.º-G do CSC. O Decreto-Lei n.º 89/2017, de 28 de julho, passou a regular a divulgação de informações não financeiras e de informações sobre a diversidade por grandes empresas e grupos.

Trata-se da matéria que concerne às imposições legais a que estão obrigados os grandes grupos económicos e sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, obrigados a reportar periodicamente os dados financeiros e a informação não-financeira e política de diversidade no exercício da sua atividade. O ato legal aqui em apreço tem impacto na divulgação de informações não financeiras relativas às áreas ambientais, sociais e de governo societário das empresas, contribuindo para a análise do desempenho das empresas e do seu impacto na sociedade.

A Diretiva que o Decreto-Lei n.º 89/2017 transpôs, teve como objetivo compelir as empresas a disponibilizarem informação aos investidores e consumidores sobre a identificação dos riscos de sustentabilidade, permitir a comparabilidade de informação das empresas de todos os estados-membros e reforçar a transparência e a confiança. As empresas enquadradas na qualidade de entidades de interesse público estão assim obrigadas a apresentar um relatório anual onde descrevem as implicações das suas atividades relativas a questões ambientais e sociais e alusivas aos trabalhadores, no que respeita aos direitos humanos, no combate à corrupção e tentativas de suborno.

Foram, ainda, introduzidas alterações no CVM, mais uma vez em matéria de política de remuneração, visto que esta política deverá identificar, caso preveja a atribuição de remuneração variável a administradores, os critérios para essa atribuição, “incluindo os critérios financeiros e não financeiros e, se for caso disso, os critérios relacionados com a responsabilidade social das empresas (...)” (art. 26.º-C, n.º3, a), do CVM).

⁷⁶ Cf. as considerações preambulares ao Decreto-Lei n.º 89/2017, de 28 de julho, que iniciam com a afirmação: “A responsabilidade social das empresas, demonstrada através da divulgação de informações não financeiras relativas às áreas sociais, ambientais e de governo societário, contribui decisivamente para a análise do desempenho das empresas e do seu impacto na sociedade, para a identificação dos riscos de sustentabilidade das mesmas e para o reforço da confiança dos investidores e dos consumidores”.

De um breve cotejo comparatístico resulta, adiante-se desde já a conclusão, que, sendo o tema da sustentabilidade objeto de referência explícita em alguns códigos de governo societário estrangeiros, essa referência é sobretudo formulada de modo mais ou menos genérico, no quadro de uma ideia de criação de valor a longo prazo, associada, sobretudo, aos temas das funções do órgão de administração, do sistema de controlo interno e gestão de riscos e das remunerações.

3.5.2 A Sustentabilidade no CGS IPCG 2018

Também o Código do IPCG, na sua versão originária, continha algumas passagens alusivas à sustentabilidade, referindo-se à *sustentabilidade do desenvolvimento da sociedade*, bem como à *sustentabilidade do desempenho dos administradores executivos*.

Logo o primeiro princípio afirma que “o governo societário deve promover e potenciar o desempenho das sociedades, bem como do mercado de capitais, e sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral na qualidade e transparência da administração e da fiscalização e no desenvolvimento sustentado das sociedades.”

Esta ideia é retomada no contexto do papel da administração executiva, à qual “compete gerir a sociedade, prosseguindo os objetivos da sociedade e visando contribuir para o seu desenvolvimento sustentável”, bem como no tema da remuneração dos administradores executivos, que deve incluir uma componente variável que “reflita o desempenho sustentado da sociedade e não estimule a assunção de riscos excessivos” e em que “uma parte significativa da componente variável deve ser parcialmente diferida no tempo, por um período não inferior a três anos, associando-a à confirmação da sustentabilidade do desempenho, nos termos definidos em regulamento interno da sociedade” (respetivamente, recomendações V.3.1. e V.3.2.57).

Assim, por um lado, o princípio e recomendações elencadas remetem para um conceito literal de sustentabilidade e, por outro lado, procuram promover a sua aplicabilidade na gestão das sociedades.

Analisando outras recomendações do CGS, sobre a Gestão de Risco, notamos igualmente a Recomendação VI.2:

“Tendo por base a sua política de risco, a sociedade deve instituir um sistema de gestão de riscos, identificando (i) os principais riscos a que se encontra sujeita no desenvolvimento da sua atividade, (ii) a probabilidade de ocorrência dos mesmos e o respectivo impacto, (iii) os instrumentos e medidas a adoptar tendo em vista a respectiva mitigação, (iv) os procedimentos de monitorização, visando o seu acompanhamento e (v) o procedimento de fiscalização, avaliação periódica e de ajustamento do sistema”.

O CGS IPCG de 2018, já previa que as empresas deviam ser geridas tendo em consideração objetivos de sustentabilidade, elencando recomendações para que as empresas atendessem a essa temática nas suas opções de governação.

3.5.3 A Sustentabilidade no CGS IPCG Revisto em 2020: o Princípio V.2.B. e a Recomendação IV.3

As sociedades emitentes, destinatárias do CGS, estão sujeitas à aplicabilidade dos acima citados arts. 66.º-B e 508.º-G ambos do CSC, prestando assim informações ao mercado no que respeita, “no mínimo, às questões ambientais, sociais e relativas aos trabalhadores, à igualdade entre mulheres e homens, à não discriminação, ao respeito dos direitos humanos, ao combate à corrupção e às tentativas de suborno (...)”, nos termos dos nºs. 2 de cada um daqueles preceitos do CSC.

O CGS acabou por optar por uma dupla novidade. Por um lado, alterou-se um dos Princípios que o regem, no caso em matéria de *remunerações* – justamente aquela em que o próprio CVM passou a referir-se explicitamente à sustentabilidade, nos arts. 26.º-C e 26.º-D, de modo que se pode ler agora em V.2.B.

Veja-se em particular a nova formulação da alínea (ii):

Os administradores devem receber uma remuneração que:

- a) *retribua adequadamente a responsabilidade assumida, a disponibilidade e a competência colocadas ao serviço da sociedade;*
- b) *garanta uma atuação alinhada com os interesses de longo prazo dos acionistas e promova a atuação sustentável da sociedade; e*
- c) *premeie o desempenho.*

Por outro lado, avançou ainda a edição de 2020 do Código com uma nova recomendação, IV.3., que, muito embora não use a palavra *sustentabilidade*, é inequivocamente orientada à sua consagração, nos seguintes termos:

“No relatório anual, o órgão de administração explicita em que termos a estratégia e as principais políticas definidas procuram assegurar o êxito a longo prazo da sociedade e quais os principais contributos daí resultantes para a comunidade em geral.”.

3.5.4 O Governo das Sociedades⁷⁷

O governo das sociedades, matéria do controlo e gestão das empresas e da estrutura, direitos e responsabilidades dos órgãos sociais, tem como objetivo continuado o aperfeiçoamento e a adequação do sistema de governo societário à realidade das empresas emitentes e do mercado de capitais nacional. Neste sentido, o governo das sociedades visa obter um equilíbrio entre os objetivos

⁷⁷ (Perez, 2019, p. 6),

económicos e sociais e os objetivos individuais e da empresa, promovendo a utilização eficiente de recursos e exigindo a responsabilização pela forma como esses recursos são alocados e utilizados.

O governo das sociedades continua a atuar num sistema articulado entre a *hard law* e a *soft law* requerendo a associação de mecanismos de bom governo com o quadro próprio do Direito das Sociedades e o Direito dos Valores Mobiliários.

Não obstante, é necessário salientar que mesmo quando nos encontrarmos perante códigos de governo de excecional qualidade, não parece possível manter um modelo de governação societária que se mostre resistente a práticas erradas, tal como recomendações equilibradas não resistem a comportamentos indevidos, nem tão pouco existem bons princípios de governo societário que possam prevalecer sobre a falta de valores ou ética das pessoas na liderança das sociedades.

Em Portugal, as sociedades cotadas estão sujeitas ao dever de informar, anualmente, sobre o grau de acolhimento do CGS, o qual contempla um conjunto de recomendações. Este modelo de informação, de cariz *comply or explain* é hoje imposto em termos europeus e apresenta-se como um mecanismo que alia a prestação de informação obrigatória sobre a caracterização do governo societário de cada empresa a uma componente flexível quanto às escolhas que cada uma pode adotar a esse respeito.

Considera-se que as sociedades cotadas têm impacto acrescido na economia e na sociedade, pois as suas decisões podem afetar, tanto de forma positiva como negativa, as comunidades em que se inserem, onde se incluem os seus acionistas, trabalhadores, fornecedores, clientes, parceiros e demais *stakeholders*.

3.5.5 O Governo das Sociedades e a Sustentabilidade

No quadro do Direito português, em primeiro lugar, importa referir o art. 64.º do CSC⁷⁸, que no seu n.º 1 estabelece os deveres fundamentais que os gerentes ou administradores da sociedade devem observar, em especial destacando entre esses deveres (na alínea *b*), os “deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores”.

⁷⁸ Alguns autores entendem que este interesse tem como finalidade densificar os deveres a que os administradores estão adstritos no exercício profissional do governo das sociedades, tais como: articular deveres de cuidado e de lealdade; explicitar o conteúdo de tais deveres e adicionar a diligência de um gestor criterioso e ordenado e desenvolver os deveres de lealdade. Podemos considerar que esta análise ao art. 64.º, n.º 1 do CSC é uma primeira abordagem, no ordenamento nacional, à institucionalização do *Corporate Social Responsibility*. Não podendo, porém, desmemorar que a instituição deste conceito no ordenamento jurídico acarreta uma discussão profunda, *ex ante*, sobre qual o papel que as sociedades comerciais devem assumir no ordenamento jurídico e económico. Ou seja, se as sociedades pretendem – à luz dos princípios liberais – ter como única função a prossecução do lucro ou – à luz da ideia do estado social – ter uma função de apoio ao desenvolvimento à economia através de um “lucro sustentável”.

Nos termos expostos, o direito português parece reconhecer a importância e necessidade de assegurar que a administração das empresas tem em consideração a sustentabilidade dos seus interesses alinhados com os demais *stakeholders*.

De facto, através da sua relação com fornecedores, trabalhadores, clientes e outras partes interessadas, as empresas contribuem para criar valor económico e social na sociedade, assim garantindo e sustentando o funcionamento da economia, emprego, gestão e utilização de recursos, entre outros.

É, por isso, não apenas desejável, mas indispensável que o maior número possível de empresas esteja apto a criar valor, de acordo com os novos padrões, de forma sustentável e positiva para o ambiente e para os seus *stakeholders*.

O tecido empresarial português é composto, maioritariamente, por micro, pequenas e médias empresas, as PME, sendo que as verdadeiramente médias empresas correspondem a apenas 0,5% deste universo⁷⁹. Por sua vez, o índice PSI Geral conta com apenas 39 empresas cotadas⁸⁰ com obrigação de publicar anualmente o relatório de código de governo da empresa.

As PME's têm necessidades específicas de tesouraria que carecem de resolução a curto prazo, pelo que recorrem ao financiamento bancário como instrumento para o seu crescimento e desenvolvimento bem como para resolver problemas de tesouraria. Neste cenário, as empresas que não se mostrem capazes de fornecer a informação não-financeira necessária para fazer face às novas exigências de investidores e financiadores ficam expostas a verem as suas necessidades de financiamento condicionadas ou com custos extremamente elevados.

A aplicação de boas práticas nos modelos de gestão das empresas pode assegurar a sua solvência, solidez e continuidade, assegurando a sua perpetuidade para um continuado desenvolvimento pelas gerações futuras.

Neste sentido, a existência de um CGS de fácil aplicabilidade às Médias empresas consubstanciaria um mecanismo benéfico para o seu desenvolvimento sustentável e acompanhamento da evolução em matérias de sustentabilidade. Porém, face à enorme extensão e falta de clareza na linguagem do atual CGS julgamos que o mesmo não se encontra apto a ser aplicado à realidade das Médias empresas portuguesas.

⁷⁹ Dados da PORDATA, actualizados em 29/03/2021, disponíveis em PORDATA - Pequenas e médias empresas: total e por dimensão

⁸⁰ Segundo a listagem da Euronext, em 16 de abril de 2021, onde constam 40 empresas cotadas no PSI-Geral, entre elas a própria Euronext que por estar duplamente cotada não é considerada na contagem para o efeito. No segmento Euronext Access Lisbon estão presentes 12 empresas, e no segmento Euronext Growth Lisbon contam-se 2 empresas, totalizando 54 empresas. Informação actualizada diariamente disponível em <https://www.bolsadelisboa.com.pt/cotacoes/accoes-lisboa>

3.6 Transações com Partes Relacionadas⁸¹

Analisemos agora com maior detalhe o art. 9.º-C da SHRD, introduzido em 2017, que promoveu a criação de um regime de aprovação e de divulgação de transações com partes relacionadas.

Veio fazer face à preocupação vertida no considerando 42 da SHRD II:

“As transações com partes relacionadas podem prejudicar as sociedades e os seus acionistas, uma vez que podem proporcionar à parte relacionada a oportunidade de se apropriar de uma parte do valor de uma sociedade. Assim, é importante que existam salvaguardas adequadas para a proteção dos interesses das sociedades e dos acionistas”.

O potencial danoso aqui referido decorre do facto dos negócios com partes relacionadas, envolverem necessariamente conflitos de interesse e, por conseguinte, um risco considerável de apropriação de benefícios especiais *ilegítimos* por sócios controladores, administradores ou outros⁸², em prejuízo da sociedade e dos demais sócios.

3.6.1 Noção de Parte Relacionada⁸³

Uma *transação relevante* será definida pelo estado-membro tomando em consideração a influência que a informação sobre a transação pode ter nas decisões económicas dos acionistas da sociedade e o risco que a transação cria para a sociedade e para os seus acionistas que não são uma parte relacionada⁸⁴.

No entanto, na SHRD II não se encontra a *definição* de “transações com partes relacionadas”, sem prejuízo da definição avançada pela Comissão na exposição de motivos da mesma, i.e., *uma transação com uma parte relacionada corresponde a uma transação entre “uma sociedade e os seus gestores, administradores, entidades de controlo ou acionistas”*⁸⁵.

⁸¹ (Duarte, 2017, pp. 85–88); (Rolo, 2017, pp. 578–579), (Pinto, 2017, pp. 486–493), (Dias, 2020, pp. 61–66);

⁸² Fenómeno também conhecido por *tunneling*. A propósito, veja-se (Jose Ferreira Gomes, 2009, pp. 588–590), (Pinto, 2017, pp. 472–474), (Rolo, 2017, pp. 581–583) e ainda: José Ferreira Gomes, Da administração à fiscalização das sociedades cit., pp. 349-350; “Conflito de interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade e o seu acionista controlador”, in Paulo Câmara (coord.), Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro, 2010, pp. 76-213 (81-82); Francisco da Cunha Ferreira e Joana Torres Ereio, “As transações entre partes relacionadas no direito português”, in Paulo Câmara (coord.), Acionistas e governação das sociedades (2019), pp. 193-231 (193-194 e 206-208), Vide ainda, a propósito da justificação da criação do regime aplicável às transações com partes relacionadas na Diretriz, a “Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo e a Diretiva 2013/34/UE no que se refere a determinados elementos da declaração sobre o governo das sociedades”, COM/2014/0213 final, onde se sublinha que as transações com partes relacionadas «criam oportunidades para a apropriação de uma parte do valor da sociedade em detrimento dos seus acionistas e, nomeadamente, dos acionistas minoritários».

⁸³ (Pinto, 2017);

⁸⁴ Art. 9.º-C, n.º 1.

⁸⁵ Proposta de Diretiva..., p. 5.

Para uma melhor compreensão das novas alterações, dever-se-á começar pela definição de *partes relacionadas*, cujo preenchimento é feito através da remissão para o Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho⁸⁶ que, por sua vez, nos remete para as Normas Internacionais de Contabilidade (IAS).

Entre nós, os arts. 66.º-A, n.º3, alínea *a*) e 508.º-F, n.º3, alínea *a*), para as sociedades coligadas do CSC, consagram o significado de partes relacionadas definido nas normas internacionais de contabilidade adotadas nos termos de regulamento comunitário.

Portanto, vigora entre nós a noção de parte relacionada prevista no IAS24, ou seja, nas Normas Internacionais de Contabilidade (os IAS — *International Accounting Standards*), acolhidas pelo regulamento (CE) n.º 1126/2008 da Comissão, de 3 de novembro de 2008, na versão consolidada a 20 de novembro de 2013⁸⁷.

Basicamente, a NIC 24 prevê um amplo conjunto de situações que integram a noção de “parte relacionada”, esclarece alguns conceitos imprecisos dessa previsão e concede prevalência a uma análise substancial de cada relacionamento⁸⁸.

Assim, considera-se parte relacionada com uma sociedade, a parte que:

- a) direta ou indiretamente através de um ou mais intermediários:
 - controlar⁸⁹ ou for controlada pela sociedade ou estiver com esta sob um controlo comum (incluindo assim “sociedades-mãe”, subsidiárias e subsidiárias “irmãs”);
 - tiver um interesse na sociedade que lhe confira uma influência significativa⁹⁰ sobre a mesma, ou
 - tiver um controlo conjunto⁹¹ sobre a entidade (IAS 24, 9, alínea *a*);

⁸⁶ Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho de 2002, relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade, JO L243 DE 11.09.2002, pp. 0001-0004.

⁸⁷ Recorde-se que, de acordo com o regulamento (CE) n.º 1606/2002, a partir de 1 de janeiro de 2005, as sociedades regidas pela legislação de um estado-membro cujos títulos são negociados publicamente devem, em determinadas condições, elaborar as suas contas consolidadas em conformidade com as normas internacionais de contabilidade. o anteprojeto do CNSF remete justamente para a noção de “parte relacionada na aceção das normas internacionais de contabilidade” (n.º 4 do art. 249.º-a), a aditar ao CVM),

⁸⁸ V. o IAS 24, “Definições”, n.ºs 9 a 11.

⁸⁹ A norma define Controlo como “o poder de gerir as políticas financeiras e operacionais de uma entidade de forma a obter benefícios das suas actividades”.

⁹⁰ “Influência significativa é o poder de participar nas decisões financeiras e operacionais de uma entidade, mas não é o controlo sobre essas políticas. Influência significativa pode ser obtida por posse de ações, estatuto ou acordo”. aparentemente, a norma não inclui situações de influência de facto, que, em todo o caso, poderão ser relevadas à luz de uma análise substancial dos relacionamentos.

⁹¹ Para a NIC 24, “Controlo conjunto é a partilha de controlo acordada contratualmente de uma actividade económica”. A norma parece excluir as situações (que poderão ainda assim relevar numa análise substancial dos relacionamentos) em que não existe um contrato, mas a prática demonstra uma convergência de posições entre dois acionistas reveladora de um controlo conjunto de facto.

- b) for uma associada⁹² da sociedade (IAS 24, 9, alínea b);
- c) for um empreendimento conjunto⁹³ em que a sociedade seja um dos empreendedores (IAS 24, 9, alínea c);
- d) for membro do pessoal-chave da gerência⁹⁴ da entidade ou da sua empresa-mãe (IAS 24, 9, alínea d);
- e) for membro íntimo da família⁹⁵ de qualquer indivíduo referido nas alíneas a), ou seja, de um acionista controlador ou de “pessoal-chave da gerência” (IAS 24, 9, alínea e);
- f) for uma sociedade controlada, controlada conjuntamente ou significativamente influenciada por, ou em que o poder de voto significativo reside, direta ou indiretamente, em qualquer indivíduo referido nas alíneas d) ou e), ou seja, num acionista controlador ou em “pessoal-chave da gerência” (IAS 24, 9, alínea f);
- g) for um plano de benefícios pós-emprego (v.g. um fundo de pensões) para benefício dos empregados da sociedade ou de qualquer entidade que seja uma parte relacionada dessa sociedade (IAS 24, 9, alínea g);

Conforme referido, o n.º 10 da norma opta pela prevalência da substância sobre a forma na identificação de partes relacionadas, dispondo que “a atenção é dirigida para a substância do relacionamento e não meramente para a forma legal”. Se esta análise substancial é indutora de alguma insegurança jurídica, não deixa de ser a única possível face à impossibilidade de prever formalmente todas as situações que revelem um controle ou influência significativa de uma determinada parte sobre uma sociedade⁹⁶.

⁹² Nos termos definidos na IAS 28, “Associada” é “uma entidade, incluindo uma entidade não constituída tal como uma parceria, sobre a qual a investidora [no caso, a sociedade] tenha influência significativa e que não seja uma subsidiária nem um interesse num empreendimento conjunto”.

⁹³ Nos termos definidos na IAS 31 um “Empreendimento Conjunto” é “um acordo contratual pelo qual dois ou mais parceiros empreendem uma actividade económica que esteja sujeita a controlo conjunto”.

⁹⁴ A norma define Pessoal-chave de gerência como “as pessoas que têm autoridade e responsabilidade pelo planeamento, direcção e controlo das actividades da entidade, directa ou indirectamente, incluindo qualquer administrador (executivo ou outro) dessa entidade”.

⁹⁵ “membros íntimos da família de um indivíduo são aqueles membros da família que se espera que influenciem, ou sejam influenciados por esse indivíduo nos seus negócios com a entidade. Podem incluir: a) o parceiro doméstico e filhos do indivíduo; b) filhos do parceiro doméstico do indivíduo; e c) dependentes do indivíduo ou do parceiro doméstico do indivíduo”.

⁹⁶ É, aliás, com base nessa mesma análise substancial que o n.º 11 da norma dispõe que “não são necessariamente partes relacionadas as seguintes:

- a) duas entidades simplesmente por terem um administrador ou outro membro do pessoal-chave da gerência em comum, não obstante as alíneas d) e f) da definição de «parte relacionada»;
- b) dois empreendedores simplesmente por partilharem o controlo conjunto sobre um empreendimento conjunto;
- c) i) entidades que proporcionam financiamentos, ii) sindicatos, iii) empresas de serviços públicos, e iv) departamentos e agências governamentais (estatais), simplesmente em virtude dos seus negócios normais com uma entidade (embora possam afectar a liberdade de acção de uma entidade ou participar no seu processo de tomada de decisões);

Parece assim que essa análise substancial deve também procurar identificar situações de controlo ou influência significativa, de facto.

Devem, assim, ser consideradas partes relacionadas as pessoas ou entidades com especial ligação à sociedade, devendo os seus negócios estar sujeitos a um controlo rigoroso com vista a evitar prejuízos para a sociedade. A partir da conjugação de todas as disposições atrás analisadas, é possível afirmar que os administradores, os acionistas controladores, as sociedades em relação de domínio simples (art. 486.º) e as sociedades em relação de grupo (arts. 488.º ss. e 493.º ss.) cabem, indubitavelmente, na definição de “partes relacionadas”⁹⁷.

Por sua vez, alguma doutrina procurou definir pelas suas próprias palavras o que entende por partes relacionadas. Coutinho de Abreu descreve as partes relacionadas como “sujeitos que se ligam (direta ou indiretamente) a uma sociedade por relações de organicidade (os administradores, designadamente) ou de socialidade (os sócios, em especial os que exercem ou podem exercer influência significativa no funcionamento da sociedade)”⁹⁸.

Os aditados nºs 2 e 3 do art. 9.º-C da Diretiva preveem a imposição de *um dever de publicidade* sobre as transações relevantes com partes relacionadas, devendo a sociedade cotada anunciar publicamente as transações relevantes com partes relacionadas o mais tardar no momento da conclusão de cada transação.

O conteúdo mínimo do anúncio deverá incluir a natureza da relação da parte relacionada, a sua identificação, a data e o valor da transação e outras informações necessárias para aferir se a transação é justa e razoável do ponto de vista da sociedade e dos acionistas que não sejam partes relacionadas.

Os estados-membros têm a possibilidade de exigir que o anúncio supramencionado seja acompanhado de um relatório produzido por um terceiro independente (que não seja parte relacionada), pela administração ou (caso exista) pelo órgão de supervisão da sociedade ou pelo conselho fiscal determinando se a transação é justa e razoável da perspetiva da sociedade.

Adicionalmente, deve ser referido que o facto do art. 9.º-C, n.º 3 determinar que o relatório poderá ser elaborado pelo órgão de administração ou de supervisão da sociedade levanta mais perguntas que respostas. Impõe-se assim questionar:

- a) porque quis o legislador europeu equiparar entidades tendencialmente isentas (terceiro independente ou conselho de supervisão) com os administradores, que, apesar de vinculados

d) *um cliente, fornecedor, franchisador, distribuidor ou agente geral com quem uma entidade transaccione um volume significativo de negócios meramente em virtude da dependência económica resultante.*”

⁹⁷ (da Silva, 2019, pp. 353–394);

⁹⁸ Coutinho de Abreu, “Negócios entre sociedade e partes relacionadas (administradores, sócios) – sumário às vezes desenvolvido”, in DSR, ano 5, vol. 9, 2013, p. 13.

à sociedade por deveres de lealdade e competência, podem não ser material e concretamente isentos quanto a determinadas transações com partes relacionadas?

b) como asseguramos a isenção dos administradores nesta matéria?

A parte final do n.º3 do art. 9.º-C indica aos estados-membros que assegurem que as partes relacionadas não participem na elaboração do relatório, o que já constitui uma salvaguarda importante, mas talvez não suficiente. Impondo-se, por isso, uma análise mais cuidada da disciplina transposta para nosso ordenamento jurídico.

Além do dever de comunicação previsto nos n.ºs 2 e 3 do art. 9.º-C da Diretiva, as transações relevantes com partes relacionadas *deverão ser aprovadas pelos acionistas em assembleia geral, pelo órgão de administração ou pelo órgão de supervisão*, seguindo um procedimento que impeça a parte relacionada de tirar proveitos da sua posição e que dê proteção adequada aos interesses da sociedade e dos acionistas que não sejam uma parte relacionada. A Diretiva não impõe competência exclusiva a nenhum órgão social nem densifica o procedimento, sem prejuízo da liberdade conferida aos estados-membros para imporem a *obrigatoriedade da aprovação acionista* destas transações se previamente aprovadas pelo órgão de administração ou de supervisão⁹⁹.

Tal deliberação deverá ser uma condição prévia à conclusão da transação, pelo que deverá ocorrer antes desta. Caso não seja possível, a deliberação deverá ser listada como condição suspensiva no contrato ou nos contratos que compõem a transação.

O administrador ou acionista envolvido numa transação com uma parte relacionada não deverá poder participar na deliberação para a sua aprovação.

O que devemos entender com a expressão “administrador ou acionista envolvido numa transação”?

O que qualifica o *envolvimento*: será limitado ao administrador ou acionista a parte relacionada contraparte na transação em causa ou poderá ser aplicado aos acionistas de onde advém, indiretamente, a qualificação da contraparte como parte relacionada?

Pensemos no exemplo do cônjuge de um dos acionistas: ele será parte relacionada por via do seu cônjuge acionista – está este último excluído da deliberação?

Afinal, o regime das transações com partes relacionadas aplica-se expressamente ao cônjuge do acionista ou do administrador, o que indicia que o legislador vê aqui uma potencial situação de aproveitamento de tal estatuto em detrimento dos interesses da sociedade. Logo, seria esvaziar o

⁹⁹ Art. 9.º-C, n.º 4.

sentido de todo o regime se se permitisse ao acionista ou ao administrador votar na deliberação relativa a uma transação na qual o seu cônjuge é parte¹⁰⁰.

A SHRD II previa que os estados-membros podiam isentar algumas transações deste mecanismo, nomeadamente:

- a) aquelas concluídas entre a sociedade e as suas subsidiárias, desde que estas últimas sejam totalmente detidas pela primeira ou desde que nenhuma outra parte relacionada da sociedade tenha um interesse na subsidiária em causa;
- b) determinadas transações para as quais a lei nacional exija aprovação pelos acionistas reunidos em assembleia geral;
- c) transações que tenham como objeto a remuneração de administradores;
- d) transações concluídas por instituições de crédito com base em medidas de resolução;
- e) transações propostas aos acionistas em igualdade¹⁰¹.

De forma resumida a regulação das transações com partes relacionadas assenta em três vetores:

- a) As sociedades cotadas devem definir as transações com partes relacionadas que são “relevantes” para efeitos das novas regras, tendo em conta (a) a influência que a informação sobre as mesmas pode ter nas decisões económicas dos acionistas e (b) o risco que das mesmas decorre para os acionistas que não são partes relacionadas (art. 9.º-C/1 da SHRD);
- b) As transações definidas como relevantes devem ser aprovadas pela assembleia geral ou pelo órgão de administração ou de fiscalização *at arm’s length* (art. 9.º-C/4 da SHRD);
- c) As transações definidas como relevantes devem ser divulgadas publicamente no momento em que forem realizadas, podendo os estados-membros exigir que o anúncio seja acompanhado de um relatório sobre a justeza e razoabilidade da transação (art. 9.º-C/2 e 3 da SHRD).

3.6.2 A Preocupação Legislativa com Conflitos de Interesses Emergentes deste Tipo de Transações

À data da transposição da SHRD II, o art. 397.º do CSC já previa um regime, aplicável às sociedades anónimas, relativo a negócios celebrados com a sociedade. Mais concretamente, o seu n.º 2 determina a nulidade de contratos celebrados entre a sociedade e os seus administradores, *diretamente ou por pessoa interposta*, se não tiverem sido previamente autorizados por deliberação do conselho de administração, com parecer favorável do órgão de fiscalização (ou, nos termos do art. 428.º do CSC, o

¹⁰⁰ Ver, nesse sentido, Reynisson, Kristinn Már, “Related Party Transactions: Analysis of Proposed Art. 9c of Shareholders’ Rights Directive”, *European Company Law*, 13, no. 5, 2016, 175-182, pp. 181-182.

¹⁰¹ Art. 9.º-C, n.º 6.

órgão de supervisão, se existir), salvo se se tratar de ato compreendido no próprio comércio da sociedade e nenhuma vantagem especial seja concedida ao contraente administrador¹⁰².

É um regime com um âmbito de aplicação material mais limitado do que o regime da Diretiva (tendo, por outro lado, um âmbito de aplicação subjetivo mais alargado, aplicando-se a todas as sociedades anónimas).

Ligado a este tópico está o art. 66.º-A do CSC, impõe o n.º 2 deste preceito que as sociedades que não elaboram as suas contas de acordo com as normas internacionais de contabilidade devem proceder à divulgação, no anexo às contas, de informações acerca das operações realizadas com partes relacionadas, incluindo todas as informações indispensáveis à avaliação da situação financeira da sociedade, “se tais operações forem relevantes e não tiverem sido realizadas em condições normais de mercado”. Mais adiante, no Título VI do CSC, deparamo-nos com uma regra bastante semelhante. Dispõe o n.º 2 do art. 508.º-F que as sociedades obrigadas à consolidação de contas que as não elaborem de acordo com as NIC devem divulgar todas as informações referentes às operações com partes relacionadas, “com exceção das operações intragrupo”. Esta norma, à semelhança da anterior, estabelece que os negócios com partes relacionadas apenas devem ser divulgados “se forem relevantes e não tiverem sido realizados em condições normais de mercado”.

Na apreciação crítica de Correia da Silva¹⁰³, a leitura do último artigo permite compreender a forma como as partes relacionadas evitam a divulgação de certas informações. Para isto suceder, basta que sejam astuciosos ao ponto de qualificarem os seus negócios como “operações não relevantes realizadas em condições normais de mercado”. O facto da qualificação ser feita pela administração permite não só aos administradores interessados, como também aos acionistas controladores, exercer a sua influência no sentido de evitar que as informações relativas às suas transações sejam incluídas no anexo às contas. Deste modo, a avaliação realizada pela administração só poderá ser refutada por alguém que posteriormente venha a conhecer a deficiência dessa avaliação, em última instância, pelo ROC¹⁰⁴.

Para melhorar este regime que apelida de demasiado (permissivo), o autor considera que seria aconselhável ser uma pessoa externa à sociedade a apreciar a inclusão dos NPR no anexo às contas sociais. No pressuposto deste terceiro, sendo independente, não ser tão facilmente influenciado como são os administradores.

A nível setorial, o art. 86.º do RGICSF já previa a exclusão dos membros do órgão de administração, diretores e empregados, bem como consultores ou mandatários, da participação na apreciação e decisão de operações em que sejam direta ou indiretamente interessados os próprios, cônjuges, ou

¹⁰² (Ferreira Gomes, 2009, pp. 101–121)

¹⁰³ (da Silva, 2019, p. 369),

¹⁰⁴ Arts. 451.º e 453.º do CSC e (Jose Ferreira Gomes, 2009, p. 128);

peessoas com quem vivam em união de facto, parentes ou afins em primeiro grau, ou sociedades ou outros entes coletivos que uns ou outros direta ou indiretamente dominem, regime que tutela as mesmas preocupações mas sem as exigências de divulgação e de aprovação do regime da Diretiva.

No CVM, por exemplo, encontramos uma obrigação de divulgação semestral das principais transações relevantes entre partes relacionadas dos emitentes de ações e de certos valores mobiliários representativos de dívida¹⁰⁵ e um dever de comunicação de algumas transações efetuadas por conta própria ou de terceiros que não só vincula os dirigentes da sociedade cotada mas também as pessoas estreitamente relacionadas, tais como cônjuges, entidades direta ou indiretamente dominadas pelo dirigente ou em que este também seja dirigente¹⁰⁶, listando o Regulamento da CMVM n.º 4/2013 relativo ao governo das sociedades mecanismos dispersos de controlo de transações com partes relacionadas.

Todos os regimes supramencionados, apesar de já preverem algum controlo das transações com partes relacionadas, ficam aquém da amplitude e da densidade do regime introduzido pela SHRD II.

O novo regime visa mitigar a tendência natural que uma entidade que exerce o controlo efetivo sobre um conjunto de ativos societários tem para se tentar apropriar injustificadamente da maior percentagem de valor que crê conseguir sem consequências efetivas, sendo as transações com partes relacionadas instrumentos adequados para captar valor pois, são facilmente configuráveis como transações perfeitamente legais, bem como o risco de tais partes obterem vantagens privadas em detrimento da sociedade e dos acionistas.

Na proposta de revisão da Diretiva, a Comissão Europeia afirmou que as transações com partes relacionadas “criam oportunidades para a apropriação de uma parte do valor da sociedade, em detrimento dos seus acionistas, nomeadamente, dos minoritários”, criticando a falta de informações prévias “suficientes” sobre tais transações, bem como a falta de mecanismos de oposição¹⁰⁷.

3.7 NPR: Negócios Vantajosos vs. Negócios Prejudiciais

Quando se fala em NPR julga-se, por norma, que os negócios foram realizados com o objetivo de prejudicar a sociedade, os seus acionistas ou os seus credores.

¹⁰⁵ Art. 246.º, n.º 3, al. c) e n.º 5, al. c) do CVM.

¹⁰⁶ Art. 248.º-B, n.º 1 e 4 do CVM e art. 19º do Reg. (UE) n.º 596/2014 de 16 de abril de 2014;

¹⁰⁷ A ideia da apropriação de ativos está presente noutros documentos, nomeadamente, *Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades – um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e sustentabilidade das empresas*, COM(2012), 12 de dezembro de 2012, p. 10, bem como no Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE, OCDE, 2016, disponíveis em http://www.oecd-ilibrary.org/governance/principios-de-governo-das-sociedades-do-g20ocde_9789264259195-pt, pp. 27-28.

Mas se é verdade que nem todas as transações com partes relacionadas têm intenções/efeitos perniciosos¹⁰⁸ é manifesto que tanto a Comissão Europeia como a OCDE parecem ver nelas um risco grave de “tunelagem” (*tunneling*)¹⁰⁹ dos ativos das sociedades por um acionista dominante, o que não só levanta várias preocupações nas relações de distribuição efetivas entre administradores/acionistas dominantes e acionistas minoritários mas também preocupações nos mercados de capitais, nomeadamente porque:

- a) uma sociedade cotada que não esteja disposta a sinalizar ao mercado que os seus acionistas maioritários não utilizarão táticas de *tunneling* é muito menos atrativa para prospetivos investidores;
- b) porque o acionista maioritário estará menos disposto a vender, pois extrai benefícios demasiado elevados da sua posição atual; e
- c) finalmente, porque poderá resultar em distorções nas escolhas estratégicas e de gestão da sociedade, pois os acionistas maioritários tenderão a escolher estratégias que só maximizem o seu ganho individual e não as que maximizem o valor global da sociedade¹¹⁰.

¹⁰⁸ Como refere Enriques, existem transações com partes relacionadas que criam valor para todas as partes envolvidas, dando o exemplo da sociedade que inicia um processo relativamente oneroso de desenvolvimento de um novo produto, mas que, por razões financeiras não consegue comercializar. Nessa situação pode o acionista dominante estar numa boa posição para adquirir os ativos subjacentes ao desenvolvimento do produto à sociedade através de uma sociedade por ele controlada para o continuar a desenvolver, sendo que qualquer terceiro não relacionado podia não estar interessado por não conhecer o projeto e presumir tratar-se de uma má compra. In Enriques, Related Party Transactions, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper n.º 267/2014, Outubro de 2014, p. 7;

¹⁰⁹ No direito anglo-saxónico, este fenómeno de apropriação indevida de bens sociais, em detrimento dos acionistas minoritários denomina-se “*tunneling*”. cf. um estudo comparativo sobre os remédios das várias ordens jurídicas contra o “*tunneling*” e uma tentativa (polémica) de estabelecer um índice de proteção contra transações com partes relacionadas, em Simeon dJankov, raFael la Porta, FlorenCio loPez-de-SilaneS, andrei ShleiFer, ‘The Law and Economics of Self-Dealing’, december 2005, disponível em <<http://ssrn.com/abstract=864645>>.

¹¹⁰ Enriques, Related Party Transactions..., pp. 9-10.

CAPÍTULO IV - RELEVÂNCIA E ATUALIDADE DO PROBLEMA ¹¹¹

O tema em análise assume especial relevância no âmbito do governo das sociedades e atualidade em Portugal, traduzindo-se na possibilidade bem real de certas partes relacionadas com a sociedade exercerem a sua influência e poder, no sentido de obterem vantagens privadas, que não correspondem ao interesse social da sociedade.

Para além das situações analisadas supra, vejamos a título de exemplo:

- a) uma sociedade concede um empréstimo a um administrador ou a um acionista, num momento em que estes não obteriam crédito ou, pelo menos, não o obteriam em condições normais no mercado;
- b) uma sociedade vende um dos principais ativos ao seu maior acionista, por um preço inferior ao que normalmente é praticado no mercado;
- c) uma sociedade (“y”) celebra o seu principal contrato de fornecimento com uma sociedade controlada por um administrador ou por um acionista (de “y”);
- d) uma sociedade tem como principal cliente um acionista, com o qual celebra inúmeros contratos de compra e venda;
- e) uma sociedade desenvolve um projeto crucial de internacionalização, através de um consórcio com o seu principal acionista.

No que concerne às vantagens e desvantagens inerentes aos NPR, apresentam-se duas teorias: a teoria da contratação eficiente e a teoria da agência¹¹².

4.1 Teoria da Contratação Eficiente

Começamos por explicar a teoria que prossegue o interesse social.

De acordo com esta doutrina, a realização de NPR visa satisfazer as necessidades económicas da sociedade, não se exigindo, por esse motivo, a sujeição a tão apertados mecanismos de proteção.

Mas porque será que vigora um regime tão permissivo? A resposta a esta questão está relacionada com os diversos benefícios que a sociedade pode obter na negociação com partes relacionadas. Ao invés do que sucede na contratação com terceiros, a celebração de NPR pode reduzir custos sociais relevantes, nomeadamente custos relativos à formação e monitorização. Dado que são as partes relacionadas quem melhor conhece a atividade da sociedade¹¹³.

¹¹¹ (Pinto, 2017);

¹¹² (da Silva, 2019, p. 357),

¹¹³ Pedro Caetano Nunes, inspirado num precedente judicial norte-americano, propõe que seja exigível aos administradores uma capacidade mínima de análise financeira, uma compreensão mínima das unidades de negócio da sociedade e um conhecimento mínimo dos seus poderes e deveres jurídicos, cf. Dever de Gestão dos Administradores de Sociedades Anónimas, Almedina, 2012, p. 483.

Um dos exemplos referidos pela doutrina é o de uma sociedade que carece de serviços jurídicos, contratar um dos seus acionistas controladores, que possui as competências adequadas. Com fundamento no facto de poder vir a revelar-se mais vantajoso do que contratar uma pessoa externa à sociedade, não apenas por esta obter facilmente as condições desejáveis, como também por aumentar o vínculo entre o acionista e a própria sociedade¹¹⁴.

Além da situação descrita, a contratação eficiente poderá também ser alcançada quando exista uma certa proximidade entre as partes contraentes. A título de exemplo é referido o caso em que uma sociedade pretende arrendar um armazém propriedade de um dos seus administradores. Apesar de se poder equacionar que tal negócio pode ser desvantajoso para a sociedade ou se seria preferível celebrar um contrato com uma pessoa externa à sociedade. Acompanhando o entendimento de Correia da Silva, tal assim não é, porquanto o maior risco inerente aos contratos de arrendamento diz respeito ao incumprimento por falta de pagamento. Ora, atendendo à posição que o administrador exerce na sociedade e aos seus profundos conhecimentos da atividade empresarial, poderá aquele garantir que, com grande probabilidade, a sociedade irá cumprir o acordado.

O mesmo autor faz ainda alusão ao exemplo dado por Ryngaert e Thomas¹¹⁵. Defendem estes autores que uma empresa, quando está a passar por dificuldades financeiras, encontrando, deste modo, obstáculos à obtenção de um empréstimo por parte do banco, pode tentar negociar o empréstimo com os seus administradores em termos mais favoráveis.

Apesar da contratação de familiares estar habitualmente associada a conflitos de interesses, isso nem sempre é verdade. Os membros da família podem ser considerados partes relacionadas se tiverem uma influência significativa sobre a sociedade.

Na hipótese de um administrador ter a possibilidade de contratar, por exemplo, o seu irmão em condições idênticas àquelas em que contrataria uma pessoa estranha à sociedade, questiona-se porque o não poderá/deverá fazer. O problema incide normalmente sobre a sobrevalorização do familiar ou o desejo de o ver progredir na vida profissional. Uma possível forma de resolver este conflito de interesses passará por impedir a participação do administrador interessado na avaliação da aptidão do candidato. Por outras palavras, a avaliação do candidato não poderá ser realizada pelo administrador com quem a pessoa tem o laço familiar, sendo apenas válida e credível se for efetuada não só pelo conselho de administração, como também pelo conselho fiscal¹¹⁶.

¹¹⁴ (da Silva, 2019, p. 358) e John R. Emshwiller, sobre esta matéria, nota que a proibição de todos e quaisquer negócios com partes relacionadas pode privar uma sociedade de contratar trabalhadores talentosos ou de negociar em termos vantajosos, cf. Wall Street Journal, dezembro de 2003, A.19.

¹¹⁵ Michael Ryngaert e Shawn Thomas, "Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effects", in SSRN Electronic Journal, 2007, pp. 6-7;

¹¹⁶ Posição desenvolvida com base na letra do n.º 2 do art. 397.º do CSC.

4.2 Teoria da Agência¹¹⁷

Quando a sociedade negocia com as partes relacionadas em termos equitativos, não surge qualquer problema que careça de ser resolvido.

As preocupações emergem quando os negócios são realizados por partes relacionadas com o objetivo de obter vantagens privadas à custa da sociedade. Segundo a doutrina em análise, não são raros os casos em que é estabelecida uma “relação de agência” entre os administradores e os acionistas controladores. No fundo, significa isto que o administrador (agente), ao ser contratado/influenciado pelo acionista controlador (principal), vai começar a orientar a sua conduta de modo a satisfazer interesses de terceiros, designadamente do acionista relacionado, que muitas vezes são contrários ao interesse social. Ao atuar desta forma, ou seja, em conflito de interesses, o administrador prejudica não só a sociedade, como também os demais acionistas. Enquanto no caso dos administradores as vantagens ilícitas equivalem a compensações para além da remuneração fixada¹¹⁸, no caso dos acionistas controladores as vantagens ilícitas equivalem a benefícios que não são partilhados proporcionalmente pelos restantes sócios (art. 22.º, n.º 1)¹¹⁹.

Nas palavras de Ryngaert e Thomas, a extração ocorre quando uma empresa recebe menos lucros do que aqueles que poderia obter caso negociasse com uma parte não relacionada¹²⁰. Estes autores mencionam que isto sucede, por exemplo, quando uma empresa contrata uma parte relacionada para exercer funções de consultadoria, pagando-lhe um salário semelhante ao dos restantes consultores, apesar de haver plena consciência de que o serviço prestado é de qualidade inferior. Por tudo o exposto, conclui-se que o problema surge apenas quando os NPR são realizados em termos abusivos, ou seja, quando deles resulta prejuízo para a sociedade.

Nos mercados em que há uma grande disseminação e diluição do controle societário pelo público em geral, surge sobretudo a questão dos *negócios da sociedade com os seus administradores*, implicando, portanto, um *problema de agência*.

Nestes negócios, da sociedade com os administradores, tendo em conta a influência direta destes nos processos decisórios da administração, verifica-se sobretudo o risco de um aproveitamento abusivo desses negócios, no interesse próprio do administrador¹²¹.

¹¹⁷ (da Silva, 2019, p. 359).

¹¹⁸ Vantagens especiais serão, assim, todas aquelas que se afastem do conceito de vantagens normais na forma legítima de negociar, fazendo entrar diretamente no património do administrador aquilo que, no todo ou em parte, seria destinado à sociedade (vide Acórdão da RP de 05/12/1995, in CJ, ano XX, tomo V, 1995, pp. 216-219)

¹¹⁹ (José Ferreira Gomes, 2009, p. 105, nota 1.)

¹²⁰ Michael Ryngaert e Shawn Thomas, ob. cit., p. 5.

¹²¹ o conflito de interesses que aqui se verifica anda próximo do que determina a nulidade do negócio consigo mesmo (art. 261.º do Código Civil).

Nos mercados em que há uma maior concentração do controle acionista, em acionistas majoritários ou com capacidade de influenciar a sociedade, surge sobretudo a questão dos *negócios celebrados entre a sociedade e estes acionistas*, pondo um problema de conflito de interesses entre a sociedade e o acionista que, bem vistas as coisas, corresponde a um *conflito entre o acionista controlador ou dominante e os acionistas minoritários*¹²².

Nos negócios da sociedade com os administradores, tendo em conta a influência direta destes nos processos decisórios da administração, verifica-se sobretudo o risco de um aproveitamento abusivo desses negócios, no interesse próprio do administrador.

Nos negócios da sociedade com os principais acionistas, esse risco de extração abusiva de vantagens da sociedade decorre da influência que estes acionistas têm sobre a administração da sociedade, em último termo, pelos poderes de nomeação e destituição dos administradores.

Infelizmente, a realidade tem-se encarregado de demonstrar que estas transações com partes relacionadas¹²³ transportam um risco de perda ou apropriação injustificada (por vezes, até fraudulenta) de ativos da sociedade, em benefício das partes relacionadas¹²⁴. Por outro lado, o simples relacionamento especial com uma certa parte pode afetar a atividade e os resultados da sociedade, desde logo, na medida em que pode afetar relações com terceiros¹²⁵. Por exemplo:

- a) uma sociedade pode cessar um relacionamento proveitoso com um parceiro comercial, apenas por ter passado a ser controlada por uma sociedade que tem uma subsidiária que se dedica a essa atividade;
- b) uma sociedade pode abster-se de aproveitar uma oportunidade de mercado, porque isso não convém ao sócio controlador (v.g. porque não quer ferir os interesses de um parceiro

¹²² De acordo com Gerard Hertig/Hideki Kanda, *Related Party Transactions*, in *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2004, p. 101, as “related party (or self-dealing) transactions” constituem a classe de transações em que os conflitos de agência acionistas/ administradores e os conflitos entre acionistas são mais profundos;

¹²³ De acordo com o IAS 24, que vigora entre nós, “Uma transação com partes relacionadas é uma transferência de recursos, serviços ou obrigações entre partes relacionadas, independentemente de haver ou não um débito de preço”.

¹²⁴ Embora com outras finalidades, de evitar a fuga a jurisdições fiscais mais onerosas, o direito fiscal reconhece este fenómeno, prevendo mecanismos que visam impedir a utilização das transações com partes relacionadas com objetivos fiscais (por exemplo, as normas sobre preços de transferência).

¹²⁵ Conforme é expressamente reconhecido na norma internacional de Contabilidade 24: “Finalidade das divulgações de partes relacionadas”: “Os lucros ou prejuízos e a posição financeira de uma entidade podem ser afectados por um relacionamento com partes relacionadas mesmo que não ocorram transações com partes relacionadas. A mera existência do relacionamento pode ser suficiente para afectar as transações da entidade com outras partes. Por exemplo, uma subsidiária pode cessar relações com um parceiro comercial aquando da aquisição pela empresa-mãe de uma subsidiária colega dedicada à mesma actividade que o parceiro comercial anterior. Como alternativa, uma parte pode abster-se de agir por causa da influência significativa de outra — por exemplo, uma subsidiária pode ser instruída pela sua empresa-mãe a não se dedicar a actividades de pesquisa e desenvolvimento”.

comercial com presença relevante nesse mercado ou entende que deve ser uma outra subsidiária a aproveitar essa oportunidade).

Pelo que se torna necessário identificar as partes relacionadas com a sociedade, independentemente da existência de transações com as mesmas, de forma a permitir conhecer eventuais condicionalismos à atividade da sociedade, resultantes desses relacionamentos.

Sobre este problema, escreveu Ferreira Gomes¹²⁶:

“Tanto no Direito das sociedades comerciais como no Direito dos valores mobiliários assume crescente importância o controlo dos conflitos de interesses inerentes à celebração de negócios com partes relacionadas. Estes conflitos de interesses podem corresponder a diferentes problemas de agência – *controlling shareholder* ou *managerial agency problem* – mas levantam problemas similares. Tanto num caso, como noutro, está em causa a extracção de benefícios privados por aqueles que controlam a actividade da sociedade: seja a administração, seja o accionista controlador. A primeira hipótese será tanto mais frequente quanto maior for a dispersão do capital social das sociedades; a segunda verifica-se nas sociedades que apresentam uma concentração do capital social nas mãos de um ou mais sócios controladores. Este último é o caso típico no mercado português. (...) nos mercados desenvolvidos a extracção de benefícios privados de controlo ocorre normalmente através mecanismos operacionais – entre os quais se destacam os contratos entre partes relacionadas – ou da venda da posição de controlo com um prémio relativamente ao valor das acções dos sócios minoritários, capitalizando assim o *cash flow* futuro associado aos benefícios privados do sócio controlador”.

4.3 Negócios entre a Sociedade e os Acionistas de Controlo¹²⁷

No que concerne aos negócios com acionistas, dispõe o art. 29.º do CSC que a aquisição de bens por uma sociedade anónima ou em comandita por acções a um fundador¹²⁸ ou futuro sócio “deve ser previamente aprovada por deliberação da assembleia geral”. Importa mencionar que este é o único caso em que os negócios entre acionistas e a sociedade estão submetidos a aprovação. Se não for verificada a aprovação pela assembleia geral, as aquisições são consideradas ineficazes (29.º, n.º 5). Note-se que, se esta regra não existisse, os fundadores e os sócios rapidamente conseguiriam reaver as suas entradas. Com a inserção deste preceito no CSC pretendeu-se evitar que aqueles realizassem

¹²⁶ (Jose Ferreira Gomes, 2009, pp. 588–589);

¹²⁷ (da Silva, 2019, p. 371);

¹²⁸ Repare-se que os fundadores são solidariamente responsáveis por todos os danos causados à sociedade nos termos do art. 29.º do CSC, desde que tenham atuado com dolo ou culpa grave (cf. 71.º, n.º 3 do CSC);

as suas entradas em dinheiro “na expectativa de reaverem esse dinheiro contra a entrega de bens num momento posterior à constituição da sociedade ou do aumento do seu capital”¹²⁹.

O disposto no n.º 2 do art. 397.º, não se aplica aos contratos celebrados entre a sociedade e os seus sócios controladores¹³⁰, encontrando-se o seu âmbito de aplicação limitado aos negócios realizados entre a sociedade e os seus administradores¹³¹, diretamente ou por interposta pessoa¹³².

Ainda nesse sentido, Dias Lopes defende a “inadequação do regime do art. 397.º/2 para assegurar a eliminação do conflito de interesses inerente aos negócios entre a sociedade e o acionista de controlo”¹³³. Uma vez que, a autorização do conselho de administração ali exigida nem sempre é feita com total independência¹³⁴.

Muitas vezes, os administradores não estão nas melhores condições para avaliar as transações, dada a enorme probabilidade de serem influenciados pelos acionistas controladores. Quando a totalidade dos membros do conselho de administração pretende seguir interesses contrários aos da sociedade, sejam eles diretos ou indiretos¹³⁵, o n.º 2 do art. 397.º não é apropriado para resolver o conflito de interesses. Nestas situações, o conselho de administração fica absolutamente impedido de se pronunciar acerca da validade do negócio.

Dias Lopes, entende que esta norma “apenas é eficaz nos casos em que um número limitado de administradores vê a sua independência afetada por um conflito de interesses específico contra o da

¹²⁹ (Ferreira Gomes, 2009, p. 97),

¹³⁰ Também a nossa jurisprudência parece não admitir a sujeição dos negócios celebrados entre a sociedade e os seus acionistas controladores ao disposto no n.º 2 do art. 397.º (vide Acórdão da RL de 07/10/2004, Proc. n.º 2503/2004-6). No entanto, poderá sempre equacionar-se a hipótese de estes negócios serem nulos por via do n.º 2 do art. 280.º do CC, quando tenham sido celebrados em manifesto prejuízo da sociedade e representem uma ofensa aos bons costumes societários, cf. José Ferreira Gomes, *Da Administração...*, p. 378.

¹³¹ Visando impedir a não aplicação do n.º 2 do art. 397.º por mera intervenção de outro administrador sobre o qual o interessado consiga exercer pressão suficiente, José Ferreira Gomes propugna a integração da denominada lacuna por aplicação analógica, cabendo ao conselho de administração verificar a existência de conflitos de interesses, cf. *Da Administração à Fiscalização das Sociedades*, Almedina, 2015, pp. 371-372.

¹³² Para uma sùmula das múltiplas interpretações da expressão «interposta pessoa», cf. Francisco da Cunha Ferreira e Joana Torres Ereio, “As Transações entre Partes Relacionadas no Direito Português”, in *Acionistas e Governação das Sociedades*, Almedina, 2019, pp. 214-215. Estes autores, seguindo uma posição conservadora, entendem que os casos em que os administradores celebram negócios com a sociedade atuando em nome próprio, mas por conta e no interesse de terceiro, devem também estar abrangidos pelo n.º 2 do art. 397.º, tal não impedindo, porém, que afastem essa norma provando que o negócio tem como destinatário um terceiro e que não se encontram em conflito de interesses. *Idem*, pp. 217-218.

¹³³ (Lopes, 2013, pp. 96–97)

¹³⁴ Recorde-se que, nestes casos, o próprio conselho ou a assembleia geral pode declarar a nulidade ou anular deliberações do conselho viciadas, a requerimento de qualquer administrador, do conselho fiscal ou de qualquer acionista com direito de voto, dentro do prazo de um ano a partir do conhecimento da irregularidade (cf. 412.º).

¹³⁵ Como, por exemplo, interesses de acionistas controladores que, através do exercício do seu poder de influência, conseguem persuadir os administradores a decidir em sentido contrário ao interesse da sociedade. Embora os acionistas controladores não possam dar instruções ou ordens aos membros do conselho de administração (cf. 373.º, n.º 3, e 405.º, n.º 1), o certo é que o poder de eleger e destituir administradores dá-lhes a possibilidade de orientar o destino da sociedade.

sociedade, mantendo os restantes membros uma posição de independência”¹³⁶. Encontrando-se contagiados todos os administradores, a solução passará por conferir ao órgão de fiscalização ou à assembleia geral a possibilidade de aprovar a transação, evitando assim a participação dos administradores interessados. No entanto, esta aprovação acabará sempre por assumir a forma de um mecanismo *ex post*, uma vez que o poder de decisão não pode ser transferido sem a propositura de uma ação de responsabilidade (72.º ss.).

4.3.1 Impedimento de Voto¹³⁷

Tanto os administradores, como os acionistas controladores, estão proibidos de votar sobre assuntos em que tenham interesses em conflito com o da sociedade. Antes de desenvolver o tema, é fundamental distinguir conflitos de interesses internos e conflitos de interesses externos. Os primeiros dizem respeito àqueles que surgem entre os acionistas, nessa qualidade, e a sociedade (384.º, n.º 6, als. *a)*, *b)* e *c)*), enquanto os segundos dizem respeito àqueles que surgem entre o acionista, na qualidade de estranho, e a sociedade (384.º, n.º 6, al. *d)*).¹³⁸

4.4 Negócios entre a Sociedade e os Administradores

Em relação aos conflitos de interesses dos administradores, determina o n.º 6 do art. 410.º que “o administrador não pode votar sobre assuntos em que tenha, por conta própria ou de terceiro, um interesse em conflito com o da sociedade”. Os Administradores encontram-se vinculados a deveres de lealdade, devendo agir conforme o interesse da sociedade, atendendo aos interesses dos sócios e ponderando os interesses de outros sujeitos relevantes (64.º, n.º 1, al. *a)*).

Tendo presente que os administradores podem ser designados e destituídos pela assembleia geral (391.º, n.º 1, e 403.º, n.º 1), conclui-se rapidamente que um acionista maioritário, através do seu poder de voto, consegue determinar a formação da vontade do órgão de administração.

No entendimento de Correia da Silva, o n.º 6 do art. 410.º deve igualmente aplicar-se aos negócios celebrados entre os acionistas controladores e a sociedade, visto que, como decorre da lei, podem estar em causa “interesses de terceiro” (e.g., acionistas controladores) contrários aos da sociedade. Em suma, deparando-se amiúde o acionista controlador com a possibilidade de influenciar as decisões do órgão de administração, deve o administrador por si influenciado estar impedido de votar sobre assuntos em que tenha interesses (diretos ou indiretos) em conflito com os da sociedade.

Na opinião de Pereira de Almeida não há impedimento de voto, mas pode haver lugar a responsabilidade do administrador por violação do dever de cuidado.

¹³⁶ (Lopes, 2013, pp. 97–98);

¹³⁷ (da Silva, 2019, p. 375),

¹³⁸ Seguimos a divisão apresentada por Pedro Pais de Vasconcelos, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.ª ed. (reimp.), Almedina, 2014, pp. 146-147,

4.4.1 Deveres Fundamentais do Art. 64.º do CSC ¹³⁹

De acordo com o n.º 1 do art. 64.º, os administradores devem cumprir dois deveres fundamentais: o dever de cuidado e o dever de lealdade. Na observância do primeiro, devem revelar a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da atividade da sociedade adequados às suas funções, devendo empregar, nesse âmbito, a diligência de um gestor criterioso e ordenado¹⁴⁰.

Na observância do segundo, devem atuar no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses de outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores¹⁴¹.

No entanto, nas palavras de Coutinho de Abreu, “os deveres que os administradores hão-de observar no exercício das suas funções não podem ser especificados em elenco legal fechado”¹⁴². Ou seja, os deveres de cuidado dos administradores podem ser incluídos dentro de uma obrigação mais ampla: o dever de administrar¹⁴³.

No exercício das suas funções, os administradores devem atuar com cuidado¹⁴⁴, pautando os seus comportamentos de acordo com as boas práticas societárias.

¹³⁹ (da Silva, 2019, p. 376),

¹⁴⁰ Coutinho de Abreu considera imperfeita a formulação do dever geral de cuidado, propondo a sua divisão em três obrigações distintas: (i) dever de controlo ou vigilância organizativo-funcional, (ii) dever de atuação procedimentalmente correta para a tomada de decisões, e (iii) dever de tomar decisões substancialmente razoáveis, cf. últ. ob. cit., pp. 19-22.

Também no entendimento de Pereira de Almeida, os deveres fundamentais dos administradores se reconduzem a três categorias, dever de administrar com diligência, dever de cuidado e dever de lealdade, cf. (Pereira de Almeida, 2013, p. 266 e 267);

¹⁴¹ Sobre a interpretação do art. 64.º, n.º 1, al. b), Carneiro da Frada entende que «o dever de lealdade do administrador não existe em ordem a prosseguir e maximizar os interesses referidos naquela disposição», podendo, em situações de conflito, ser sacrificados interesses de sócios, clientes, trabalhadores ou credores, em benefício do interesse social. No entanto, o autor relembra que, mesmo nestes casos, o dever de lealdade não desaparece: «a sua violação origina sempre responsabilidade civil perante os terceiros atingidos», cf. “A Business Judgment Rule no Quadro dos Deveres Gerais dos Administradores”, in A Reforma do Código das Sociedades Comerciais – Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura, Almedina, 2007, pp. 72-75. Também neste sentido (Pereira de Almeida, 2013, p. 270);

¹⁴² Coutinho de Abreu, Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades, Almedina, 2.ª ed., 2010, p. 14.

¹⁴³ Carneiro da Frada refere que, atualmente, o dever de administrar é erradamente confundido com um mero dever de cuidado. O autor salienta que o cuidado é apenas um dever comportamental, enquanto que a obrigação de administrar é o agregado dos deveres próprios dos administradores, ultrapassando em muito aquele dever. À semelhança de Coutinho de Abreu, o autor julga também que a redação do art. 64.º, n.º 1, al. a), é imperfeita (cf. ob. cit., pp. 67-68). De outro lado, Pedro Caetano Nunes considera que o dever de gestão (expressão que o autor utiliza em alternativa à expressão dever de administração) compreende não apenas a proibição de ultrapassar o objeto social, mas também a obrigação de prosseguir o objeto social, não obstante ressaltar que a delimitação do poder de administração pelo objeto social não é absoluta, «nomeadamente quando esteja em causa a adoção de medidas cautelares para o aproveitamento de oportunidades de negócio societárias», cf. últ. ob. cit., pp. 484-485. Por sua vez, Pereira de Almeida considera que o “dever de administração compreende o *dever de gestão*, como actuação orgânica interna e o *dever de representação* em sentido estrito, como actuação orgânica externa, que se desenvolve através da prática de actos e negócios jurídicos”, cf. últ. ob. cit., pp. 267,

¹⁴⁴ Coutinho de Abreu desdobra o dever de cuidado nos seguintes deveres “a) dever de controlo ou vigilância organizativo-funcional b) o dever de actuação procedimentalmente correcta (para tomada de decisões e c) o

No momento da decisão, havendo várias escolhas razoáveis, não podem os administradores ser responsabilizados se optarem, não pela melhor, mas por uma solução conciliável com o interesse social. Se tal não sucedesse, ou seja, se as decisões executivas fossem constantemente sujeitas a um controlo judicial *ex post*, os administradores ficariam inibidos de tomar decisões (arriscadas) fundamentais para o bom funcionamento da sociedade¹⁴⁵.

Não há dúvida que a satisfação dos interesses da sociedade, por parte dos administradores, implica forçosamente a abstenção da promoção de interesses próprios e alheios aos da sociedade. Na prossecução do interesse social, os deveres de lealdade dos administradores podem ser divididos em¹⁴⁶:

- a) dever de correção na contratação com a sociedade;
- b) dever de não concorrência;
- c) dever de não aproveitamento em benefício próprio de oportunidades de negócio societárias;
- d) dever de não retirar vantagens patrimoniais.

Dispõe o art. 397.º que os administradores, na contratação com a sociedade, devem agir de modo correto e responsável, sendo obrigados, por um lado, a evitar a celebração de negócios absolutamente proibidos (n.º 1) e, por outro, a obter a autorização necessária para a realização de contratos lícitos (n.º 2).

Assim são absolutamente proibidos e, como tal, nulos os “empréstimos ou crédito a administradores”, “pagamentos por conta deles”, a prestação de “garantias a obrigações por eles contraídas” e “adiantamentos de remunerações superiores a um mês” (art. 397.º, n.º 1). Por sua vez, são relativamente proibidos os restantes contratos celebrados entre os administradores e a sociedade

dever de tomar decisões (substancialmente) razoáveis”: o *dever de controlo* implica a obrigação de instituir mecanismos adequados de recolha e preparação de informação necessária para o acompanhamento da actividade social, avaliação de riscos e a tomada de decisões; o *dever de actuação procedimentalmente correcta* significa que os administradores devem preparar as decisões tendo em atenção a informação disponível e a importância das decisões; o *dever de tomar decisões razoáveis* impõe um critério de racionalidade empresarial na tomada das decisões de gestão, conforme, aliás, também resulta da parte final do art. 72º, n.º2”

¹⁴⁵ Tal situação acabaria por transferir o poder decisório da administração para os sujeitos que lhes podem pedir responsabilidade. Neste sentido, Ricardo Costa, ob. cit., p. 174.

¹⁴⁶ Adotando uma divisão idêntica à sugerida por Coutinho de Abreu, segundo o qual, os deveres gerais de lealdade devem ser especificados, não podendo apenas vigorar a definição genérica consagrada no art. 64.º, n.º 1, al. b). Com posição idêntica, cf. (Lopes, 2013, pp. 148–150). Acompanhando ainda a análise feita por Pereira de Almeida, o dever de lealdade corresponde aos *fiduciary duties* do direito anglo-saxónico e pode decompor-se na: obrigação de não concorrência (*competition with the corporation*), obrigação de não apropriação de informações internas ou negócios com a sociedade (*inside trading*) e obrigação de transparência, ou seja, de manter informados os outros administradores, sócios e o público (*duty of disclosure*) de todos os factos relevantes, não confidenciais, que possam influenciar o voto dos sócios ou as decisões de investimento.

(diretamente ou por interposta pessoa), os quais têm de ser “previamente autorizados por deliberação do conselho de administração, na qual o interessado não pode votar” e devem contar com o “parecer favorável do conselho fiscal ou da comissão de auditoria” (art. 397.º, n.º 2). Por sua vez, o n.º 3, esclarece que estas proibições absoluta e relativa também abrangem “contratos celebrados com sociedades que estejam em relação de domínio ou de grupo com aquela de que o contraente é administrador”¹⁴⁷.

Na apreciação crítica feita por Pereira de Almeida¹⁴⁸:

“(…) este regime de controlo dos conflitos de interesses entre partes relacionadas, ao deixar de fora os contratos celebrados entre a sociedade e os accionistas controladores, revela grandes insuficiências, dada a enorme relevância que estes desempenham no tecido empresarial português, não obstante a obrigação de divulgação de transações com partes relacionadas, resultante, nomeadamente, dos art. 66º-A e 508º-F, introduzidos pelo Dec. Lei n.º 185/2009 e do art. 246º, n.º3, al. c) do CVM, assim como da IAS 24”.

Devem, portanto, aqui incluir-se, quer os contratos celebrados diretamente entre a sociedade e um seu administrador, quer os celebrados por este ou nos quais o mesmo exerça funções de administração.

De igual forma, atendendo aos deveres de cuidado e de lealdade, devem os administradores desinteressados assegurar, no órgão colegial, que o contrato é celebrado *at arm's length*, em termos idênticos aos que poderiam ser negociados no mercado e não mais desfavoráveis para a sociedade.

Acresce que, nos termos do n.º 6 do art. 410º, nas reuniões do Conselho de Administração, “o administrador não pode votar sobre assuntos em que tenha, por conta própria ou de terceiro, um interesse em conflito com o da sociedade, em caso de conflito, o administrador deve informar o presidente sobre ele”.

Por fim, a lei exclui desta proibição os contratos “compreendidos no próprio comércio da sociedade”, em que “nenhuma vantagem especial seja concedida ao contraente administrador” (art. 397.º, n.º 5), que, portanto, podem ser livremente celebrados.

Para que haja transparência, o Conselho de Administração, no seu relatório anual deve especificar as autorizações que tenha concedido e o relatório do Conselho Fiscal e da comissão de auditoria deve mencionar os pareceres proferidos sobre essas autorizações, art. 397º, n.º4.

Os administradores deverão ainda comunicar à sociedade as ações e obrigações da sociedade de que são titulares e, ainda, nos 30 dias seguintes, as aquisições, alienações, onerações, contratos

¹⁴⁷ Este regime é aplicável aos Administradores Executivos, membros do Conselho Geral e de supervisão e membros da Comissão de auditoria (art. 428º, 445º/1 e 423º-H).

¹⁴⁸ cf. (Pereira de Almeida, 2013, p. 274 e 275)

promessa, de opção, de reporte ou semelhantes, relativos às ações e obrigações por eles detidas – ou pelas pessoas equiparadas nos termos do n.º 2 do art. 447º, da sociedade ou de outras com que esta esteja em relação de domínio ou de grupo, art. 447º.

No que toca à concorrência, prevê o n.º 3 do art. 398.º que “na falta de autorização da assembleia geral¹⁴⁹, os administradores não podem exercer por conta própria ou alheia atividade concorrente¹⁵⁰ com a da sociedade nem devem exercer funções em sociedade concorrente ou ser designados por conta ou em representação desta”.

Aproveitando o ensejo, cumpre então identificar as oportunidades que os administradores não podem aproveitar para si ou para terceiros. Na análise das diversas alternativas negociais, o administrador deve ser zeloso na categorização das mesmas, colocando de parte as oportunidades que não pode aproveitar em benefício próprio ou de terceiros. Pode afirmar-se que uma oportunidade pertence à sociedade quando está integrada no seu objeto, quando a sociedade possui um interesse objetivamente relevante ou, ainda, quando a sociedade “manifestou já interesse no negócio em causa, ou recebeu proposta contratual, ou está em negociações para conclusão do contrato”¹⁵¹.

Assim, se o administrador for abordado nesta qualidade, ainda que não esteja no exercício das suas funções, não pode aproveitar a oportunidade de negócio¹⁵².

Embora este dever específico não esteja consagrado no CSC, há autores que defendem a aplicação analógica do n.º 3 do art. 398.º na parte referente à “autorização da assembleia geral”. De acordo com esta posição, havendo consentimento social válido, é permitido o aproveitamento de oportunidades societárias¹⁵³.

¹⁴⁹ Repare-se que nas sociedades por quotas o consentimento dos sócios é presumido (254.º, n.º 4), ao contrário do que sucede nas sociedades anónimas.

¹⁵⁰ Segundo o disposto no art. 254.º, n.º 2 (ex vi art. 398.º, n.º 5), «entende-se como concorrente com a da sociedade qualquer atividade abrangida no objeto desta, desde que esteja a ser exercida por ela ou o seu exercício tenha sido deliberado pelos sócios»

¹⁵¹ Coutinho de Abreu, *últ. ob. cit.*, p. 31. Em caso de dúvida na qualificação do negócio, a oportunidade deve ser atribuída à sociedade. Quanto à concretização do dever de não aproveitamento de oportunidades de negócio societárias, cf. igualmente Pedro Caetano Nunes, *ob. cit.*, pp. 101-103. Este último autor clarifica que a violação do referido dever ocorrerá não só quando a oportunidade for pessoalmente utilizada, como também quando for utilizada por interposta pessoa ou através de sociedade na qual o administrador tenha uma participação relevante, *idem*, p. 103.

¹⁵² Sobre esta questão, cf. Maria de Fátima Ribeiro, “O dever de os administradores não aproveitarem, para si ou para terceiros, oportunidades de negócio societárias”, in RCEJ, n.º 20, 2011, p. 47. A autora defende ainda que, o facto de a sociedade não dispor de condições financeiras ou legais para o desenvolvimento da oportunidade, não retira ao administrador a obrigação de se abster do aproveitamento dela ou de a desviar para terceiro. Recorda, por fim, que «cabe ao administrador empregar toda a diligência na obtenção dos meios financeiros necessários e na remoção de eventuais obstáculos legais». “A violação desta proibição sujeita o administrador a destituição com justa causa e poderá fazê-lo incorrer em responsabilidade civil se a sociedade vier a sofrer prejuízos causados por actos praticados pelo administrador no exercício da actividade concorrente com a da sociedade, servindo-se, por exemplo, de informações ou conhecimentos obtidos na sociedade protegida e violando o dever de lealdade”, (Pereira de Almeida, 2013, p. 273);

¹⁵³ Pedro Caetano Nunes, *últ. ob. cit.*, pp. 109-110. Note-se que o consentimento apenas será válido se respeitar o fim da sociedade (6.º do CSC).

Por fim, resta-nos analisar o dever de não retirar vantagens patrimoniais.

Como referido anteriormente, na celebração de NPR é vedado ao administrador a extração de benefícios pessoais em detrimento da sociedade. Contudo, apesar de existir esta proibição, o certo é que, por vezes, os administradores recebem compensações superiores à remuneração fixada por deliberação social (art.º 399)¹⁵⁴. Nestas situações, Coutinho de Abreu defende a aplicação analógica do art. 1161.º, al. e), do CC, devendo o administrador restituir à sociedade todos os bens indevidamente recebidos¹⁵⁵.

4.5 Aprovação de Negócios com Partes Relacionadas (NPR) nas Sociedades Cotadas

Para fazer face a este problema, diferentes sistemas jurídicos foram ensaiando *diferentes soluções* que podem ser assim sistematizadas:¹⁵⁶

- a) *mecanismos de aprovação ou ratificação* dos negócios que envolvam conflitos de interesses, nos termos dos quais o mérito do negócio a celebrar é avaliado *ex ante* pelos acionistas desinteressados, pelos administradores desinteressados e/ou por um órgão de fiscalização;
- b) *mecanismos de avaliação ex post* por um tribunal, com base num determinado padrão de conduta imposto à administração ou diretamente ao acionista controlador; e
- c) *mecanismos informativos*, ou seja, imputação de deveres de divulgação de informação destinados a reduzir a assimetria informativa entre *insiders* e *outsiders*, potenciando o adequado funcionamento de mecanismos de mercado e de outros mecanismos legais.

O legislador europeu impôs o primeiro e o terceiro mecanismos, assumindo que o segundo seria já um dado adquirido em todo o espaço da UE (art. 9.º-C da SHRD):

O *primeiro mecanismo* diz respeito à sujeição dos negócios com partes relacionadas a um processo específico de aprovação e assenta no pressuposto de que estes negócios não são, por si,

¹⁵⁴ A este propósito, vide Acórdão do STJ de 27/03/2014 (Proc. n.º 9836/09.6TBMAI.P1.S1), onde o tribunal considerou que um administrador, ao fixar unilateralmente o aumento da sua própria remuneração, viola o dever de cuidado e de lealdade: por um lado, porque desconhece a distribuição interna de competências, e por outro, porque tal decisão não pode deixar de satisfazer interesses pessoais.

¹⁵⁵ Coutinho de Abreu, *últ. ob. cit.*, p. 34. Com entendimento semelhante, cf. Pedro Caetano Nunes, *Dever de Gestão...*, pp. 156-157. Este último autor, depois de uma breve comparação entre o contrato de administração e o mandato, conclui que existem divergências suficientes para justificar a rejeição da aplicação direta das normas do mandato à administração. Por este motivo, defende que apenas «ficará aberta a porta para a aplicação por analogia de normas do regime do mandato – art. 10.º do CC». Ainda neste sentido, Pereira de Almeida, qualifica como contrato de administração o contrato celebrado entre a sociedade e os administradores, modalidade típica do contrato de prestação de serviços, uma vez que o seu regime fundamental se encontra plasmado no CSC. Acrescentando que as funções dos administradores não se limitam à prática de atos jurídicos (art. 1157º do CC), atuando os mesmos com independência ao contrário do mandatário. Concluindo que os elementos típicos do contrato de administração são: atuação por conta e no interesse da sociedade, realização do fim e do objeto da sociedade e o exercício de poderes de representação, in (Pereira de Almeida, 2013, p. 191),

¹⁵⁶ cf. (Ferreira Gomes, 2009, pp. 90–91);

ilícitos, indesejáveis ou ineficientes. Com efeito, em muitos casos, estes negócios constituem as soluções mais eficientes e benéficas para a sociedade¹⁵⁷. Ao admitir a validade abstrata destes negócios¹⁵⁸ e ao sujeitá-los a um específico processo de aprovação, impondo a apreciação do seu mérito livre de conflitos de interesses, o legislador europeu visou separar os negócios eficientes dos ineficientes, promovendo a celebração dos primeiros e proscREVendo a celebração dos segundos. Por outras palavras, o sistema imposto permite que as sociedades concretizem contratos com partes relacionadas justos e criadores de valor e, afastem aqueles outros que impliquem uma extração indevida de valor da sociedade (*tunneling*).

O *terceiro mecanismo* corresponde à imputação de deveres de divulgação de informação. A transparência assim promovida reduz a assimetria informativa entre *insiders* e *outsiders*, constituindo um incentivo ao cumprimento de deveres pelos membros dos órgãos sociais (e pelos próprios acionistas controladores).

Para tanto contribui a pressão do mercado: por um lado, a pressão do mercado de capitais, que reflete a informação divulgada na formação do preço das ações e de outros valores mobiliários emitidos pela sociedade; por outro, a pressão do mercado de trabalho, dados os reflexos da informação na sua reputação profissional¹⁵⁹.

4.5.1 Aprovação e Divulgação Pública

Na consagração do primeiro mecanismo, o legislador europeu optou por uma abordagem flexível, conferindo margem de adaptação aos diferentes estados-membros em função dos respetivos sistemas societários.

O art. 9.º-C/4 da SHRD admite que – consoante a opção dos estados-membros – os negócios com partes relacionadas sejam aprovados pela assembleia geral, pelo órgão de administração ou pelo órgão de fiscalização ou por uma qualquer combinação destas opções.

Certo é que o procedimento de aprovação que seja adotado tem de impedir que as partes relacionadas explorem a sua posição e tem de proteger adequadamente a sociedade e os sócios (que não são parte relacionada no negócio). Desde logo, “se a transação com uma parte relacionada envolver um administrador ou um acionista, estes não podem participar na aprovação ou na votação” (art. 9.º-C/4, 1.º par., 2.ª parte, 3.º par. da SHRD)¹⁶⁰.

¹⁵⁷ cf. José Ferreira Gomes, Da administração à fiscalização das sociedades, cit., 350-351,

¹⁵⁸ Sem prejuízo do recorte do espaço de licitude por normas de validade relativas a tipos específicos de negócios com partes relacionadas,

¹⁵⁹ cf. (Jose Ferreira Gomes, 2009, pp. 591–597);

¹⁶⁰ Veja-se porém o desvio admitido pelo 4.º par.

Em transposição, o nosso legislador optou pela articulação sistemática da nova solução com aquela que resultava já desde 1986 do art. 397.º/2 do CSC, para os contratos celebrados entre a SA e um ou mais administradores¹⁶¹. A aproximação sistemática é benéfica¹⁶².

Recordemos as bases. De acordo com o art. 397.º/2 do CSC, os contratos celebrados pela sociedade com os respetivos administradores¹⁶³ devem ser autorizados, sob pena de nulidade, por deliberação do conselho de administração (na qual o interessado não pode votar), com parecer favorável do conselho fiscal ou da comissão de auditoria¹⁶⁴.

Por sua vez, dispõe o n.º 4 do mesmo art. que o conselho de administração “no seu relatório anual¹⁶⁵, deve especificar as autorizações que tenha concedido ao abrigo do n.º 2¹⁶⁶ e o relatório do conselho fiscal ou da comissão de auditoria deve mencionar os pareceres proferidos sobre essas autorizações”.

Não estão sujeitos a um tal processo os atos que estejam compreendidos no próprio comércio da sociedade e que não concedam nenhuma vantagem especial ao contraente administrador (art. 397.º/5 do CSC).

Como explica Ferreira Gomes, ao fazer depender a validade dos negócios entre a sociedade e os seus administradores de prévia deliberação do órgão de administração e do órgão de fiscalização, o art. 397.º/2 do CSC sujeita a prática do ato a deveres específicos de vigilância, imputados a cada um destes órgãos coletivos, com imputação sucessiva de poderes-deveres a cada um dos seus membros. Esta norma visa prevenir a tentação inerente ao conflito de interesses, eliminando a oportunidade de aproveitamento da especial posição do administrador interessado face à sociedade. Impõe a estes

¹⁶¹ (Ferreira Gomes, 2009, pp. 101–121) e José Ferreira Gomes, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 349-383.

¹⁶² Em sentido diferente, poderia argumentar-se a favor de uma posição central dos acionistas na aprovação de negócios com partes relacionadas, enfatizando a potencial falta de condições psicológicas dos administradores para um juízo crítico sobre a conformidade desses negócios com o interesse da sociedade, dada a sua seleção pelos acionistas majoritários ou pelos principais gestores. Contudo, não é certo que os acionistas minoritários ficassem mais protegidos com uma tal solução – aquele que tem poder de voto para designar os administradores teria também para aprovar negócios com partes relacionadas – e os custos e as dificuldades logísticas da convocação de uma assembleia geral de sociedade cotada tornariam esta aprovação morosa, cara e contraproducente. Veja-se sobre o tema, v.g. (Ferreira Gomes, 2009, p. 101) e (Duarte, 2017, p. 88).

¹⁶³ Fora do âmbito do n.º 1, que comina a nulidade dos contratos pelos quais a sociedade conceda crédito a administradores, efetue pagamentos por conta deles, preste garantias a obrigações por eles contraídas ou faculte adiantamentos de remunerações superiores a um mês.

¹⁶⁴ José Ferreira Gomes, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 352, 357-383, Francisco da Cunha Ferreira e Joana Torres Ereio, “As transações entre partes relacionadas”, cit., 224-227, António Menezes Cordeiro e A. Barreto Menezes Cordeiro, in *Código das sociedades comerciais anotado*, 3.ª ed., 2020, art. 397.º, 1312-1313; J. M. Coutinho de Abreu, in *Código das sociedades comerciais em comentário*, 6, 2.ª ed., 2019, art. 397.º, anot. 6, 341-350.

¹⁶⁵ Ver também os arts. 66.º, n.º 5, al. e), 420.º, n.º 1, al. g), e 423.º-F, n.º 1, al. g);

¹⁶⁶ Se a sociedade tiver apenas um administrador, além do parecer favorável, deve ser exigida a deliberação dos acionistas com vista a autorizar o negócio entre a sociedade e o administrador (cf. Acórdão da RG de 27/02/2012, Proc. n.º 243/10.9TBCL.G1);

deveres de informação sobre os termos do negócio e sobre os seus interesses no mesmo (art. 410.º/6 do CSC), e ao coletivo a discussão colegial de uns e outros, com vista à promoção dos melhores interesses da sociedade. A intervenção do órgão de fiscalização reforça a transparência e o debate sobre os benefícios do negócio em causa, em confronto com outras alternativas disponíveis no mercado.

Traduz, portanto, uma concretização do dever de lealdade de cada administrador e das obrigações de vigilância do órgão de administração e do órgão de fiscalização.

Tendo um qualquer interesse no negócio, o administrador deve abster-se de atuar em conflito (art. 72.º/2 do CSC), expor esse mesmo conflito e prestar toda a informação necessária e conveniente à avaliação do negócio pelos órgãos de administração e de fiscalização (art. 410.º/6 do CSC), exclusivamente à luz do interesse da sociedade, devendo ser recusada a sua celebração sempre que no mercado possam ser encontradas alternativas mais vantajosas para a sociedade¹⁶⁷.

Deve sobrepor-se a promoção do interesse social a qualquer interesse do administrador, dos acionistas controladores ou de terceiros¹⁶⁸.

A Lei n.º 50/2020 transpõe aqueles preceitos da SHRD para os *novos arts. 249º-A a 249º-D do CVM*, sendo excecionadas as transações com partes relacionadas que sejam realizadas no âmbito da atividade corrente e em condições de mercado. As disposições enunciadas têm, como já havíamos referido, o propósito comum de colmatar insuficiências no governo das sociedades cotadas na UE¹⁶⁹, tais como o *short-termism*, a falta de transparência e a letargia acionista.

Pretende-se que estas insuficiências sejam mitigadas através da criação de um ambiente atrativo para os acionistas das sociedades cotadas, assegurando e facilitando o exercício dos seus direitos (incluindo o direito de voto transfronteiriço) e o seu envolvimento na vida societária numa lógica de sustentabilidade e de longo-prazo.

Vejamos agora o art. 249.º-A do CVM, com a epígrafe “Transações com partes relacionadas”¹⁷⁰, a articular com os arts. 249.º-B a 250.º do CVM.

¹⁶⁷ José Ferreira Gomes, Da administração à fiscalização das sociedades, cit., 352, 359-361, prestada a informação, o administrador interessado deve ausentar-se da sala para que os demais administradores possam discutir adequadamente o assunto, tendo em vista apenas os melhores interesses da sociedade.

¹⁶⁸ José Ferreira Gomes, Da administração à fiscalização das sociedades, cit., 357-360.

¹⁶⁹ Já identificadas pela Comissão Europeia como preocupações no rescaldo da crise financeira que teve início em 2008. O texto da Proposta de Diretriz cita dois documentos a ter em consideração: (i) o Livro Verde da Comissão Europeia “O Governo das Sociedades nas Instituições Financeiras e as Políticas de Remuneração”, COM (2010) 284 final, de 2-jun.-2010; e (ii) a Comunicação da Comissão Europeia ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, “Plano de Ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades, um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e a sustentabilidade das empresas”, COM(2012) 740 final, de 12-dez.-2012.

¹⁷⁰ Segundo o qual: «1– As sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado dispõem de um procedimento interno aprovado pelo conselho de administração ou conselho de administração executivo, com parecer prévio vinculativo do órgão de fiscalização, mediante o qual este

A redação deste preceito suscita dificuldades. Naquela que nos parece ser a melhor leitura e sem prejuízo das isenções previstas no art. 249.º-C, temos:

- a) *os negócios com partes relacionadas*: delimitadas pela IAS 24¹⁷¹ e incluídos na atividade corrente da sociedade e celebrados em condições de mercado não estão sujeitas a regras específicas de aprovação¹⁷². A estes aplicam-se as regras gerais. Podem, portanto, ser aprovados não só pelo conselho de administração, mas também pela comissão executiva, por um qualquer administrador executivo ou por qualquer pessoa ou grupo de pessoas que tenha poderes (delegados) para o efeito no âmbito da organização societária.
- b) *Os negócios que não se incluam na atividade corrente da sociedade e/ou que estejam fora das condições de mercado* têm de ser aprovados pelo órgão de administração, com parecer prévio do órgão de fiscalização (art. 249.º-A/2 do CVM).¹⁷³ Estes são os negócios ditos “relevantes” para efeitos deste regime específico de aprovação.
- c) *Os negócios que, para além de não se incluírem na atividade corrente da sociedade e/ou que estejam fora das condições de mercado, tenham um valor igual ou superior a 2,5% do ativo*

verifica, periodicamente, se as transações que as sociedades emitentes efetuam com partes relacionadas são realizadas no âmbito da sua atividade corrente e em condições de mercado, não participando as partes relacionadas na verificação em causa. 2– As transações com partes relacionadas que não preencham os requisitos previstos no número anterior são objeto de deliberação pelo conselho de administração, ou, quando exista, pelo conselho de administração executivo, precedida de um parecer do órgão de fiscalização da sociedade emitente de ações admitida à negociação em mercado regulamentado. 3– As transações com partes relacionadas que não preencham os requisitos previstos no n.º 1 são divulgadas publicamente, nos termos do art. seguinte. 4– Para efeitos da presente secção, considera-se “parte relacionada” uma parte relacionada na aceção das normas internacionais de contabilidade adotadas nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho.»

¹⁷¹ O art. 249.º-A/4 CVM, em transposição da SHRD [definição de “parte relacionada” no art. 2.º, h)], remete para o Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, que, por sua vez, remete para as Normas Internacionais de Contabilidade: as antigas *International Accounting Standards* (IAS) emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), substituídas em 2001 pelas *International Financial Reporting Standards* (IFRS), emitidas pela IFRS Foundation. Está aqui em causa a IAS 24. Os seus pontos 9 a 12 definem detalhadamente partes relacionadas.

¹⁷² cf. art. 9.º-C/5 SHRD, § 1, 1.ª parte

¹⁷³ cf. art. 9.º-C/4 SHRD. Temos então três decisões cronologicamente ordenadas e distintas. Em primeiro lugar, alguém – um administrador delegado, um diretor, um funcionário – toma a iniciativa de promover a celebração de um contrato com uma parte relacionada. Se o mesmo for “relevante”, por não se inserir na atividade corrente da sociedade e/ou por incluir condições fora do mercado, promove a intervenção do conselho de administração. Em segundo lugar, o conselho de administração submete o contrato à apreciação prévia do órgão de fiscalização. Em terceiro lugar, decide o próprio conselho de administração. Pretende-se assim assegurar uma discussão aberta sobre o negócio relevante e do potencial conflito de interesses, permitindo o confronto de opiniões e perspetivas que, sendo diferentes entre si, se espera sejam orientadas pelo melhor interesse da sociedade. Pretende assim ultrapassar-se a nebulosidade inerente a qualquer negócio “infetado” por um conflito de interesses (cf. José Ferreira Gomes, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 358-359).

*da sociedade*¹⁷⁴ – consolidado ou individual, consoante prepare ou não contas consolidadas¹⁷⁵ – considerados isoladamente ou de forma agregada¹⁷⁶, têm de ser divulgados ao público “o mais tardar no momento em que forem celebrados” (arts. 249.º-A/3 e 249.º-B/1 do CVM)¹⁷⁷. Estes são os negócios ditos “relevantes” para efeitos deste dever específico de transparência. É um dever que se soma aos deveres de divulgação de negócios com partes relacionadas nas contas anuais (IAS 24)¹⁷⁸ e semestrais (art. 246.º/3, c) e 5, e) do CVM). Segundo o n.º 3 do art. 246.º do CVM, os emitentes obrigados a elaborar contas consolidadas devem preparar as demonstrações financeiras de acordo com as normas internacionais de contabilidade, nomeadamente com a IAS 24. Estes emitentes devem incluir informações sobre os principais negócios relevantes com partes relacionadas “que tenham afetado significativamente a sua situação financeira ou o desempenho”, bem como quaisquer alterações às informações incluídas no relatório anual precedente “susceptíveis de ter um efeito significativo na sua posição financeira ou desempenho” (246.º, n.º 3, al. c), do CVM).¹⁷⁹

No que concerne às obrigações das pessoas responsáveis dos emitentes, estas devem asseverar que as demonstrações financeiras condensadas foram elaboradas de acordo com as regras contabilísticas aplicáveis e que o relatório de gestão intercalar contém a indicação dos “acontecimentos importantes”, assim como a descrição dos “principais riscos e incertezas” (246.º, n.º 1, al. c), e n.º 2, do CVM).

Ainda neste âmbito, refira-se sucintamente que no art. 248.º-B do CVM já se encontrava regulada a obrigação de divulgação de operações com dirigentes ou com pessoas estreitamente relacionadas com estes.

A SHRD II dava a opção aos estados-membros de impor a aprovação das transações relevantes pela assembleia geral, pelo órgão de administração ou pelo órgão de fiscalização, mas em sede de transposição para o *art. 249º-A*, o legislador optou por não sujeitar a deliberação dos sócios as transações com partes relacionadas relevantes pois, tal poderia criar cenários de desresponsabilização

¹⁷⁴ A este propósito, Alexandre Mota Pinto, “Controlo das transações com partes relacionadas nas sociedades comerciais”, cit., 491-492, questiona a motivação da coexistência de um âmbito de aplicação mais alargado para o dever (mais oneroso) de aprovação e de um âmbito de aplicação mais restrito para a divulgação.

¹⁷⁵ Este é o critério de relevância fixado para efeitos do art. 9.º-C/1 SHRD.

¹⁷⁶ cf. art. 249.º-D CVM

¹⁷⁷ cf. art. 9.º-C/2 SHRD

¹⁷⁸ Aplicável por força do art. 4.º do Regulamento (CE) n.º 1606/2002, de 19 de junho, relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade e do art. 4.º/1 do Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho, que aprova o sistema de normalização contabilística, sobre este assunto cf. (Jose Ferreira Gomes, 2009, pp. 587–633). Sobre os âmbitos de aplicação das normas internacionais de contabilidade no contexto do sistema nacional de contabilidade, cf., por todos, António Menezes Cordeiro, *Direito das sociedades*, 1, 4.ª ed., 2020, 961-964.

¹⁷⁹ (da Silva, 2019, p. 370), relativamente aos emitentes não obrigados a elaborar contas consolidadas, cf. n.ºs 4, 5 e 6 do art. 246.º do CVM.

dos administradores (tendo em consideração a norma do art. 72º, n.º5 do CSC, relativa à exclusão da responsabilidade dos membros da administração quando o ato ou omissão tenha subjacente uma deliberação dos sócios), por se considerar que os acionistas não estão geralmente habilitados para tomar decisões conscientes nestes casos (ao contrário dos órgãos de administração e fiscalização) e também por poucos estados-membros terem demonstrado interesse em exercer tal opção.

Não foi, no entanto, salvaguardado quer no Anteprojeto, quer na transposição realizada a consagração expressa de uma norma relativa a um eventual impedimento de algum administrador na deliberação de aprovação da transação (ao contrário do que faz relativamente aos membros dos órgãos de fiscalização no âmbito da sua competência de verificação da natureza da transação).

À margem do procedimento assim aplicável a cada concreto negócio com partes relacionadas, o art. 249.º-A/1 do CVM prevê ainda um mecanismo de *fiscalização ex post*: o órgão de administração, com parecer prévio vinculativo do órgão de fiscalização, deve estabelecer um procedimento interno mediante o qual “este” verifica periodicamente se os negócios já celebrados o foram no âmbito da atividade corrente da sociedade e em condições de mercado. Por “este” deve entender-se o órgão de fiscalização, mas a solução tem de ser articulada com as regras societárias¹⁸⁰.

Nos termos gerais, em primeira linha, é ao órgão de administração que compete promover o interesse da sociedade¹⁸¹.

Independentemente de quaisquer divisões de tarefas ou delegações de poderes – numa comissão executiva, num ou mais administradores delegados, ou em diferentes pessoas (ou grupos de pessoas) em diferentes níveis hierárquicos na estrutura administrativa da sociedade – o órgão de administração é responsável pelo sucesso ou insucesso do projeto empresarial (princípio da responsabilidade global)¹⁸².

Deve por isso tomar as medidas necessárias para prevenir a celebração de negócios ineficientes e verificar periodicamente se os negócios entretanto celebrados foram ou não conformes ao interesse da sociedade¹⁸³.

¹⁸⁰ A redação do preceito é infeliz e suscita dúvidas desnecessárias sobre se o dever de verificação periódica é imputado ao órgão de administração ou ao órgão de fiscalização. A SHRD não permite esclarecer, pois faculta aos estados-membros a opção de imputar o mesmo a qualquer destes órgãos. As dores do processo legislativo foram já analisadas por (Dias, 2020, pp. 65–66). Veja-se ainda a alteração da locução “aquele” no anteprojeto de transposição do CNSF para “este” na Lei n.º 50/2020.

¹⁸¹ A competência definida pelos arts. 405.º e 431.º é modelada pela imposição de promoção do interesse da sociedade [art. 64.º/1, a) CSC]. cf. José Ferreira Gomes, Da administração à fiscalização das sociedades, cit., 703-713.

¹⁸² José Ferreira Gomes, Da administração à fiscalização das sociedades, cit., 172 ss.,

¹⁸³ Sobre a obrigação de vigilância dos administradores face à delegação de poderes de gestão, cf. José Ferreira Gomes, Da administração à fiscalização das sociedades, cit., 176-187.

Ao *órgão de fiscalização* cabe, antes de mais, a fiscalização da administração da sociedade¹⁸⁴, contribuindo assim para a promoção do interesse da sociedade.

Neste contexto, o dever de verificação que lhe é agora imputado pelo art. 249.º-A/1 do CVM, mais não é do que uma densificação da sua obrigação de diligente fiscalização.

Sem prejuízo da pertinência desta articulação sistemática, só o *órgão de fiscalização* está sujeito ao dever mobiliário especificamente previsto no art. 249.º-A/1, cujo incumprimento pode fundamentar responsabilidade contraordenacional.

Nos termos gerais (art. 410.º/6 do CSC), na verificação dos negócios celebrados não podem participar aqueles que tenham, por conta própria ou de terceiro, um interesse em conflito com o da sociedade.

Esta regra geral é reafirmada pelo art. 249.º-A/1 do CVM, *in fine*¹⁸⁵, segundo o qual não podem participar na verificação aqueles que sejam partes relacionadas nos negócios em causa.

Em conformidade com a Diretiva, o novo art. 249º-B do CVM, veio consagrar um dever de divulgação pública de transações relevantes com partes relacionadas, cujo valor seja igual ou superior a 2,5% do ativo consolidado da sociedade.

O conteúdo mínimo da divulgação inclui a identificação da parte relacionada, informação sobre a natureza da relação com as partes relacionadas, data e valor da transação, fundamentação quanto ao carácter justo e razoável da transação, do ponto de vista da sociedade e dos outros acionistas e o sentido do parecer do *órgão de fiscalização*, caso este tenha sido negativo.

Nesse sentido, o parecer do *órgão de fiscalização* não é vinculativo, conforme decorre inequivocamente do disposto na alínea e) do n.º 2 do art. 249.º-B do CVM, ao impor que a divulgação das transações inclua o sentido do parecer do *órgão de fiscalização*, “sempre que este tenha sido negativo”.

O legislador exerceu a opção de incluir neste dever de divulgação, previsto no n.º 3 do art. 249-B, transações celebradas entre uma parte relacionada da sociedade e uma filial da sociedade.

Ao limitar o âmbito de aplicação das regras especiais de aprovação e de transparência aos negócios que não se incluam na atividade corrente da sociedade e/ou que estejam fora das condições de mercado, os arts. 249.º-A e 249.º-B do CVM de alguma forma transformam um *mecanismo preventivo* (prospetivo) – destinado a evitar prejuízos para a sociedade em situações de conflitos de interesse – num *mecanismo de controlo ex post* (retrospectivo)¹⁸⁶.

¹⁸⁴ cf. arts. 420.º/1, a), 423.º-F/1, a) e 441.º/1, d) CSC. RDS.

¹⁸⁵ cf. art. 9.º-C/5 SHRD, § 1, 2.ª parte.

¹⁸⁶ A propósito do art. 397.º/5 CSC, José Ferreira Gomes, Da administração à fiscalização das sociedades, cit., 381.

Na prática, é a pessoa que tem poderes delegados para a matéria em causa que irá avaliar se o contrato que se propõe a celebrar em representação da sociedade:

- a) ... tem como contraparte uma “parte relacionada” (IAS 24);
- b) ... se insere na atividade corrente da sociedade; e
- c) ... corresponde às condições de mercado.

Se esta pessoa entender que não estão verificados os correspondentes pressupostos, não submeterá o contrato a aprovação dos órgãos competentes, nos termos do art. 249.º-A/2 do CVM. Caso haja um erro de avaliação, estes órgãos só poderão reagir no caso – eventualmente remoto – de virem a tomar conhecimento desse mesmo erro. A ser assim, como explicou Ferreira Gomes a propósito do art. 397.º/5 CSC¹⁸⁷: “passa-se de uma oportunidade em que se pretendia prevenir a tentação, eliminando a oportunidade, para uma solução em que cabe ao interessado interpretar conceitos gerais e abstratos, potenciando a tentação e a oportunidade”.

Perante este risco, como boa prática – senão mesmo como concretização da sua obrigação de diligente administração – deve o órgão de administração de cada sociedade delimitar¹⁸⁸ *ex ante*, com maior rigor, os atos que considera estarem sujeitos às regras especiais de aprovação do art. 249.º-A/2 do CVM¹⁸⁹.

4.6 Os Conceitos de “Atividade Corrente da Sociedade” e de “Condições de Mercado”

Sublinhe-se que a avaliação dos contratos a celebrar para efeitos da determinação da aplicabilidade do art. 249.º-A/2 do CVM não é isenta de dúvidas, atentos os conceitos indeterminados que aqui estão em causa.

O que seja *atividade corrente da sociedade* “*ordinary course of business*” na versão inglesa da SHRD) varia de sociedade para sociedade, devendo atender-se ao objeto social e às atividades que, dentro do mesmo, são efetivamente desenvolvidas pela sociedade¹⁹⁰.

Para lá desta coordenada, exige-se uma ponderação teleológica: o objetivo da SHRD é sujeitar ao mecanismo especial de aprovação todos os negócios extraordinários, independentemente de serem ou não celebrados em condições de mercado. A qualificação como ordinários ou extraordinários depende do objeto, do fim e da frequência dos negócios em causa. Este último dado, só por si é

¹⁸⁷ José Ferreira Gomes, Da administração à fiscalização das sociedades, cit., 381.

¹⁸⁸ No seu regulamento, numa qualquer ordem de serviço ou tão simplesmente numa deliberação que possa ser facilmente consultada.

¹⁸⁹ cf., a propósito do art. 397.º/5 CSC, José Ferreira Gomes, Da administração à fiscalização das sociedades, cit., 382.

¹⁹⁰ Em sentido próximo, a propósito da referência do art. 397.º/5 CSC ao “ato compreendido no comércio da sociedade”, veja-se, v.g., Alexandre Soveral Martins, “A aplicação do art. 397.º CSC às sociedades por quotas”, in II Congresso Direito das Sociedades em Revista, 2012, 557-570 (567), Coutinho de Abreu, “Negócios entre sociedades e partes relacionadas (administradores, sócios) – sumário às vezes desenvolvido”, cit., 18, bem como in CSC em comentário, 62, art. 397.º, anot. 4, 346,

decisivo; incluem-se claramente na atividade corrente os atos típicos e repetitivamente praticados pela sociedade.

A conformidade às *condições de mercado* verificar-se-á quando os termos do contrato em causa estejam dentro da margem das condições que um gestor criterioso e ordenado teria podido obter para aquele tipo de contrato no mercado, no mesmo momento e nas mesmas circunstâncias.

Por outras palavras, verificar-se-á quando a contraparte não seja favorecida em prejuízo da sociedade, o que tipicamente sucederá se a negociação for conduzida *at arms-length*.

Posto na perspectiva inversa: haverá prejuízo se se concluir que a sociedade poderia obter melhores condições celebrando o contrato com um terceiro no mercado, em vez de o celebrar com a parte relacionada¹⁹¹.

O art. 249.º-A/2 do CVM encontra paralelo nos preceitos que, em diferentes sistemas jurídicos, restringem as normas sobre “negócios consigo mesmo”, de forma a excluir do seu âmbito de aplicação as situações que não envolvem risco de abuso para a sociedade. Deve estabelecer-se um paralelo com o art. 397.º/5 do CSC.

A ideia subjacente é clara: quando o contrato seja celebrado de acordo com termos padronizados, não sujeitos a negociação com a parte relacionada (*maxime*, com recurso a cláusulas contratuais gerais), não há espaço para a extração de benefícios especiais de controlo. Apesar de haver um conflito de interesses, os interesses da sociedade são salvaguardados pelos termos padrão aplicáveis em geral na atividade corrente da sociedade. Assim, por exemplo, o contrato de fornecimento de eletricidade celebrado entre a EDP e um seu administrador ou diretor de topo – que seja membro do pessoal-chave da gestão para efeitos da IAS 24 a) (iii), de acordo com as condições aplicáveis a todos os consumidores em igualdade de circunstâncias, não está sujeito a regras especiais de aprovação¹⁹².

4.7 A (In)validade dos Negócios Celebrados em Violação do Processo Especial de Aprovação

Às dúvidas decorrentes da previsão normativa do art. 249.º-A do CVM soma-se a dúvida relativa às consequências do seu incumprimento. É certo que o incumprimento quer das regras de aprovação quer das regras de divulgação pública dos negócios “relevantes” com partes relacionadas tem *consequências contraordenacionais*.

Com efeito, nos termos do art. 390.º/1, *b)* do CVM constitui agora contraordenação muito grave “a realização (...) de transações com partes relacionadas não permitidas ou em condições não

¹⁹¹ A propósito da referência à “*vantagem especial*” no art. 397.º/5 CSC, veja-se José Ferreira Gomes, Da administração à fiscalização das sociedades, cit., 381-383 (bem como o tema mais amplo dos benefícios especiais de controlo, 32 ss., em especial 37-38). cf. tb., e.g., António Menezes Cordeiro e A. Barreto Menezes Cordeiro, in CSC anotado, art. 397.º, anot. 5, 1313, J.M. Coutinho de Abreu, “Negócios entre sociedades e partes relacionadas (administradores, sócios) – sumário às vezes desenvolvido”, cit., 18, e CSC em comentário, 62, art. 397.º, anot. 4, cit., 345-436.

¹⁹² (Ferreira Gomes, 2009, pp. 114–115) e Da administração à fiscalização das sociedades, cit., 382-383.

permitidas”. E segundo o art. 389.º/1, b) do CVM constitui também contraordenação muito grave “a falta de envio de informação para o sistema de difusão de informação organizado pela CMVM”.

A dúvida reside no reflexo da preterição das regras de aprovação na validade dos negócios com partes relacionadas. Articulam-se aqui coordenadas gerais do direito civil e coordenadas específicas do direito societário. No direito civil, questiona-se a aplicação do *art. 294.º do CC*, segundo o qual são nulos os negócios celebrados contra disposição legal de carácter imperativo. Diferentemente do *art. 280.º/1 do CC*¹⁹³, este preceito restringe a autonomia privada na celebração de negócios jurídicos em função de normas imperativas sobre o correspondente processo de celebração, com as quais se articula. Por outras palavras, bloqueia a produção de efeitos jurídicos:

- a) quando sejam preteridas formalidades legalmente exigidas para a válida prática do ato e,
- b) quando sejam violadas normas legais que vedam a celebração do contrato¹⁹⁴.

Questiona-se: *as exigências de aprovação pelo órgão de administração e de obtenção de parecer favorável pelo órgão de fiscalização consubstanciam formalidades de que depende a validade dos negócios “relevantes” com partes relacionadas?*

Na ausência de uma cominação legal expressa,

“para que haja nulidade não basta a violação de uma norma que prescreva ou proíba uma determinada conduta ou que regule as circunstâncias da mesma; é necessário que o sistema não tolere a existência do negócio jurídico em si mesmo, restringindo o espaço de liberdade de produção dos seus efeitos jurídicos”¹⁹⁵.

Tendo presente a especial preocupação de segurança jurídica que convoca a afirmação genérica de uma tipicidade das causas de invalidade, exige-se uma análise cuidadosa, assente num processo hermenêutico de duplo grau: primeiro, destinado a apurar se a norma em causa (sistematicamente integrada) visa efetivamente proibir a celebração do negócio em causa; segundo, em caso afirmativo, se a consequência da violação de tal norma (sistematicamente integrada) é ou não a nulidade.

Em particular, há que considerar se não é outra a solução resultante da lei (*art. 294.º do CC in fine*): *o sistema basta-se com a responsabilidade contraordenacional ou vai mais longe e veda a própria existência do negócio jurídico?*

¹⁹³ (José Ferreira Gomes, 2018, pp. 323–349), não se aplica aqui o art. 280.º/1 CC que delimita a validade dos negócios jurídicos em função da conformidade do seu objeto com lei injuntiva, porquanto o art. 249.º-A/2 CVM não regula o objeto dos negócios com partes relacionadas, mas os termos da sua aprovação. Sobre a distinção entre os âmbitos de aplicação dos arts. 280.º/1 e 294.º CC;

¹⁹⁴ (José Ferreira Gomes, 2018, pp. 336–348);

¹⁹⁵ (José Ferreira Gomes, 2018, pp. 346-347);

Na resposta a esta questão, deve atender-se ao disposto no art. 397.º/2 do CSC e ponderar se a unidade do sistema interno exige uma mesma solução. No âmbito deste preceito, a nulidade – enquanto consequência especialmente gravosa e suscetível de gerar insegurança no tráfico jurídico – justifica-se também pelo facto de os administradores que contratam com a sociedade terem o *dever de saber* que tais contratos estão sujeitos a um procedimento específico de aprovação¹⁹⁶.

Deve então ponderar-se se o sistema reclama também a nulidade dos negócios com partes relacionadas celebrados com preterição do art. 249.º-A/2 do CVM, *quando as partes relacionadas estejam perante a sociedade numa posição valorativamente idêntica à dos administradores*. Estarão numa tal posição se tiverem o dever de conhecer a necessidade de uma tal aprovação específica. Será eventualmente o caso da pessoa singular que controle a sociedade cotada, que exerça uma influência significativa ou que seja um membro do pessoal-chave da sua gestão, mas já dificilmente se for um membro íntimo da família desta¹⁹⁷ (cf. IAS 24 (a) (i) a (iii)).

Um tal paralelo pode, contudo, ser bloqueado pela exigência sistemática de segurança jurídica. Em nossa opinião, a resposta final, necessariamente casuística, terá de resultar da tensão entre estas duas coordenadas, em polos opostos: (i) a necessidade de coerência valorativa com o disposto no art. 397.º/2 do CSC e (ii) a necessidade de garantir um nível aceitável de segurança jurídica.

Acompanhando o entendimento de Pereira de Almeida nesta matéria, a inexistência de uma norma expressa nesse sentido, dificulta a defesa da tese da nulidade. Se os negócios forem aprovados pelo Conselho de Administração, sem parecer prévio do Conselho Fiscal, em seu entender, não existe fundamento legal para aplicar o regime da nulidade, havendo apenas lugar a responsabilidade dos administradores.

No *novo art. 249º-C do CVM*, conforme já se encontrava previsto no Anteprojeto, o legislador optou *por isentar do regime* de aprovação e de divulgação de transações com partes relacionadas as seguintes situações:

- a) transações entre a sociedade e as sociedades por ela totalmente detidas;
- b) as transações relativas às remunerações dos administradores ou a determinados elementos desta;
- c) as transações relacionadas por instituições de crédito com base em medidas destinadas a garantir a estabilidade adotada pela autoridade competente; e
- d) transações propostas a todos os acionistas nos mesmos termos por se entender que a igualdade de tratamento de todos os acionistas está assegurada e tutelada.

¹⁹⁶ Neste sentido (Ferreira Gomes, 2009, pp. 108–109);

¹⁹⁷ Sem prejuízo da convocação de outros institutos eventualmente aplicáveis, como a fraude à lei.

Por sua vez, *no novo art. 249º-D do CVM*, as transações com a mesma parte relacionada celebradas durante o mesmo exercício e que não tenham sido sujeitas às obrigações previstas nos artigos anteriores são agregadas para efeitos deste regime.

São vários os autores que se têm pronunciado de forma crítica acerca do conteúdo das novas disposições¹⁹⁸. Em particular, questiona-se o alinhamento dos “novos” incentivos legais aos investidores institucionais com os correspondentes incentivos de mercado. Constituirão os novos deveres um incentivo para que pelo menos parte destes investidores não invistam em ações, considerando não apenas os custos operacionais, mas sobretudo os custos decorrentes da divulgação pública das estratégias de investimento? Acabarão os novos custos por ser repercutidos nos seus clientes, sem um benefício proporcional nas sociedades participadas?

Nesse sentido, importará, às sociedades cotadas:

- a) analisar o impacto destas alterações no modelo de reporte de informação ao mercado;
- b) estruturar procedimentos, processos de avaliação com base em metodologias de preços de transferência e modelos de decisão para efeitos de aprovação ou não do CA/CAE; e
- c) articular com o(s) órgão(s) de fiscalização da sociedade a fundamentação de que as operações com partes relacionadas se apresentam em condições de mercado.

4.8 Transações com Partes Relacionadas no CGS IPCG ¹⁹⁹

As recomendações do subcapítulo I.5. do CGS do IPCG de 2018 dispunham:

I.5. Transações com partes relacionadas

Princípio: Pelos potenciais riscos que comportam, as transações com partes relacionadas devem ser justificadas pelo interesse da sociedade e realizadas em condições de mercado, sujeitando-se a princípios de transparência e a adequada fiscalização.

Recomendações:

I.5.1. O órgão de administração deve definir, com parecer prévio e vinculativo do órgão de fiscalização, o tipo, o âmbito e o valor mínimo, individual ou agregado, dos negócios com partes relacionadas que: (i) requerem a aprovação prévia do órgão de administração (ii) e os que, por serem de valor mais elevado, requerem, ainda, um parecer prévio favorável do órgão de fiscalização.

I.5.2. O órgão de administração deve, pelo menos de seis em seis meses, comunicar ao órgão de fiscalização todos os negócios abrangidos pela Recomendação I.5.1.

¹⁹⁸ (Duarte, 2017, pp. 76–77);

¹⁹⁹ (Dias, 2020, p. 58);

4.8.1 Alterações ao CGS IPCG 2018 em Matéria de Transações com Partes Relacionadas ²⁰⁰

- *Recomendação I.5.1*

A recomendação I.5.1, na sua formulação originária, apresentava, em comum com a nova lei, a exigência de uma dupla intervenção: (i) a aprovação pelo órgão de administração, (ii) precedida do parecer do órgão de fiscalização.

No texto de 2018, tal exigência não era aplicada a toda e qualquer transação que não fosse realizada no âmbito da atividade corrente, nem em condições de mercado, uma vez que, cada sociedade definia as transações relevantes através do seu “tipo, âmbito e valor mínimo”.

Com a entrada em vigor da nova lei, a margem permitida à sociedade diz agora respeito à delimitação do concreto procedimento interno.

A nova formulação da recomendação I.5.1., hoje dispõe:

“O órgão de administração deve divulgar, no relatório de governo ou por outra via publicamente disponível, o procedimento interno de verificação das transações com partes relacionadas.”

- *Recomendação I.5.2.*

A exigência de comunicação semestral ao órgão de fiscalização dos negócios “abrangidos pela Recomendação I.5.1.” foi sendo interpretada no sentido de que o órgão de administração deveria comunicar ao órgão de fiscalização transações com partes relacionadas uma vez aprovadas, posto que, antes dessa aprovação, seriam necessariamente comunicadas aquelas que exigissem parecer prévio do órgão de fiscalização, de modo a que este órgão se pudesse, naturalmente, sobre elas pronunciar.

Note-se que a revisão de 2020 do CGS IPCG 2018, aprovada em julho de 2020, pôde apenas basear-se na Proposta de Lei 12/XIV²⁰¹ e não no articulado que viria a ter forma de lei.

No seguimento da análise supra, a simples troca pronominal: de “aquele” para “este” tem implicações substantivas: se na Proposta de Lei a verificação periódica relativa às transações com partes relacionadas é feita pelo órgão de administração (aquele), já na Lei n.º 50/2020 é o órgão de fiscalização (este) que fica incumbido dessa verificação. Por outras palavras: a mudança de “aquele” para “este” na escolha do pronome que identifica o órgão competente para proceder à verificação periódica das transações com partes relacionadas, segundo o procedimento interno definido, significa que a competência não mais é atribuída àquele, o órgão de administração (conforme a Proposta de Lei), mas sim a este, o órgão de fiscalização.

²⁰⁰ (Dias, 2020, p. 63);

²⁰¹ Proposta de Lei 12/XIV:

<https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetailIniciativa.aspx?BID=44418>.

Por força da transposição pela Lei n.º 50/2020 e atenta a redação do 249.º-A/1 do CVM, onde se encontra previsto o mecanismo de *fiscalização ex post*: é ao órgão de fiscalização que cabe a verificação periódica das transações com partes relacionadas.

4.9 Transações com Partes Relacionadas e os Preços de Transferência (PT) ²⁰²

As obrigações introduzidas pelos arts. 249º-A, 249º-B, 249ºC e 249ºD, não se confundem, nem alteram a disciplina consagrada no art. 63º do CIRC, relativa a preços de transferência:

- a) Nas operações efetuadas entre um sujeito passivo e qualquer outra entidade, sujeita ou não a IRC, com a qual esteja em situação de relações especiais, devem ser contratados, aceites e praticados termos ou condições substancialmente idênticas aos que normalmente seriam contratados, aceites e praticados entre entidades independentes em operações comparáveis.
- b) As operações a que se refere o número anterior abrangem operações comerciais, incluindo qualquer operação ou série de operações que tenha por objeto bens tangíveis ou intangíveis, direitos ou serviços, ainda que realizadas no âmbito de um qualquer acordo, designadamente de partilha de custos e de prestação de serviços intragrupo, bem como operações financeiras e operações de reestruturação ou de reorganização empresariais, que envolvam alterações da estruturas de negócio, a cessação ou renegociação substancial dos contratos existentes, em especial quando impliquem a transferência de bens tangíveis, intangíveis, direitos sobre intangíveis, ou compensações por danos emergentes ou lucros cessantes.

Os preços de transferência são os preços praticados nas transações de bens, ativos intangíveis ou serviços entre entidades que se encontram numa situação de relações especiais.

Segundo a definição adotada pela OCDE, os preços de transferência são os preços pelos quais uma empresa transfere bens materiais e ativos intangíveis ou presta serviços a empresas associadas²⁰³.

Nestas transações internas, os preços praticados não estão sujeitos às mesmas forças do mercado livre, podendo afastar-se do preço de mercado que seria estabelecido entre entidades independentes. Nestes termos, os PT podem ser utilizados como um instrumento de planeamento fiscal abusivo, que se materializa através da respetiva manipulação de modo a obter vantagens fiscais que não se conseguiriam perante a ausência de relações especiais.

O elevado volume de transações transfronteiriças no seio dos grupos de empresas multinacionais, resultado da crescente internacionalização das empresas e de economias altamente integradas, assume um papel preponderante na economia e no comércio mundiais atuais.

²⁰² (Correia Almeida, 2018, p. 43 e ss)

²⁰³ (OECD, 2010:19) Duas empresas são associadas quando se enquadrem nas condições enunciadas nas alíneas a) ou b), do n.º 1 do Art. 9º da Convenção Modelo da OCDE.

Em Portugal, o número de casos em matéria de conflitos tributários entre a AT e os contribuintes sobre preços de transferência tem vindo a aumentar ao longo dos anos, provando que este é um dos tópicos que está no centro das atenções da AT.

Os preços praticados nas transações entre empresas relacionadas é, e sempre será, um assunto controverso entre as empresas que se envolvem em operações vinculadas e as administrações fiscais, em virtude de encararem a prática de fixação de preços de transferência segundo diferentes perspetivas, por um lado, uma grande parte das EMN²⁰⁴ vê nos preços de transferência um instrumento que lhes permite evitar ou reduzir o imposto a pagar, por outro lado, as autoridades fiscais consideram os preços de transferência como o meio de impedir que as EMN transfiram lucros para fora dos limites da jurisdição tributária em que são gerados. A necessidade de serem criadas medidas de combate à evasão fiscal e erosão das bases tributárias provocadas pela manipulação dos preços praticados nas transações entre entidades relacionadas, levou à conceção de um regime de preços de transferência generalizado assente no princípio de plena concorrência, aceite de forma unânime, na medida em que foi acolhido pela maioria dos países como a pedra angular dos seus regimes legais de preços de transferência, conforme fez o nosso legislador na disciplina consagrada no art. 63º do CIRC.

O princípio de plena concorrência (PPC) ou da independência, é um dos princípios basilares do regime dos PT o qual “postula que as empresas especialmente relacionadas, na definição dos preços das suas transações, devem seguir os mesmos pressupostos que seriam seguidos por empresas independentes, nas condições e práticas normais de mercado”.

A validação do PPC está dependente de um juízo de comparabilidade entre a operação vinculada e a operação que seria praticada entre entidades independentes. Esta asserção coloca em evidência outro dos princípios basilares em que assenta o modelo dos PT que é o princípio da comparabilidade, o qual dita o confronto entre o preço praticado entre empresas especialmente relacionadas e o que, hipoteticamente, seria praticado entre empresas independentes²⁰⁵.

O que se pretende com esta análise comparativa é, por um lado, demonstrar que os termos e condições acordados entre entidades relacionadas não correspondem aos que resultariam da transparência do mercado livre e, por outro lado, provar que seriam outros os termos e condições praticados por entidades independentes, em situações normais de mercado. Isto implica ajuizar sobre um conjunto de elementos, primeiramente sobre aqueles em que se envolvem as transações realmente praticadas e, seguidamente, sobre as transações que se pensa que devem ser usadas como referência.

²⁰⁴ EMN - Empresas Multinacionais

²⁰⁵ (Morais, 2009:137)

Neste sentido, o n.º 2 do art. 63º do CIRC estatui que o “sujeito passivo deve adotar (...) o método ou métodos suscetíveis de assegurar *o mais elevado grau de comparabilidade* entre as operações ou séries de operações que efetua e outras *substancialmente idênticas*, em situações normais de mercado ou de ausência de relações especiais”. Esclarecendo o legislador, através do n.º 3 do art. 4º da Portaria²⁰⁶, que duas operações são substancialmente idênticas e, portanto, comparáveis, se “as suas características económicas e financeiras relevantes são análogas ou suficientemente similares”, o que acontecerá se as diferenças entre as transações em causa não afetam materialmente os termos e condições objeto de avaliação, ou afetando, podem ser efetuados ajustamentos razoavelmente fiáveis que eliminem os efeitos dessas diferenças. Com a junção dos termos “substancialmente idênticas” pretendeu o legislador deixar bem vincada a exigência de se alcançar a maior comparabilidade possível entre as operações intragrupo e as realizadas entre entidades independentes.

Relativamente à forma como se deverá determinar se as condições contratadas entre entidades não relacionadas obedecem ao PPC, o n.º 3 do art. 63º do CIRC, em articulação com o disposto no art. 6º e seguintes da Portaria, coloca à disposição do sujeito passivo cinco métodos, devendo este adotar “o método ou métodos suscetíveis de assegurar o mais elevado grau de comparabilidade”²⁰⁷.

No âmbito das operações realizadas com entidades relacionadas, os sujeitos passivos estão obrigados a elaborar, a apresentar e a conservar um vasto conjunto de informação e documentação fiscal sobre a política de preços de transferência adotada. Para além das informações exigidas pelo n.º 7 do art. 63º do CIRC já referidas, o sujeito passivo é ainda obrigado a reunir e a manter organizado um Dossier Fiscal de Preços de Transferência (DFPT), nos termos do n.º 6.

Este dossier deve conter toda a documentação referente aos procedimentos e pressupostos subjacentes à aplicação da política de PT adotada, de modo a provar o cumprimento legal da mesma, designadamente: os contratos e outros atos jurídicos celebrados com entidades relacionadas; as mudanças que ocorram e a informação sobre o respetivo cumprimento; a documentação e informação sobre as entidades relacionadas, as empresas e os bens ou serviços usados como base de comparação; as análises funcionais e financeiras efetuadas e os dados setoriais utilizados; outras informações e elementos relevantes que levou em consideração na determinação dos termos e condições

²⁰⁶ Portaria 1446-C/2001 de 21 de dezembro

²⁰⁷ Na redação do n.º 2 do art. 4º daquela Portaria o legislador clarifica que “o método mais adequado é aquele que é “suscetível de fornecer a melhor e mais fiável estimativa dos termos e condições que seriam normalmente acordados, aceites ou praticados numa situação de plena concorrência, devendo ser feita a opção pelo método mais apto a proporcionar o mais elevado grau de comparabilidade entre as operações vinculadas e outras não vinculadas e entre as entidades selecionadas para a comparação, que conte com melhor qualidade e maior quantidade de informação disponível para a sua adequada justificação e aplicação e que implique o menor número de ajustamentos para efeitos de eliminar as diferenças existentes entre os factos e as situações comparáveis.”

normalmente acordados, aceites ou praticados entre entidades independentes e na seleção do método ou métodos utilizados e ainda documentação relativa a acordos de partilha de custos e de prestação de serviços intragrupo²⁰⁸.

4.10 O Impacto da SHRD no Reporte de Informação ao Mercado nas Sociedades Cotadas

Nas sociedades cotadas as obrigações de transparência e de divulgação de informação ao mercado são mais exigentes, tendo em vista a proteção dos investidores e do público em geral.

O n.º1 do art. 248º do CVM abrange toda a informação privilegiada que diga diretamente respeito aos emitentes ou aos valores mobiliários por si emitidos.

Por sua vez, o n.º2 é bastante extensível quanto à não aplicabilidade da proibição do uso e da transmissão de informação privilegiada. Nos termos do art. 6º do Regulamento da CMVM n.º 5/2008, os emitentes devem guardar segredo sobre a existência e o conteúdo de informação privilegiada até à sua divulgação nos termos legalmente exigidos.

Apesar da lei isentar os emitentes de divulgar a informação privilegiada²⁰⁹ fundada em factos apenas indiretamente relacionados com o emitente ou com os valores mobiliários por si emitidos, o emitente deve realizar uma análise autónoma sobre as consequências dos referidos factos na sua atividade ou nos valores mobiliários por si emitidos.

No entanto, para além da informação geral obrigatória, existem ainda os seguintes deveres especiais de informação:

- a) divulgação periódica de informações;
- b) informação de factos relevantes;
- c) outras informações,
- d) informações sobre práticas de Governo das Sociedades.

Contudo, ao abrigo do disposto no n.º 1 do art. 250º, a CMVM pode dispensar a divulgação de informação, exceto a informação periódica, quando seja contrária ao interesse público e possa causar prejuízo grave para o emitente, desde que a ausência de divulgação não induza o público em erro sobre os factos e circunstâncias essenciais para a avaliação dos valores mobiliários.

Se a CMVM não se pronunciar no prazo de 15 dias após rececionar o pedido de dispensa, esta considera-se concedida.

²⁰⁸ cf. arts. 13º a 16º da Portaria 1446-C/2001 de 21 de dezembro

²⁰⁹ “A informação privilegiada abrange os factos ocorridos, existentes ou razoavelmente previsíveis, independentemente do seu grau de formalização, que, por serem susceptíveis de influir na formação dos preços dos valores mobiliários ou dos instrumentos financeiros, qualquer investidor razoável poderia normalmente utilizar, se os conhecesse, para basear, no todo ou em parte, as suas decisões de investimento.” (Pereira de Almeida, 2013, p. 572 e ss)

O incumprimento destes deveres de informação ou a prestação de informação falsa poderão fazer incorrer a sociedade emitente, os seus administradores e outros responsáveis em responsabilidade civil, atento o disposto no art. 251º.

4.10.1 Informações Anuais

As sociedades cotadas devem divulgar, no prazo de 4 meses a contar da data do encerramento do exercício e manter à disposição do público durante, pelo menos, 10 anos, os seguintes elementos de informação financeira (art. 245º, n.º1), nomeadamente:

- a) o relatório de gestão, as contas anuais, a certificação legal de contas e demais documentos de prestação de contas exigidos por lei ou regulamento, ainda que não tenham sido submetidos a aprovação em assembleia geral;
- b) o relatório elaborado por auditor registado na CMVM, incluindo, opinião relativa às previsões sobre a evolução dos negócios e da situação económica e financeira contidas nos documentos a que se refere a al. *a*) do n.º 1 (art. 245º, n.º2, al. *a*);
- c) parecer do órgão de fiscalização e lista dos titulares de participações qualificadas.

Do disposto no art. 8º do Regulamento da CMVM n.º 5/2008 resulta:

- i. os relatórios e contas anuais devem incluir, além dos constantes das alíneas *a*) e *b*) do n.º1 do art. 245º do CVM, os seguintes documentos²¹⁰:
 - parecer do órgão de fiscalização, do qual conste a declaração prevista na alínea *c*) do n.º1 do art. 245º do CVM;
 - lista dos titulares de participações qualificadas, com indicação do número de ações detidas e percentagem de direitos de voto correspondentes, calculada nos termos do art. 20º do CVM.
- ii. o órgão de administração do emitente deve divulgar imediatamente nota explicativa de quaisquer alterações ocorridas nos documentos contabilísticos divulgados.
- iii. a informação a que se refere a alínea *g*) do n.º 2 do art. 249º deve especificar a deliberação relativa à aplicação de resultados”.

Os elementos de informação financeira, para além de assinados pelos administradores, devem ser certificados pelo Diretor Financeiro e outros responsáveis, identificados nominal e funcionalmente, em declarações onde afirmem que, tanto quanto é do seu conhecimento, a informação financeira

²¹⁰ Dispõe ainda o n.º1 do art. 2º do Regulamento da CMVM n.º 11/2005, quanto à obrigatoriedade da elaboração e apresentação das contas individuais de acordo com as normas internacionais de contabilidade, que os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado e que não sejam obrigados a elaborar e apresentar contas consolidadas, devem elaborar e apresentar as suas contas individuais de acordo com as normas internacionais de contabilidade, adotadas nos termos do art. 3º do Regulamento n.º 160/2002, do Parlamento e do Conselho de 19 de Julho;

divulgada foi elaborada em conformidade com as normas contabilísticas aplicáveis, dando uma imagem verdadeira e apropriada do ativo e do passivo, da situação financeira e dos resultados do emitente e das empresas incluídas no perímetro da consolidação, quando for o caso, e que o relatório de gestão expõe fielmente a evolução dos negócios, do desempenho e da posição do emitente e das empresas incluídas no perímetro da consolidação, contém uma descrição dos principais riscos e incertezas com que se defrontam, (art. 245º, n.º1, al. c))²¹¹.

Em capítulo especial do relatório anual de gestão ou em anexo a este, deve ainda ser divulgada informação detalhada sobre a estrutura e práticas de governo societário, contendo pelo menos, os elementos constantes do art. 245º-A. Trata-se de uma norma complexa que versa sobre a obrigatoriedade da divulgação de informação anual relativa ao governo das sociedades. Esta norma deve ser conjugada com as disposições vertidas no Regulamento da CMVM n.º 4/2013.

No âmbito do conteúdo informativo de prestação obrigatória são reformuladas as exigências de fonte regulamentar, centrando-as na prestação das informações tidas por essenciais para garantia de um conhecimento adequado das práticas de governo adotadas por cada sociedade. No que respeita à vertente recomendatória passa a admitir-se o recurso a Códigos de Governo distintos do Código da CMVM, (art. 2º, n.º 1), como é o caso do Código de Governo do IPCG.

Dispõe o n.º 1 do Regulamento da CMVM n.º 4/2013, quanto ao relatório do governo societário, que os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal e sujeitos a lei pessoal portuguesa se encontram obrigados a divulgar, em capítulo do relatório anual de gestão especialmente elaborado para o efeito ou em anexo a este, um relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário, contendo os elementos mencionados no art. 245º-A do CVM, bem como os elementos informativos complementares previstos no presente Regulamento e todas as demais informações que sejam relevantes para a compreensão do modelo e as práticas de governo adotadas. Ainda nos termos do n.º 2, o relatório de governo societário deve incluir, além da informação a que se refere o número anterior, a apreciação da sociedade quanto ao cumprimento das recomendações previstas no CGS adotado, de acordo com as alíneas n) ou o) do n.º 1 do art. 245º-A do CVM.

De acordo com o princípio *comply or explain*, os emitentes devem explicar, de modo efetivo, justificado e fundamentado, a razão do não cumprimento das recomendações previstas no CGS adotado em termos que demonstrem a adequação da solução alternativa adotada aos princípios de bom governo das sociedades e que permitam uma valoração dessas razões em termos que a tornem materialmente equivalente ao cumprimento da recomendação.

²¹¹ (Pereira de Almeida, 2013, p. 574 e ss).

4.10.2 Informação Semestral

Nesta informação compreende-se, nomeadamente (art. 246º, n.º 1):

- a) as demonstrações financeiras condensadas;
- b) um relatório de gestão intercalar, contendo, pelo menos, uma indicação dos acontecimentos importantes que tenham ocorrido no período a que se refere e o impacto nas respetivas demonstrações financeiras, bem como uma descrição dos principais riscos e incertezas para os seis meses seguintes (art. 246º, n.º 2).

Se a sociedade não estiver obrigada a elaborar contas consolidadas, as demonstrações financeiras condensadas incluem, pelo menos, um balanço e uma demonstração de resultados condensados, elaborados de acordo com os princípios de reconhecimento e mensuração aplicáveis à elaboração dos relatórios financeiros anuais e notas explicativas àquelas contas (art. 246º, n.º 4).

Se a sociedade estiver obrigada a elaborar contas consolidadas, devem incluir informação sobre as principais transações relevantes entre as partes relacionadas (art. 246º, n.º 3, al. c) e n.º 5, al. e)).

Nos termos do art. 9º do Regulamento da CMVM n.º 5/2008, dispõe o seguinte:

Além dos elementos e documentos constantes no n.º 1 do art. 246º do CVM, a informação semestral deve incluir:

- a) os elementos mínimos previstos na IAS 34 – Relato Financeiro Intercalar, os quais devem ser elaborados de acordo com a referida norma, para a informação financeira preparada de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade;
- b) lista dos titulares de participações qualificadas, com indicação do número de ações detidas e percentagem de direitos de voto correspondentes, calculada nos termos do art. 20º do CVM.

4.10.3 Informação Trimestral

A informação trimestral só é obrigatória para as sociedades de maior dimensão, que sejam instituições de crédito ou sociedades financeiras, (art. 246º-A, n.º 1).

4.10.4 Informação Privilegiada ²¹²

Os emitentes divulgam informação privilegiada nos termos do Regulamento (UE) n.º 596/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014.

O disposto no art. 248º-A do CVM permite o deferimento da divulgação de informação privilegiada. E deve ser conjugado com o disposto no art. 378º que tipifica o crime de abuso de mercado.

²¹² Alfar Rodrigues, André, in Código dos Valores Mobiliários, Anotado e Comentado, AAFDL Editora, 2021, anotação ao art. 248º-A do CVM, pp. 387 e ss.,

Recuperando o conceito de informação privilegiada que atrás se deixou enunciado, a expressão *inside trading* não é mais do que transações realizadas com base em informação privilegiada (*inside information*) por indivíduos que detêm acesso a informação confidencial ou não disponibilizada ao público em geral (os chamados *insiders*).

Nos termos do art. 378º, n.º 4, entende-se por informação privilegiada toda a informação não tornada pública que, sendo precisa e dizendo respeito, direta ou indiretamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, seria idónea, se lhe fosse dada publicidade, a influenciar de maneira sensível o seu preço no mercado, nos termos do Regulamento (UE) n.º 596/2014. Nesse sentido, a informação privilegiada tem de ter um carácter não público, tem ainda de ser específica, precisa e suscetível de alterar os preços de mercado, respeitando ainda o preceituado no art. 7º do citado Regulamento.

Fora do dever de divulgação fica a informação privilegiada relativa a factos que apenas digam indiretamente respeito aos emitentes e aos valores mobiliários por si emitidos, enquanto tais factos mantiverem essa característica. Estão abrigados ao dever de divulgar a informação referida todos os emitentes, independentemente da lei pessoal a que se encontrem sujeitos, de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal, ou que tenham requerido a respetiva admissão a um mercado dessa natureza²¹³.

4.10.5 Operações de Dirigentes

Ao abrigo do disposto no art. 248.º-B do CVM, a notificação de operações de dirigentes de emitentes e de pessoas estreitamente relacionadas com aqueles efetua-se segundo o disposto no artigo 19.º do Reg. (UE) n.º 596/2014 de 16 de abril de 2014, respetiva regulamentação e atos delegados.

4.10.6 Outras Informações

As sociedades cotadas devem divulgar ao mercado, através dos meios gerais, os factos descritos no n.º 2 do art. 249º. Para efeitos de supervisão, a sociedade deve comunicar à CMVM e à entidade gestora do mercado regulamentado os factos constantes do n.º 1 do art. 249º.

4.10.7 Responsabilidade

A violação dos deveres de informação, nas sociedades cotadas, importa uma responsabilidade agravada, relativamente ao regime geral.

Assim, por força do art. 251º que remete para o art. 243º, são responsáveis perante os lesados, a sociedade emitente, seus administradores e órgãos de fiscalização, bem como outras pessoas que aceitam ser nomeadas como responsáveis pela informação (art. 245º, n.º 1, al. c) e 246º, n.º1, al. c)).

²¹³ Informação disponível em [CMVM - Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes - Conceitos, Linhas de Orientação, Exemplos e Condutas a Adotar](#)

A culpa presume-se e é agravada de acordo com elevados padrões de diligência profissional.

A responsabilidade é solidária e objetiva relativamente à sociedade emitente.

Os sujeitos ativos são aqueles que adquirem ou alienam as ações com base na informação disponível.

Mas, a responsabilidade é *excluída* se o lesado *tinha ou deveria* ter conhecimento da deficiência da informação.

A ação de indemnização caduca se não for exercida no prazo de seis meses a contar do conhecimento da deficiência da informação e, em qualquer caso, decorridos dois anos a contar da divulgação ou omissão da informação em causa.

4.11 Meios Repressivos - Responsabilidade Civil Societária ²¹⁴

No exercício das suas funções, os administradores, por ação ou omissão, com preterição dos deveres legais ou contratuais, podem causar danos, quer à sociedade, quer aos sócios, quer a terceiros.

A sociedade responde por estes danos perante terceiros, nos termos em que os comitentes respondem pelos atos dos comissários, art. 6º, n.º 5 e art. 500º do CC. A responsabilidade da sociedade é objetiva, não depende de culpa, mas só terá lugar quando sobre o administrador também recaia a obrigação de indemnizar, nos termos do art. 500º, n.º 1 do CC.

4.11.1 Dos Administradores

Resulta do n.º 1 do art. 72.º do CSC que “os administradores respondem para com a sociedade pelos danos a esta causados por atos ou omissões, praticados com preterição dos deveres legais ou contratuais, salvo se provarem que procederam sem culpa”²¹⁵.

Isto sucede, por exemplo, quando um administrador pretende obter vantagens privadas, desviando-se, assim, da prossecução do interesse social²¹⁶.

Nestes casos, não é permitido ao administrador invocar a *business judgment rule* prevista no n.º 2 do art. 72.º, pois aquele não está a agir “livre de qualquer interesse pessoal”²¹⁷. Ferreira Gomes defende a interpretação extensiva do sobredito preceito, de modo a abranger os interesses pessoais dos acionistas controladores, tendo em conta que estes, devido ao seu poder de influência sobre a administração, podem sabotar a determinação do melhor interesse para a sociedade²¹⁸.

²¹⁴ (da Silva, 2019, p. 380).

²¹⁵ (Pereira de Almeida, 2013, p. 289), A Responsabilidade dos administradores funda-se sempre na culpa, é subjectiva, ainda que a culpa se presuma,

²¹⁶ Além da responsabilidade, pode ainda haver lugar à destituição com justa causa (cf. 403.º, n.º 4);

²¹⁷ Note-se que a exclusão da responsabilidade é apenas aplicável em casos de violação de deveres de cuidado. Em casos de violação de deveres de lealdade ou outros deveres específicos (legais, estatutários ou contratuais), esta norma não tem aplicação, cf. Carneiro da Frada, ob. cit., p. 82.

²¹⁸ (Ferreira Gomes, 2009, p. 164), o autor refere que basta influenciar um dos administradores para que todo o conselho fique contagiado. Acerca da interpretação extensivo-teleológica, cf. também Coutinho de Abreu, últ.

O Administrador é responsável, quando se encontrem verificados os pressupostos da responsabilidade civil, facto ilícito, culpa, prejuízos enexo de causalidade²¹⁹.

Qualquer cláusula do contrato de administração, inserta ou não nos estatutos, que exclua ou limite a responsabilidade dos administradores, quer perante a sociedade, quer perante terceiros, é totalmente nula, (art. 74º, n.º 1).

Por outro lado, ocorrendo *culpa in eligendo*, os sócios que designaram os administradores, verificadas certas condições, podem ser subsidiariamente responsáveis com o administrador faltoso (art. 83º, n.º 1 e 3).

A responsabilidade dos administradores é tríplice, ou seja, desdobra-se em responsabilidade perante a sociedade, os sócios e terceiros, incluindo nestes os credores. Por sua vez, este regime não se aplica apenas aos administradores de direito, estendendo-se de igual forma aos *administradores de facto* por força do art. 80º²²⁰.

A *responsabilidade dos administradores para com a Sociedade* é uma responsabilidade subjetiva, ou seja, baseia-se na culpa. Acompanhando a posição defendida por Pereira de Almeida, que qualifica de natureza contratual a relação de administração e a responsabilidade dos administradores de natureza obrigacional.

Assim, a responsabilidade civil dos administradores tem assentado sempre na violação dos deveres legais, quer concretos, quer do dever geral de *diligência*, em obediência ao princípio do “gestor criterioso e ordenado”.

Uma maior densificação dos deveres gerais dos administradores e a consagração do princípio “*business judgment rule*” no art. 72º, n.º 2, devem contribuir para uma maior sindicabilidade do processo de decisão, em detrimento do seu mérito.

A redação do n.º 2 do art. 72º com a expressão “a responsabilidade é excluída” parece apontar para uma causa de exclusão de responsabilidade. São, no entanto, vários os autores que já se pronunciaram sobre a natureza do “*business judgment rule*”, quer como regra de avaliação da responsabilidade dos administradores ou como causa de justificação²²¹.

Acompanhamos aqueles que consideram o “*business judgment rule*” como regra de avaliação da responsabilidade dos administradores, pressupondo esta a prova dos respetivos factos geradores, facto ilícito, culpabilidade, prejuízos e nexo de causalidade.

ob. cit., p. 43, nota 88. Em termos similares, Pedro Caetano Nunes proclama que a noção de interesse pessoal abarca tanto o interesse direto, como o interesse indireto através de uma pessoa (física ou coletiva) próxima, cf. últ. ob. cit., p. 519.

²¹⁹ (Pereira de Almeida, 2013, p. 289 e ss.)

²²⁰ Conforme define Coutinho de Abreu: “é *administrador de facto (em sentido amplo) quem, sem título bastante, exerce, direta ou indiretamente e de modo autónomo (não subordinadamente), funções próprias de administrador de direito da sociedade*”.

²²¹ (Pereira de Almeida, 2013, p. 293 e ss.)

Como refere Vogler Guiné²²²: “A BJR visa potenciar o sucesso das sociedades, evitando que os administradores deixem de tomar decisões de risco com receio de serem responsabilizados por isso. Igualmente obsta a que os juízes, que por definição e formação tomam decisões sobre o mérito jurídico de um caso, afirmem, salvo excepcionalmente, do mérito empresarial de uma decisão. Juízo esse, o judicial, que seria à partida prejudicado pelo conhecimento à posteriori das consequências da decisão”.

Conforme refere Pereira de Almeida, no nosso sistema jurídico, compete ao demandante provar os factos em que assenta a ilicitude da conduta do agente (art. 342º, n.º 1 do CC), bem como os demais pressupostos da responsabilidade civil. Ou seja, em caso de violação de deveres gerais de conduta dos administradores, competirá à sociedade demandante o ónus da prova, *ainda que indiciária*, de factos integrantes da violação desses deveres, por ação ou omissão, ficando a cargo do administrador demandado a impugnação dessa prova, bem como o ónus da prova de que agiu sem culpa, ao abrigo do disposto no art. 72º, n.º 1, *in fine*. Só pode ser imputada culpa aos administradores que praticaram factos ilícitos e, nas deliberações colegiais, aqueles que votaram favoravelmente essa conduta. Os administradores que votaram vencidos, para salvaguardar a sua posição, podem lavrar a sua declaração de voto, nos termos e para efeitos do disposto no n.º 3.

Podem ainda ser responsabilizados os administradores que, estando em condições, não exerçam o seu direito de oposição, nos termos do n.º 4, do art. 72º. Assumindo, assim, a natureza de sanção para os administradores absentistas que não exerçam diligentemente as suas funções de vigilância.

Nas sociedades que tenham órgão de fiscalização, o parecer favorável ou o consentimento deste não exoneram de responsabilidade os membros da administração, art. 72º, n.º 6.

Pelo contrário, o art. 72º, n.º 5, estabelece uma verdadeira causa de justificação: “A responsabilidade dos gerentes ou administradores não tem lugar quando o acto ou omissão assente em deliberação dos sócios, ainda que anulável”. No entanto, esta disposição deverá ser interpretada restritivamente, no sentido de apenas ser aplicável aos casos em que o administrador deve obediência às deliberações dos sócios. Dever esse que não existe relativamente a deliberações nulas.

Por sua vez, a referida causa de justificação também não funcionará quando o ato do administrador tiver sido praticado após a suspensão ou anulação da deliberação dos sócios. Todavia, se a deliberação apenas for anulável e não se verificar nenhuma destas restrições, o administrador deverá acatá-la, se for caso disso, beneficiando, então, da causa de justificação.

²²² (Pereira de Almeida, 2013, p. 294 e ss) e Vogler Guiné, Orlando in *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opaca”*, pp. 124

Cumpra agora expor os *diferentes modos de reação* de que a sociedade dispõe na limitação dos NPR – Negócios com Partes Relacionadas.

Com vista a reprimir a extração de benefícios privados, a sociedade pode propor, no prazo de seis meses, uma ação de responsabilidade contra os administradores nos termos do art. 75.º do CSC. A ação social só pode ser proposta se tiver sido previamente autorizada por deliberação da maioria dos acionistas, encontrando-se os administradores, em conflito de interesses, impedidos de votar nos termos do art. 75.º, n.º 3, 281.º, n.º 1 e 384.º, n.º 6.

Decorrido o prazo de seis meses a contar da deliberação, os sócios poderão sempre socorrer-se da ação de responsabilidade constante do art. 77.º, segundo o qual “um ou vários sócios que possuam, pelo menos, 5% do capital social ou 2% no caso de sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, podem propor ação social de responsabilidade contra gerentes ou administradores, com vista à reparação, a favor da sociedade, do prejuízo por esta sofrido, quando a mesma a não haja solicitado” (n.º 1). O prazo de proposição da ação é o prazo geral de prescrição de cinco anos (art. 174.º, n.º 1, al. b)).

Devido ao seu caráter subsidiário, esta ação apenas poderá ser proposta se a sociedade decidir não intentar a ação social ou se, apesar de manifestar interesse em fazê-lo, não a propuser no aludido prazo de seis meses. Mas pode ser chamada a intervir, nos termos do disposto no art. 77.º, n.º 4.

Enquanto não houver deliberação, os acionistas que pretendam instaurar a ação devem requerer a convocação da assembleia geral com esse fim ou a inclusão do assunto na ordem do dia (375.º, n.º 2, 378.º, n.º 1, do CSC, e 23.º-A do CVM).

Tendo em vista acautelar possíveis abusos que, prejudicariam não só os administradores visados, como a própria sociedade, podem aqueles solicitar que seja tomada decisão prévia sobre a questão ou que os autores prestem caução, desde que aleguem que a ação foi proposta para “prosseguir fundamentalmente interesses diversos dos protegidos por lei”, art. 77.º, n.º 5.

Pode ainda acontecer que, não obstante, se verificarem todos os pressupostos de responsabilidade civil dos administradores, nem a sociedade, nem os sócios tenham tomado a iniciativa de os acionar. Nesse caso a lei prevê a possibilidade de os credores se substituírem à sociedade para através de uma ação sub-rogatória, exigirem dos administradores a indemnização que compete à sociedade, art. 78.º, n.º 2. Sendo os mesmos os pressupostos da responsabilidade para com a sociedade, os credores não têm o ónus da prova de culpabilidade dos administradores, nos termos do disposto no art. 72.º, n.º 1.

A responsabilidade dos administradores será, em princípio, excluída quando o ato ou omissão assentar em deliberação dos sócios, ainda que anulável, ao abrigo do disposto no art. 72.º, n.º 5 e 78.º, n.º 5. Também nesta ação a sociedade deverá ser chamada, nos termos do art. 608.º do CC, aplicável por remissão do art. 78.º, n.º 2.

4.11.2 Dos Acionistas Controladores

Na al. b) do n.º 1 do art. 64.º encontra-se consagrado o dever geral de lealdade dos administradores, não entanto, não existe previsão semelhante, para os acionistas. Apesar do silêncio da lei, a generalidade da doutrina defende a origem legal do dever de lealdade dos acionistas, entre si e para com a sociedade.

No que respeita à dispersão do capital social, é inegável que quanto mais elevada for a percentagem de um acionista, mais baixa será a capacidade dos outros em influenciar as decisões do conselho de administração. Sendo assim, faz sentido sujeitar o acionista maioritário a deveres de lealdade mais rigorosos com vista a reduzir a probabilidade de este causar danos à sociedade e aos demais acionistas. São disso exemplo os deveres consagrados nos arts. 58.º, n.º 1, al. b), e 83.º do CSC²²³. Determina o art. 58.º, n.º 1, al. b), que “são anuláveis²²⁴ as deliberações que sejam apropriadas para satisfazer o propósito de um dos sócios de conseguir, através do exercício do direito de voto, vantagens especiais para si ou para terceiros, em prejuízo da sociedade²²⁵ ou de outros sócios ou simplesmente de prejudicar aquela ou estes, a menos que se prove que as deliberações teriam sido tomadas mesmo sem os votos abusivos”.

Uma vez que estamos perante um mecanismo repressivo, torna-se necessário provar o intuito do sócio em obter vantagens ilícitas em detrimento da sociedade ou de outros acionistas²²⁶.

Demonstrada esta intenção, deve o acionista ser responsabilizado não só por violar o dever de lealdade, como também o princípio geral da igualdade de tratamento dos sócios²²⁷.

No que toca ao exercício de influência dos acionistas sobre a administração, estatui o n.º 4 do art. 83.º que o sócio que tenha a possibilidade “de destituir ou fazer destituir um gerente, administrador ou membro do órgão de fiscalização e pelo uso da sua influência determine essa pessoa a praticar ou omitir um ato responde solidariamente com ela, caso esta, por tal ato ou omissão, incorra em responsabilidade para com a sociedade ou sócios nos termos desta lei”.

²²³ Para mais exemplos, veja-se os arts. 180.º, 181.º, n.º 5, 291.º, n.º 6, 384.º, n.º 6, todos do CSC.

²²⁴ Note-se que «o autor de qualquer acção de anulação de deliberações sociais pode cumular esse efeito jurídico com o de ressarcimento de danos causados pela mesma, demandando também os sócios que a votaram» (cf. Acórdão da RC de 25/09/2001, in CJ, ano XXVI, tomo IV, 2001, pp. 12-17).

²²⁵ Com referência ao prejuízo social, o Acórdão da RL de 15/03/2007 sumariou que «na fixação da remuneração de cada um dos administradores deve ter-se em conta as funções desempenhadas e a situação económica da sociedade», classificando como «abusiva e portanto anulável (art. 58 n.º 1 CSC) a deliberação que aprova a fixação de remuneração de administrador, em valor superior ao dobro do anteriormente praticado, sem qualquer justificação, nomeadamente por referência ao critério do art. 399 CSC, quando a situação económica da sociedade é débil» (Proc. n.º 9007/2006-6).

²²⁶ A anulabilidade da deliberação social pode ser arguida pelo órgão de fiscalização ou por qualquer sócio que não tenha votado no sentido que fez vencimento nem posteriormente tenha aprovado essa deliberação, sendo o prazo para proposição da acção de 30 dias contados nos termos do art. 59.º.

²²⁷ Poderá também considerar-se, nas transações com acionistas, «a possibilidade de o negócio ser nulo por fraude à lei, na medida em que, materialmente, consubstancia uma autorização de bens a um acionista, não autorizada pela assembleia geral da sociedade (art. 31.º do CSC)».

CONCLUSÃO

A SHRD II e os regimes nela previstos *não são totalmente inovadores* quando comparados com o direito português vigente à data da transposição. Como se viu *supra*, já existiam no direito pátrio normas relativas à identificação de acionistas e beneficiários efetivos, ao *say on pay* e a transações com partes relacionadas, se bem que de natureza estática e/ou setorial. Vindo a Diretiva operar uma extensão das mesmas a todas as sociedades cotadas e introduzir regimes mais densificados e completos.

A SHRD II vem reforçar a tendência que se tem verificado nos últimos anos, mas que se intensificou no mundo pós-crise de 2008, de “publicitação” do regime aplicável às sociedades cotadas, reforçando a sua natureza especialíssima face às, anteriormente, designadas sociedades abertas e às sociedades anónimas, aumentando o número de normas que só às sociedades cotadas são aplicáveis, constituindo muitas delas deveres de divulgação ou tendo natureza *comply or explain*. Sendo que, muitas delas dizem respeito à organização interna da sociedade e à sua relação com os seus acionistas, cada vez menos uma relação livremente moldável entre eles.

A SHRD II veio também *reconhecer o papel de atores já ativos no mercado* – os investidores institucionais, os gestores de ativos e os consultores em matéria de votação – criando regimes de transparência e reporte que os disciplinam. Todos os regimes que foram objeto de transposição estão teleologicamente orientados para a *criação de incentivos a um maior envolvimento acionista a longo prazo na vida e no governo das sociedades cotadas e para o reforço do governo societário com uma preocupação de sustentabilidade a longo prazo*.

A preocupação com o envolvimento acionista revela-se através da facilitação da sua identificação e troca de informação com as sociedades, da sujeição dos *proxy advisors* a códigos de conduta e obrigações de transparência, a um reforço das suas competências em matéria de aprovação de uma política remuneratória dos administradores ou na prevenção de *tunneling* através de um restritivo regime relativo a transações relevantes com partes relacionadas.

Conclui-se, pois, que a SHRD II tem um crivo axiológico forte em favor dos acionistas e das sociedades cotadas, estando-lhe subjacente a ideia de que o maior envolvimento dos primeiros nas segundas poderá de alguma forma colmatar falhas de *corporate governance* nas sociedades cotadas na União Europeia resultantes de um foco excessivo em ganhos a curto prazo, falhas essas que tiveram consequências gravosas aquando da crise de 2008 e nos anos que se lhe seguiram.

Contudo há inúmeros autores que questionam a intencionalidade e a eficácia das novas disposições.

Nesse sentido, há que enfatizar o seguinte – “a SHRD II, por muito bem-intencionada que seja, foca-se tanto na ideia de que serão os acionistas os motores de alterações significativas no governo das sociedades cotadas na Europa, que esquece o *input* importante dos outros *stakeholders*, tais como

credores e trabalhadores e não vê os efeitos perniciosos que pode vir a ter. O novo regime presume que *o maior envolvimento acionista é a chave para a sustentabilidade das sociedades cotadas a longo prazo, subordinando esta àquele*²²⁸.

Tal foco excessivo pode ter desfocado a visão do legislador europeu, não parecendo ter havido a percepção de que, por muitos incentivos que haja para o seu envolvimento, muitos acionistas continuarão a olhar para as suas participações sociais como meros ativos e procurarão obter ganhos imediatos com as mesmas, não estando interessados na sustentabilidade da sociedade participada.

Conceder-lhes mais prerrogativas, conquanto possa disponibilizar ferramentas úteis aos acionistas com uma visão mais a longo prazo e com enfoque na sustentabilidade da sociedade, poderá ter o efeito inverso em quem tem uma visão diametralmente oposta. No entendimento de alguma doutrina, esta SHRD II não parece ter o potencial de contribuir para o envolvimento a longo prazo dos acionistas, como se propõe, sendo que tal reforço de prerrogativas é acompanhado da criação de obrigações que oneram as sociedades ou outras entidades que com elas interagem e raramente os acionistas.

Nessa apreciação crítica muitos autores entendem que, pelo contrário, tem a *potencialidade de tornar mais arrojados os acionistas com o tipo de comportamento que procura combater e, por conseguinte, anular o propósito de mudança do paradigma do governo societário das sociedades cotadas com o fim de reforço dos poderes ou “direitos” dos acionistas, havendo potencial para se verificar uma contradição teleológica material*.

O CVM teve na sua elaboração cinco ideias orientadoras essenciais: a codificação, a simplificação, a flexibilização, a modernização e a internacionalização. Porém, objeto de mais de trinta alterações e retificações, fruto principalmente da constante necessidade de acolhimento da profusa produção de Direito da União Europeia, sobretudo em processos de transposição das respetivas Diretivas, o Código foi sendo desvirtuado das suas ideias orientadoras originais, em especial de simplificação e de flexibilização.

E, em especial, no que respeita à transposição da SHRD através da Lei nº 50/2020, que devia ter sido concluída até 10 de junho de 2019, apenas veio a ocorrer, quando já se encontrava em curso o processo de revisão do CVM, sob proposta da CMVM²²⁹.

No entendimento da autoridade de supervisão, a decisão do Parlamento português de proceder à transposição da Diretiva Europeia fora do quadro da revisão do CVM, veio criar mais um iniludível fator de pressão sobre o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, contribuindo para o

²²⁸ Garcia Rolo, António – “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas - novidades e perspetivas de transposição”, in RDS 2017-03 (557-585);

²²⁹ CMVM, 2021, p. 895);

aumento da fadiga regulatória já existente bem como para uma indesejável sobreposição de processos legislativos.

Conforme referido, à data da transposição da SHRD II encontrava-se já em curso uma revisão transversal do CVM que se encontra corporizada na proposta de lei n.º 94/XIV/2.^a. Na motivação subjacente a esta proposta visa atender-se às necessidades reais das empresas cotadas e dos seus acionistas, dos investidores e demais participantes que operam no mercado de capitais, bem como aos requisitos de inovação e sustentabilidade que hoje conformam o mercado e a sua regulação.

Com vista a aumentar a competitividade e o desenvolvimento do mercado de capitais português, a revisão projetada prossegue objetivos de simplificação, de redução de encargos e barreiras regulatórias e de previsibilidade na atuação do supervisor, sempre com a necessária salvaguarda da proteção dos investidores e da integridade do mercado.

Para melhorar a atratividade e competitividade do nosso mercado, prevê-se a possibilidade de emissão de ações com direito ao voto plural. Esta possibilidade constitui um instrumento adicional de promoção da dispersão do capital em mercado, à disposição das sociedades que já estão em mercado, mas também daquelas que pretendem ser admitidas pela primeira vez.

A simplificação e clarificação do regime de participação e votação nas assembleias gerais e a criação da figura dos certificados de legitimação visam facilitar e fomentar o exercício de direitos dos acionistas. Através do mecanismo dos certificados de legitimação permite-se que os beneficiários efetivos dos valores mobiliários possam exercer diretamente os direitos dos acionistas, visando superar dificuldades que têm sido sentidas pelos investidores que gostariam de exercer diretamente o direito de voto nas assembleias gerais de sociedades cotadas nacionais, em alternativa à sua representação pelos bancos custodiantes.

Não obstante a abrangência da revisão do CVM em curso, já se perspetiva a transposição da CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*), que se espera venha a acontecer até 31 de dezembro de 2022, com vista a assegurar a sua aplicação a partir de 1 de janeiro de 2023.

FONTES

1. DIPLOMAS NACIONAIS

Decreto-Lei n.º 298/98, de 31 de dezembro;
Lei n.º 28/2009, de 19 de junho,
Lei n.º 147/2015, de 9 de setembro;
Avisos do Banco de Portugal n.º 5/2010 e n.º 10/2011, de 9 de janeiro,
Norma Regulamentar do Instituto de Seguros de Portugal n.º 5/2010-R de 1 de Abril,
Regulamento da CMVM n.º 4/2013 – Governo das Sociedades, pontos 66 a 84;
Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades de 2013 – CGS, ponto III (Remuneração);
Lei n.º 50/2020 de 25 de agosto;
Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.ª de 14 de maio de 2021.

2. DIREITO EUROPEU

Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de julho de 2007, relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas, publicada no JOUE L-184 em 14 de julho de 2007;
Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo, publicada no JOUE L-132 de 20 de maio de 2017;
Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho de 2002, relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade, JO L243 DE 11.09.2002;
Livro Verde da Comissão Europeia, *O governo das sociedades nas instituições financeiras e as políticas de remuneração*, de 2 de junho de 2010;
Comunicação da Comissão Europeia, *Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades – um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e sustentabilidade das empresas*, 12 de dezembro de 2012;
Enriques, Luca, “Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)”, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper n.º 267/2014, Outubro de 2014;
Michael Ryngaert e Shawn Thomas, “Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effects”, in SSRN Electronic Journal, 2007, pp. 6-7;
Böckli, Peter, aa.vv “Shareholder engagement and identification”, em *European Company Law Experts Paper*, Fevereiro de 2015;
Reynisson, Kristinn Már, “Related Party Transactions: Analysis of Proposed Art. 9c of Shareholders’ Rights Directive”, *European Company Law*, 13, no. 5, 2016;
Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE, OCDE, 2016, disponíveis em http://www.oecdilibrary.org/governance/principiosdegovernodassociedadesdog20ocde_9789264259195-pt,

3. DIREITO COMPARADO

De Luca, Nicola, “Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e proprietà nascosta di azioni”, *Rivista di diritto societario*, 2010/2;
Chiu, Irish H-Y, “Learning from the UK in the Proposed Shareholders’ Rights Directive 2014? European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective”, *Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft*, 114, Novembro de 2014;
Johnston, Andrew, Morrow, Paige, “Commentary on the Shareholders Rights Directive”, University of Oslo Faculty of Law Legal Studies, Research Paper Series no. 2014-41.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Câmara, P. (2010). "Say on Pay": O dever de apreciação da política remuneratória pela assembleia geral. In *in Revista de Concorrência e Regulação*, n.º 2 (pp. 1–24).
- CMVM. (2021). *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários - 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários* (Almedina, ed.).
- Cordeiro, A. M. (2010a). Novas regras sobre assembleias gerais: a reforma de 2010. In *RDS II, Vol 1/2*, (pp. 11–33). Retrieved from <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas>
- Cordeiro, A. M. (2010b). O CSC e a reforma de 2010: gralhas, lapsos, erros e retificações. In *RDS II, Vol 3/4* (pp. 509–528). Retrieved from <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas>
- Cravo, L. A. (2017). Publicação da alteração à Diretiva dos Direitos dos Acionistas de Sociedades Cotadas [Diretiva (UE) 2017/828]. In *RDS IX, Vol 3*, (Vol. 3, pp. 729–731). Retrieved from <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas>
- da Silva, B. C. (2019). Negócios com partes relacionadas : mecanismos de limitação e o interesse da sociedade. In *RDS XI, Vol 2*, (Vol. 2, pp. 353–394). Retrieved from <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas>
- Dias, R. P. (2020). Transações com partes relacionadas , remunerações , sustentabilidade : a transposição da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II e a revisão de 2020 do Código de Governo das Sociedades do IPCG. In *DSR, ano 12, vol. 24*. (Vol. 24, pp. 57–77).
- Duarte, R. P. (2017). *As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas*. Governance Lab - Almedina.
- Europeia, J. O. da U. (2007). *DIRETIVA 2007/36/CE de 11 de julho de 2007* (pp. 17–24). pp. 17–24.
- Ferreira Gomes, J. (2009). Conflito de interesse entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador. In *Conflito de interesses no direito societário e financeiro*.
- Ferreira, J. (2014). Proxy advisors, os consultores em matéria de votação. In *A Designação de Administradores, AAVV, 2015*. Governance Lab - Almedina.
- Figueiredo, A. (n.d.). *Titularidade indireta de ações e exercício de direitos de voto*.
- Gomes, Jose Ferreira. (2009). Os Deveres de Informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Lei n.ºs 158/2009 e 185/2009. In *Revista de direito das sociedades* (Vol. 3).
- Gomes, José Ferreira. (2018). *A nulidade do negócio jurídico por contrariedade à lei (artigos 294º e 280º/1 CC): normas de conduta v. normas de validade*.
- Gomes, José Ferreira, & Rolo, A. G. (2020). Análise crítica da transposição da Diretriz dos Direitos dos Acionistas II : em especial, aproximação da sociedade aos acionistas e transações com partes relacionadas. In *RDS XI, Vol 3-4*, (pp. 701–733). Retrieved from <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas>
- Lopes, J. dias. (2013). Governo da sociedade anónima e negócios com acionistas de controlo. In *RDS V, Vol. 1 -2*, (pp. 77–165). Retrieved from <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas>
- Pereira de Almeida, A. (2013). *As Sociedades Comerciais, Vol I* (7ª Edição; C. Editora, Ed.).
- Perestrelo de Oliveira, A. (2017). *Manual de Governo das Sociedades* (2017 Almedina, Coimbra, Ed.).
- Perez, M. A. (2019). Governo das Sociedades e Sustentabilidade. In *Working Paper No. 2/2020 - Governance Lab*. Retrieved from www.governancelab.org
- Pinto, A. M. (2017). *Controlo das transações com partes relacionadas, nas sociedades comerciais*.
- Rolo, A. G. (2017). As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição. In *RDS IX, Vol 3* (Vol. 3, pp. 557–585). Retrieved from <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas>