



Universidade do Porto
Faculdade de Direito

Mariana Rosas Rebelo Megre Sarmiento

As acções sem valor nominal - riscos associados a que os accionistas minoritários estão expostos, face ao regime jurídico português

Mestrado em Direito - Ciências Jurídico-Privatísticas

Trabalho realizado sob a orientação de
Prof. Doutor Paulo de Tarso Domingues

16 de Julho de 2011

Agradecimentos

Ao Senhor Professor Doutor Paulo de Tarso Domingues pela disponibilidade, prontidão e clareza com que respondeu às minhas dúvidas e, acima de tudo, pela confiança e estímulo decisivos para a realização deste trabalho.

À Telles de Abreu e Associados pelas condições proporcionadas, que tornaram possível a realização deste trabalho. Ao Luís Telles de Abreu pela sua Amizade. Ao Carlos Lucena pela exigência e conhecimentos transmitidos, pela motivação e pelo empenho em tornar-me um boa advogada. Ao Francisco Espregueira Mendes pela constante preocupação comigo e com a qualidade do meu estágio.

Aos Senhores Professor Doutor Pestana de Vasconcelos e Professora Rute Teixeira Pedro, através dos quais comecei a gostar de Direito, e pela ajuda que me deram, a qual superou todas as minhas expectativas.

À minha família por todos os dias me faz sentir uma enorme privilegiada. À minha Mãe pelas horas que passou a ouvir, atenta e interessadamente, matérias de Direito. Ao meu Pai pelo exemplo que é e por acreditar tanto em mim. À Ana, ao António e ao Luís pelos óptimos momentos de distração que me proporcionaram ao longo da elaboração deste trabalho.

À Pipoca, à Rita, à Teté e à Madalena pela amizade inextinguível e pelo acompanhamento tão próximo em mais uma etapa da minha vida.

Ao Miguel Barbosa pelos sábios conselhos e pelas horas perdidas a ler este trabalho e a discutir as dúvidas que me iam surgindo.

Às minhas companheiras e amigas de sala Maria João, Luísa e Sílvia por tornarem o meu dia-a-dia tão descontraído e divertido e por não poderem ser melhores colegas.

INDICE

Abreviaturas e Siglas	4
Resumo / Abstract	5
Introdução	6
1. Noção.....	7
2. Evolução histórica	7
3. Classificação das acções sem valor nominal	9
3.1. Acções sem valor nominal impróprias e acções sem valor nominal próprias	9
3.2. “Acções quota” e “acções-parcela”	10
4. Valor nominal – algumas considerações	11
4.1. Análise das funções desempenhadas pelo valor nominal e da respectiva substituibilidade.....	11
4.2. Vantagens e desvantagens da ausência de valor nominal.....	14
5. Acções sem valor nominal no espaço europeu	15
5.1. A Segunda Directiva	15
5.2. Modelo alemão e modelo belga.....	16
6. As acções sem valor nominal no ordenamento jurídico português	18
6.1. Surgimento da figura	18
6.2. Regime jurídico	20
7. Riscos associados às acções sem valor nominal no ordenamento jurídico português - a desigualdade no tratamento dos sócios e a diluição das participações dos sócios antigos.....	26
8. Medidas destinadas a prevenir o risco de diluição das participações dos accionistas minoritários e o tratamento desigual dos accionistas	29
9. Mecanismos de reacção dos accionistas minoritários prejudicados	32
9.1. Quando são emitidas acções de categoria especial.....	32
9.2. Quando é executado um aumento de capital social em que o direito de preferência foi irregularmente suprimido	39
9.3. Quando é omitido o facto de a emissão importar a diluição das participações	42
10. Reforço dos deveres fiduciários	43
Conclusões.....	44
Bibliografia:.....	46

Abreviaturas e Siglas

Art.	Artigo
BMJ	Boletim do Ministério da Justiça
CC	Código Civil
C.Civ.	Código Civil
Cfr.	Confrontar
cit.	citado
CVM	Código dos Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
DSR	Direito das Sociedades em Revista
Ed.	Edição
IDET	Instituto do Direito das Empresas e do Trabalho
n.º	número
nt	nota
ob.	obra
OD	O Direito
p.	página
pp.	páginas
RDS	Revista de Direito das Sociedades
p.	Revised Model Business Corporation Act
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
ss.	seguintes
Vol.	Volume

Resumo / Abstract

Resumo:

No presente relatório-ensaio procede-se à análise do regime jurídico das acções sem valor nominal no ordenamento jurídico português e dos riscos associados a esta figura, sobretudo no que respeita aos accionistas minoritários. São também analisadas as medidas destinadas a prevenir os riscos comportados pelas acções sem valor nominal e os mecanismos de reacção a que os accionistas minoritários podem recorrer, sempre que sofrerem prejuízos em virtude da emissão deste tipo de acções.

Abstract:

In this test-report, it is analysed the Portuguese legal system of no par value shares and the risks related to them, mainly concerning the minority shareholders. It is also analysed the measures to prevent such risks and the reaction mechanisms that minority shareholders can have recourse, whenever they suffer damages due to this kind of shares issue.

As acções sem valor nominal - riscos associados a que os accionistas minoritários estão expostos, face ao regime jurídico português

Introdução

Neste trabalho, propomo-nos a tratar do tema das acções sem valor nominal no ordenamento jurídico português, focando a nossa análise nos riscos que as mesmas comportam para os accionistas minoritários.

A crise de 2007/2011 veio provocar o afundamento dos mercados mobiliários, criando um delicado problema no financiamento societário: as sociedades cujas acções estivessem cotadas abaixo do seu valor nominal, por muito saudáveis que fossem, não podiam recorrer ao mercado para fazer aumentos de capital, dado que as acções não podiam ser emitidas abaixo do par.¹ Acresce que a emissão das acções a um preço superior ao seu valor nominal tornaria a operação inexecutável, visto que os potenciais subscritores poderiam sempre adquirir as acções por um valor mais baixo no mercado.

Com efeito, a consagração das acções sem valor nominal trata-se de uma medida adoptada em resposta à crise financeira iniciada em 2007,² tendo como finalidade facilitar o financiamento das sociedades, quando a cotação das respectivas acções seja inferior ao respectivo valor nominal.

A forma como as acções sem valor nominal foram consagradas no nosso ordenamento jurídico permite, efectivamente, flexibilizar o financiamento das sociedades, através de capitais próprios, uma vez que permite que sejam emitidas acções por um valor inferior ao seu valor contabilístico³. No entanto, a esta vantagem correspondem riscos: o risco de tratamento desigual dos sócios e o risco da diluição das participações dos sócios antigos.

Optámos por analisar os riscos que as acções sem valor nominal comportam, exclusivamente, em relação aos accionistas minoritários (e não aos accionistas em geral) por entendermos que são eles que estão mais expostos àqueles e que, portanto, carecem de especiais atenção e tutela.

Na verdade, é comum verificar-se, nas sociedades anónimas, a existência de administradores que, ainda que informalmente, representam e tutelam os interesses dos

¹ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Acções sem valor nominal”, *in RDS*, ano 2 (2010), n.ºs 3/4, Almedina, Coimbra p. 500.

² Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, Coimbra, 2011, p. 16.

³ O valor contabilístico das acções é o valor que resulta da divisão do capital social pelo número total de acções da sociedade.

accionistas maioritários, desconsiderando e até mesmo prejudicando os accionistas minoritários.⁴

Deste modo, iremos analisar os referidos riscos, os respectivos mecanismos preventivos e ainda os meios de reacção a que os accionistas minoritários poderão recorrer, sempre que virem as suas participações sociais diluídas, por força da emissão de acções sem valor nominal.

Uma vez que as acções sem valor nominal foram consagradas muito recentemente no nosso ordenamento jurídico (foram introduzidas pelo Decreto-lei n.º 49/2010, de 19 de Maio), iremos iniciar o nosso trabalho com um enquadramento da figura, para tornar mais fácil a compreensão do seu regime e dos riscos que lhe estão associados.

1. Noção

As acções sem valor nominal definem-se como aquelas que não contêm valor nominal. O valor nominal é uma cifra, tendencialmente fixa, inscrita numa acção, ou a ela associada quando a acção seja escritural, e representa o preço mínimo de subscrição de cada valor mobiliário accionista. O valor nominal corresponde ao coeficiente entre o capital social e o número de acções emitidas.⁵

Assim, ao contrário das acções com valor nominal, as acções sem valor nominal não contêm a indicação do valor, tendencialmente imutável, que representa o valor mínimo pago, por cada accionista, pelas mesmas.

2. Evolução histórica

As acções sem valor nominal têm a sua origem nos E.U.A., tendo sido consagradas, pela primeira vez, na Lei do Estado de Nova Iorque, de 1912.⁶

Inicialmente, existiam apenas acções com valor nominal, sendo comum fixar-se um valor elevado. No entanto, o valor nominal elevado suscitava alguns problemas: dificuldades com a emissão e colocação de acções, quando o valor de mercado destas era inferior ao par; e dificuldades com a responsabilidade decorrente das *watered shares*.^{7 8}

⁴ Cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Responsabilidade Civil dos Gestores das Sociedades Comerciais”, in *DSR*, 2009, ano 1, vol. 1, Almedina, Coimbra, p. 16.

⁵ Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit., p. 19.

⁶ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, in *DSR*, 2010, ano 2, vol. 4, Almedina, Coimbra, p. 181 BALESS MANNING/ JAMES HANKS JR., *Legal Capital*, FOUNDATION PRESS, NEW YORK, 1990, pp. 29 e ss.

⁷ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 183.

A fim de evitar os problemas derivados das *watered shares*, nomeadamente a responsabilidade que daí poderia resultar para o accionista, cuja entrada havia sido sobrevalorizada, começou a recorrer-se às acções de valor nominal muito baixo (*low par stock*) – o valor nominal da participação estaria, assim, facilmente coberto pelo valor dos bens que integravam a entrada realizada pelo sócio. Simultaneamente, o recurso a acções de valor nominal baixo permitia uma grande liberdade na fixação do valor de emissão em posteriores aumentos de capital.⁹

O recurso às acções com valor nominal muito baixo levou a que as legislações viessem a consagrar as acções sem valor nominal. Na verdade, por um lado, entendia-se que não existiam grandes diferenças entre umas e outras e, por outro lado, defendia-se que as acções sem valor nominal apresentavam a vantagem de não permitir estabelecer qualquer relação entre o valor nominal e o valor real das acções ou entre o capital social e o património social.

As acções sem valor nominal introduzidas pela Lei de Nova Iorque de 1912, por estarem inseridas num sistema que mantinha a figura do capital social, não eram verdadeiras acções sem valor nominal. Com efeito, por se manter a figura do capital social, também em relação às acções sem valor nominal, cabia ao *Board of Directors* fixar o valor da entrada dos sócios a alocar a capital social.

Desta forma, à semelhança do sistema de acções com valor nominal baixo, em que os sócios eram responsáveis pelo valor nominal da sua participação, aquele sistema de acções sem valor nominal, os sócios eram responsáveis pelo valor alocado a capital. Desta forma, as acções sem valor nominal não resolviam o problema da responsabilidade derivada das *watered shares*. As diferenças entre estas duas modalidades de acções eram, assim, diminutas.

As verdadeiras acções sem valor nominal foram, finalmente, consagradas pelo *Califórnia Corporations Code*, de 1975, e pelo *Model Business Corporation Act* (MBCA), de 1980. Ao abolirem a figura do capital social, estes diplomas conduziram a que deixasse de ser feita qualquer referência àquela figura. Ressalve-se, no entanto, que o regime

⁸ Em sentido amplo, as *watered shares* abrangem todas as situações em que os sócios pagam pelas acções um valor inferior ao seu valor nominal e em sentido estrito consistem em entradas em espécie sobrevalorizadas, cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. pp. 183 e 184.

⁹ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 184.

consagrado não impede as sociedades de emitirem acções com valor nominal, simplesmente tal não terá relevância legal.¹⁰

Importa, por fim, salientar que os sistemas norte-americano e europeu são muito diferentes, sendo, por isso, difícil fazer algumas comparações, nomeadamente no que respeita ao tema das acções sem valor nominal.

No direito societário norte-americano as sociedades não valem pelo seu património, mas pela aptidão que têm de, no futuro, gerar resultados. Acresce que, as sociedades norte-americanas financiam-se, preferencialmente, no mercado de capitais, diferentemente das europeias que se financiam sobretudo junto da banca.

O especial dinamismo do mercado de capitais norte-americano, alicerçado em técnicas contabilísticas que visam as perspectivas de ganho e não do património existente, confere às sociedades uma flexibilidade diversa da verificada nas sociedades europeias. Tal permite-nos compreender que as ideias de capital e de valor nominal percam relevo no sistema norte-americano. Deve, ainda, ter-se presente a litigância norte americana, a qual sujeita os administradores a uma especial pressão jurídica.

Face ao exposto, para além de, como se referiu, tornar-se difícil fazer comparações de sistemas de acções sem valor nominal norte-americanos e europeus, é perigoso fazer transposições de regime, já que são sistemas que operam em universos muito distintos¹¹, com uma assimetria que implica a impossibilidade de retroversão de uma realidade para a outra.

3. Classificação das acções sem valor nominal

3.1. Acções sem valor nominal impróprias e acções sem valor nominal próprias

As acções sem valor nominal podem classificar-se como acções sem valor nominal próprias ou acções sem valor nominal impróprias.

As acções sem valor nominal impróprias inserem-se num sistema em que se mantém a figura do capital social, o qual é repartido por acções. Assim, por simples cálculo aritmético, é possível determinar o seu valor, a qualquer momento.

¹⁰ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 187 e BAILESS MANNING/ JAMES HANKS JR., *Legal Capital*, FOUNDATION PRESS, NEW YORK, 1990, pp. 176.

¹¹ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Acções sem valor nominal”, ob. cit., pp. 477 e 488.

As acções sem valor nominal impróprias acabam por ter um valor formal que resulta da divisão do capital social pelas acções emitidas.¹²

A admissão das acções sem valor nominal impróprias importa a adopção de um novo conceito de capital social, o capital social declarado (*stated capital*). Num sistema sem valor nominal, o capital social deixa de ser entendido como a soma do valor nominal das participações sociais e passa a corresponder ao valor declarado pela sociedade, dado que é a esta que cabe definir o valor que é levado a capital social¹³.

No que respeita às acções sem valor nominal próprias, para além de inexistir o valor nominal, não há qualquer referência ao capital social.

Na medida em que as acções sem valor nominal em sentido próprio se inserem num sistema em que não existe capital social e/ou não é possível estabelecer relação entre o capital e as acções, é impossível determinar o valor destas, através da divisão do capital social pelo número de acções existente.

As acções sem valor nominal próprias são emitidas de acordo com o decidido pela direcção da sociedade,¹⁴ não se verificando entraves à emissão de acções de acções abaixo do par. Assim, com esta modalidade de acções sem valor nominal consegue-se alcançar uma grande flexibilidade e maleabilidade no que respeita à flexibilidade no financiamento societário.

3.2. “Acções quota” e “acções-parcela”

As acções sem valor nominal podem ainda classificar-se como “acções quota” e “acções parcela”. As “acções de quota” são acções que, apesar de não conterem a indicação de uma quantia em dinheiro, acabam por indicar o seu valor através da referência da fracção/ percentagem que representam no capital social.

Nestas acções, apesar do valor nominal não ser indicado, o seu valor acaba por resultar do próprio título, já que este se determina por simples operação aritmética. Há, por isso, quem entenda que tal facto impede de dizer que as “acções de quota” são desprovidas de valor nominal.¹⁵

Refira-se, ainda, que as “acções de quota”, desde logo, por mencionarem a fracção do capital que representam, não permitem alcançar a flexibilidade pretendida com as acções

¹² Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Acções sem valor nominal”, ob. cit., p.503.

¹³ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 190. Nos EUA, esta competência cabe ao *Board of Directors*, entre nós esta é uma competência dos sócios, p. 190, nt n.º 50.

¹⁴ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Acções sem valor nominal”, ob. cit., p. 503.

¹⁵ Neste sentido *vide* J. G. Pinto Coelho, “Estudo sobre as acções de sociedades anónimas”, RLJ, anos 88.º e 89.º (1955-56 e 1956-57), p. 182.

sem valor nominal. Atente-se ao facto de estas implicarem a eliminação ou alteração dos títulos antigos, sempre que se verifique uma variação do valor do capital social e do número de acções.¹⁶

As acções-parcela, por sua vez, equivalem a um simples número ou determinada quantidade de acções, do universo previsto nos estatutos.¹⁷

Importa, por fim, salientar que as classificações referidas conjugam-se na medida em que as acções sem valor nominal impróprias tanto podem ser “acções de quota” como “acções-parcela”.¹⁸

4. Valor nominal – algumas considerações

4.1. Análise das funções desempenhadas pelo valor nominal e da respectiva substituibilidade

Ao valor nominal, juntamente com o capital social¹⁹, são atribuídas funções de organização e de financiamento.

Com a função de organização pretende-se traduzir a ideia de que o valor nominal desempenha um papel regulador dos direitos e deveres dos sócios, mas também um de protecção dos sócios e respectivos direitos, visando-se a igualdade de tratamento dos sócios.²⁰

Num sistema com valor nominal, os direitos e deveres dos sócios são fixados em função do valor nominal das respectivas participações sociais. Num sistema sem valor nominal, os direitos e deveres sociais têm como referência a percentagem de capital detida por cada sócio.²¹

Ainda que a função de determinação dos direitos e deveres corporativos dos sócios possa ser desempenhada por referência à percentagem de capital detida por cada sócio, é inegável que o valor nominal apresenta a vantagem de indicar imediatamente os direitos corporativos que lhe estão associados. Na verdade, não existindo valor nominal o sócio

¹⁶ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 180.

¹⁷ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Acções sem valor nominal”, ob. cit., p. 504.

¹⁸ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Acções sem valor nominal”, ob. cit., p. 504.

¹⁹ Ao capital social são ainda atribuídas funções externas de avaliação económica da sociedade e de garantia. Cfr. PEDRO MAIA, MARIA ELISABETE RAMOS, ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, PAULO DE TARSO DOMINGUES, J. M. COUTINHO DE ABREU, *Estudos de direito das sociedades*, 8.^a ed., Almedina, Coimbra, 2007, p. 190.

²⁰ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. pp. 191.

²¹ Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit., p. 21.

para determinar os seus direitos e deveres precisa de saber o número e o tipo de acções emitidas.

Não obstante, a vantagem da existência de valor nominal assume maior relevância, para as sociedades de pequena e média dimensão, dado que nestas sociedades o número de participações é reduzido e a regra da proporcionalidade prevista no n.º 1, do art.º 22, do CSC²² não é, geralmente, alterada. Nestas sociedades, o valor nominal permite, assim, determinar imediatamente a medida dos direitos corporativos de cada sócio, tornando o regime mais simples e transparente.

Nas sociedades de grande dimensão, em que o capital social e o número de participações são muito elevados, e a criação de diferentes categorias de acções com direitos distintos é mais frequente, a determinação dos direitos corporativos dos sócios, mesmo num sistema com o valor nominal, não é imediata, pelo que, nestas sociedades e quanto a esta função, a existência de valor nominal é, relativamente, indiferente.²³

É na função de tutela dos sócios e respectivos direitos que o valor nominal assume maior relevância. Através da fixação do valor nominal das participações sociais e da proibição da emissão abaixo do par visa-se assegurar que os sócios efectuem contribuições iguais, para que sejam titulares de participações sociais e direitos corporativos idênticos.

Deste modo, com o valor nominal assegura-se, tendencialmente²⁴, o princípio da igualdade de tratamento dos sócios.

Num sistema de acções sem valor nominal próprias, em que não existe capital social, a sociedade tem uma enorme liberdade para discricionariamente fixar o valor de emissão das novas acções, pelo que a regra da igual contribuição para direitos e participações idênticos é facilmente contornável. Veja-se que, neste sistema, é possível que novos sócios (ou mesmo sócios antigos) adquiram uma participação na sociedade, pagando, pela mesma, menos do que sócios antigos pagaram por uma participação idêntica.

Num sistema de acções sem valor nominal impróprias, a tutela dos sócios e respectivos direitos pode estar mais ou menos assegurada, consoante a forma como as acções sem valor nominal sejam consagradas.²⁵

²² Art.º 22.º, do CSC - *“Na falta de preceito especial ou convenção em contrário, os sócios participam nos lucros e nas perdas da sociedade segundo a proporção dos valores das respectivas participações no capital.”*

²³ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. pp. 192 e 193.

²⁴ Tendencialmente apenas, porque esta regra pode ser subvertida através da fixação de diferentes ágios para distintas subscrições de acções. Acresce que o valor nominal pode revelar-se um instrumento penalizador dos sócios investidores, em benefício de todos os outros. Tal sucederá quando o valor nominal das acções for superior ao respectivo valor real e nem todos os sócios participam no aumento do capital. Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. pp. 193 e ss e nt n.º 70.

É, no entanto, inegável que nos sistemas com valor nominal o princípio da igualdade de tratamento dos sócios está mais acautelado, o que constitui uma vantagem deste sistema.

Por fim, no que respeita à função de financiamento das sociedades, o valor nominal, acompanhado da proibição de emissão de acções abaixo do par, revela-se um instrumento totalmente ineficaz, apresentando graves inconvenientes, principalmente no que respeita ao financiamento das sociedades cotadas em Bolsa, quando o valor da cotação das acções seja inferior ao respectivo valor nominal. Na verdade, ninguém irá subscrever acções ao par, quando as pode adquirir por um preço inferior em Bolsa.²⁶

Já os sistemas de acções sem valor nominal facilitam o financiamento das sociedades através de capital próprio, ao permitirem colocar as acções no mercado pelo preço que, em cada momento, a sociedade considerar mais atractivo.

Concluindo, no que toca à função de financiamento das sociedades, o sistema sem valor nominal revela-se mais vantajoso, sobretudo para as sociedades abertas onde o valor nominal é ineficiente.²⁷

Tal como referimos em relação à função de tutela dos sócios e respectivos direitos, num sistema de acções sem valor nominal impróprias a maior ou menor flexibilidade no financiamento da sociedade depende da forma como as acções sem valor nominal sejam consagradas.

Face ao exposto podemos concluir que:

1. No que respeita à função de determinação dos direitos e deveres corporativos - nos sistemas sem valor nominal, o valor nominal é substituído pela referência à percentagem de capital detida por cada sócio; nas sociedades de pequena dimensão e de estrutura societária simples, o valor nominal revela-se um instrumento mais simples e transparente; no que respeita às sociedades de grande dimensão e estrutura societária complexa, em relação às quais, como veremos, a adopção de acções sem valor nominal é mais vantajosa, a existência de valor nominal é, no que respeita à função em análise, relativamente indiferente.

²⁵ Desenvolveremos o tema mais adiante, quando abordarmos a questão sobre a forma como a Segunda Directiva foi interpretada pelos ordenamentos jurídicos belga e alemão.

²⁶ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 194.

²⁷ Nas sociedades não cotadas não se levantam as mesmas dificuldades do que nas sociedades cotadas, na obtenção de financiamento, através de capital próprio, desde logo, porque não há um mercado onde o investidor possa adquirir as participações por um valor inferior àquele que é proposto pela sociedade. Por outro lado, porque, nas sociedades não cotadas, ao investidor importa sobretudo a posição relativa que passará a ocupar na sociedade, bem como a possibilidade de intervir na gestão, cfr. Cfr. “O capital social como entrave ao financiamento das sociedades. Os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?”, in *DSR*, 2009, ano 1, vol. 2, Almedina, Coimbra, pp. 179 e 180.

2. No que respeita à função de tutela dos sócios e respectivos direitos – o valor nominal permite assegurar, ainda que tendencialmente, o princípio da igualdade de tratamento dos sócios de forma mais eficaz do que nos sistemas sem valor nominal, onde este princípio é mais facilmente desrespeitado.

3. Por fim, no que respeita à função de financiamento, o valor nominal revela-se um instrumento ineficaz, sobretudo nas sociedades cotadas em Bolsa quando as acções estão cotadas abaixo do valor nominal.

4.2. Vantagens e desvantagens da ausência de valor nominal

I. Como supra referimos, as acções sem valor nominal apresentam a vantagem de facilitar o financiamento das sociedades através de capital próprio, ao permitirem colocar as acções no mercado pelo preço que, em cada momento, a sociedade considerar mais atractivo para os investidores.²⁸

Porém, esta vantagem de poder fixar diferentes valores de emissão comporta um risco acrescido de diluição das participações dos sócios. Na verdade, apesar de nos sistemas com valor nominal este risco também se verificar, os sócios sabem que as acções não podem ser emitidas por um valor inferior ao respectivo valor nominal, pelo que, neste sistema, o risco de diluição das participações sociais está mais acautelado.

Acresce que, num sistema de acções sem valor nominal, sobretudo próprias, o risco de subversão da regra da igualdade de tratamento dos sócios é maior. Com efeito, cabendo à sociedade a competência de fixar livremente o valor por que se emitem novas acções, facilmente se podem verificar contribuições não equitativas por parte dos sócios.²⁹

II. A ausência de valor nominal é vantajosa em operações de divisão ou de reagrupamento de acções. A realização do fraccionamento do número de acções (*stock splits*) deixa, num sistema sem valor nominal, de estar condicionada a números certos.

III. As acções sem valor nominal simplificam ainda o aumento do capital social por incorporação de reservas, uma vez que não obrigam ao aumento do valor nominal nem à emissão de novas acções. Acresce que nas operações de aumento e redução do capital social, em que sejam emitidas, extintas ou reagrupadas acções, as acções sem valor nominal apresentam a vantagem de não obrigar à substituição ou à carimbagem dos títulos.

²⁸ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 195.

²⁹ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 193.

Tais vantagens contribuem para uma redução de custos e para a maior agilização na emissão de acções.³⁰

IV. A supressão do valor nominal elimina, igualmente, um factor susceptível de induzir em erro os investidores, em relação ao valor de mercado das acções.^{31 32} O valor nominal dificilmente dá uma ideia economicamente apoiada do valor real da acção. É precisamente por isso que ele pode ser pernicioso: permite convencer os que não tiverem grandes conhecimentos sobre a real situação da sociedade que as acções têm um valor que efectivamente não têm, quando estiverem abaixo do par, ou indicando uma falta de valor na situação inversa.

Acresce que, na maioria dos casos, os sócios podem alterar, contratualmente, a correspondência entre os seus direitos e a participação que detêm no capital social.³³ Nestas hipóteses o valor nominal acaba por se revelar enganador.

Os sistemas sem valor nominal apresentam, desta forma, a vantagem de não ser possível relacionar o valor nominal e o valor real das acções.

5. Acções sem valor nominal no espaço europeu

5.1. A Segunda Directiva³⁴

As acções sem valor nominal já haviam sido consagradas nos ordenamentos jurídicos belga e luxemburguês³⁵, aquando da sua consagração, em 1977, pela Segunda Directiva sobre Sociedades.

A Segunda Directiva (aplicável apenas às sociedades anónimas) prevê, assim, a possibilidade dos Estados-membros consagrarem acções sem valor nominal nos respectivos ordenamentos jurídicos. No entanto, impõe a existência de um capital social fixo, pelo que as acções sem valor nominal que os Estados-membros podem consagrar são apenas acções sem valor nominal impróprias. Com efeito, através da divisão do capital

³⁰Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. pp. 115 e 116.

³¹ A este propósito, ALEMÁN LAÍN entende que os interesses estariam mais protegidos, através de um regime de informação do mercado de valores e de uma contabilidade que permitisse, enquanto instrumento informativo dos recursos próprios investidos na sociedade, uma valoração adequada do preço das acções, cfr. P. ALEMÁN LAÍN, *Función del valor nominal de las acciones. Una aproximación desde el derecho norteamericano*, Aranzadi, Navarra, 2003, p. 244 e ss.

³² Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. p. 26.

³³ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 191 nt n.º 57.

³⁴ Segunda Directiva sobre Sociedade – Directiva do Conselho n.º 77/91/CEE, de 13 de Dezembro de 1976, publicada no JO n.º L 36/1, de 31 de Janeiro de 1977.

³⁵ O ordenamento jurídico belga já admitia as “acções de quota”, desde 1913, cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 196, nt n.º 77.

social pelo número de acções, é possível determinar o valor nominal das acções, o qual corresponde ao que a Segunda Directiva designa por “valor contabilístico”³⁶.

Para além de impor a existência de um capital social fixo, a Segunda Directiva proíbe a emissão de acções por um valor inferior ao seu valor contabilístico (cfr. n.º 1, do art.º 8.º). Tal proibição torna-as, em comparação com o sistema de acções sem valor nominal próprias, um instrumento menos flexível no que respeita ao financiamento das sociedades através de capitais próprios.

A Segunda Directiva, em lado algum, procede a uma determinação concreta do que seja o valor contabilístico das acções, sendo tal tarefa remetida para o legislador interno de cada Estado-membro.³⁷

Ora, a forma como se interpreta e transpõe a norma constante no n.º 1, do art.º 8.º, da Segunda Directiva, relativa à proibição de emissão de acções abaixo do valor contabilístico, conduz a regimes totalmente diferentes, conforme se constata da análise comparativa dos regimes jurídicos alemão e belga. Na verdade, entender que o valor contabilístico refere-se a todas as acções emitidas pela sociedade ou, pelo contrário, apenas ao universo das acções emitidas numa concreta operação de aumento de capital, conduz a resultados muito diferentes.³⁸

5.2. Modelo alemão e modelo belga

No ordenamento jurídico alemão, o regime das acções sem valor nominal é pouco flexível, não se afastando muito do regime das acções com valor nominal.

O legislador alemão estabeleceu a proibição da emissão de acções sem valor nominal por um valor inferior ou superior ao valor contabilístico das acções já emitidas. Desta forma, o valor de emissão sempre o mesmo, não sendo possível fixar-se diferentes valores de emissão. O valor contabilístico das acções sem valor nominal apenas poderá ser alterado através de uma operação de redução do capital social ou de aumento do capital por incorporação de reservas.³⁹

³⁶ PAULO DE TARSO DOMINGUES entende que esta designação não é muito feliz e pode dar origem a confusões, uma vez que, entre os práticos (contabilistas e economistas) ela é geralmente utilizada para se aludir ao valor das participações sociais que resulta da contabilidade, e que se afere tendo em conta o valor do capital próprio ou da situação líquida da sociedade. O autor entende, por isso, que seria preferível a utilização de outra expressão: “valor fraccional”, conforme sugerido no Relatório *Winter*, “valor aritmético”, ou qualquer outra que permitisse claramente distingui-la daquele outro significado utilizado na prática contabilística. Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *As “As acções sem valor nominal”*, ob. cit. p. 198, nt n.º 89.

³⁷ Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. p. 32.

³⁸ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 200.

³⁹ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 201, nt n.º 101.

Face ao regime jurídico consagrado, não se pode dizer que o modelo alemão de acções sem valor nominal seja um instrumento capaz de agilizar e flexibilizar o financiamento societário, através de capital próprio.

Esclareça-se, no entanto, que no ordenamento jurídico alemão as acções sem valor nominal foram introduzidas aquando da adopção do euro, como forma de facilitar a conversão e adequação das acções à nova moeda.^{40 41}

Por sua vez, o legislador belga ao transpor a regra relativa à proibição de emissão de novas acções por valor inferior ao par contabilístico, considerou, não a totalidade das acções emitidas pela sociedade, como fez o legislador alemão, mas apenas as acções emitidas numa concreta operação de aumento de capital social. Tal interpretação permite emitir acções sem valor nominal por um valor diferente, nomeadamente inferior ao valor contabilístico das acções já emitidas pela sociedade.

Não há dúvidas que com este modelo se consegue alcançar uma maior flexibilidade no financiamento das sociedades. Porém, a possibilidade de emissão de novas acções por um valor inferior ao valor pelo qual as mesmas foram anteriormente emitidas, fragiliza o princípio da contribuição equitativa dos sócios, ao mesmo tempo que comporta um risco acrescido de diluição das participações sociais dos sócios.

Para diminuir esse risco, o legislador belga consagrou algumas medidas:⁴² (i) quando está em causa a emissão de acções abaixo do valor contabilístico, isso deve constar expressamente da ordem de trabalhos; (ii) a operação deve ser acompanhada de um relatório detalhado do conselho de administração, justificando o preço de emissão e as consequências que a operação implica para os accionistas, relatório esse que deve ser acompanhado de um outro, elaborado por um ROC, que ateste que as informações do conselho de administração são “fíeis e suficientes para esclarecer a assembleia geral”; e, (iii) a competência para o aumento de capital, através de emissão de acções abaixo do valor contabilístico das acções antigas, não pode ser delegada no conselho de administração.

A conformidade do modelo belga de acções sem valor nominal com a Segunda Directiva é questionável. Com o regime consagrado pelo legislador belga, pretende-se tão-somente assegurar que o montante do capital social ingressa efectivamente no património

⁴⁰ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 196 e 197.

⁴¹ A consagração das acções sem valor nominal permitiu ultrapassar com maior facilidade as dificuldades que as operações de arredondamento das participações sociais suscitavam, com a conversão para o euro, cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 197, nt n.º 82.

⁴² Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit., pp. 202 e 203.

social, ainda que o valor pago pelos subscritores seja inferior ao valor pago numa anterior emissão de acções.

Ora, se aquilo que, efectivamente, fundamenta a proibição constante no n.º 1, do art.º 8.º, da Segunda Directiva for, não só o princípio da exacta formação do capital social, mas também o princípio da contribuição equitativa dos sócios, então verificar-se-á a desconformidade do modelo belga com a Segunda Directiva, dado que o princípio da contribuição equitativa dos sócios não é acautelado neste modelo.

6. As acções sem valor nominal no ordenamento jurídico português

6.1. Surgimento da figura

Em 1998, aquando da adaptação ao euro, foi elaborado por PAULO CÂMARA um projecto de diploma que permitiria a introdução de acções sem valor nominal. O mesmo acabou, no entanto, por não ser aprovado pelo Governo de então.⁴³

O tema voltou a surgir uma década mais tarde, com a crise financeira internacional iniciada em 2007, a qual tem causado às empresas nacionais agudas necessidades de financiamento.⁴⁴

A crise de 2007/2011 veio provocar o afundamento dos mercados mobiliários. Empresas saudáveis viram as cotações das suas acções cair vertiginosamente, quedando-se abaixo do seu valor nominal. Criou-se, então, um delicado problema no financiamento societário: as sociedades cujas acções estivessem cotadas abaixo do seu valor nominal, por muito saudáveis que fossem, não podiam recorrer ao mercado para fazer aumentos de capital, dado que as acções não podiam ser emitidas abaixo do par.⁴⁵ Por outro lado, a emissão das acções a um preço igual ou superior ao seu valor nominal tornaria a operação inexecutável, visto que os potenciais subscritores poderiam sempre adquirir as acções a um preço mais baixo no mercado.

Como reacção à crise financeira, surgiu o Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de Março, uma medida temporária (vigorou apenas até 31 de Dezembro de 2009) que estabeleceu mecanismos extraordinários de diminuição do valor nominal das acções de sociedades anónimas. Sendo o objecto deste diploma a diminuição do valor nominal das acções⁴⁶, o seu objectivo era o de superar as dificuldades de obtenção de financiamento, através de

⁴³ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Acções sem valor nominal”, ob. cit., p. 500.

⁴⁴ Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. pp. 10 e 16.

⁴⁵ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Acções sem valor nominal”, ob. cit., p. 500.

⁴⁶ Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. pp. 85 e 86.

capital próprio, por parte das sociedades, quando o valor da cotação das suas acções era inferior ao respectivo valor nominal.⁴⁷

O Decreto-Lei n.º 64/2009, aplicável apenas às sociedades anónimas, consagrou duas medidas de diminuição do valor nominal: (i) a redução do capital por diminuição do valor nominal das acções e (ii) a diminuição do valor nominal das acções sem redução do capital.

A primeira medida, prevista no art.º 2.º, impunha que uma importância igual ao montante da redução do capital social fosse levada a uma reserva especial. Verificando-se este pressuposto, a redução do capital deixava de ter como limite a situação líquida e os capitais mínimos da sociedade, previstos nos n.ºs 1 e 3, do art.º 95.º, do CSC.

O Decreto-Lei n.º 64/2009, no entanto, não esclarecia o modo de reutilização ou redução da reserva constituída, o que poderia revelar-se excessivamente penalizador para as sociedades.^{48 49}

A segunda medida, prevista no art.º 3.º, que permitia que as sociedades procedessem à diminuição do valor nominal das acções sem redução do capital social, estava confinada às sociedades cujas acções estivessem admitidas à negociação em mercado regulamentado. Esta operação estava sujeita a dois requisitos: (i) que o valor nominal antes da diminuição fosse igual ou inferior ao valor contabilístico das acções constante de balanço certificado pelo ROC da sociedade, que se reportasse a data não anterior a seis meses em relação à data da deliberação de diminuição do valor nominal; e (ii) que fosse simultaneamente deliberado, ou que tivesse sido prévia ou simultaneamente autorizado, um aumento de capital mediante novas entradas em numerário, no todo ou em parte, ficando a deliberação de redução condicionada à realização do aumento de capital.

O resultado alcançado por este diploma foi insatisfatório⁵⁰. Para tal resultado contribuíram: a obrigação, por tempo indeterminado, de constituir uma reserva especial de capital social, e a exigência de o valor nominal, antes da diminuição, ser igual ou inferior ao valor contabilístico das acções, facto que deixava de fora do seu âmbito de aplicação as sociedades mais afectadas pela crise, cujo valor nominal das acções estava abaixo do respectivo valor contabilístico.

⁴⁷ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “O capital social como entrave ao financiamento das sociedades. Os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?”, ob. cit., p. 181.

⁴⁸ Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. p. 91.

⁴⁹ PAULO DE TARSO DOMINGUES entendia que, por isso, a esta reserva especial deveria ser aplicável o regime previsto para a reserva legal, cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES “O capital social como entrave ao financiamento das sociedades. Os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?”, ob. cit., p. 188.

⁵⁰ Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. p. 97.

Esta medida revelou-se, assim, um fracasso, não havendo notícia de nenhuma operação realizada ao abrigo do regime por si estabelecido. Contudo, veio abrir a porta a uma alteração mais estruturada do CSC, que acabou por ser introduzida pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio⁵¹.

A admissão das acções sem valor nominal foi, finalmente, introduzida pelo referido Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio. Este diploma surgiu também como medida legislativa adoptada em resposta à crise financeira internacional iniciada em 2007.⁵²

A principal motivação que levou à consagração das acções sem valor nominal prende-se com as dificuldades por que estão a passar algumas das nossas maiores empresas e com a impossibilidade de estas se conseguirem financiar através do recurso ao mercado de capitais, por terem a cotação bolsista das suas acções inferior ao respectivo valor nominal.⁵³ O legislador pretendeu facilitar a realização de aumentos do capital social e, assim, eliminar desvantagens competitivas que as empresas nacionais pudessem enfrentar em relação às empresas sediadas noutros países⁵⁴.

A finalidade deste regime jurídico é, assim, essencialmente, flexibilizar o financiamento societário no mercado bolsista.

Portugal, tal como todos os Estados-membros, está sujeito ao regime fixado pela Segunda Directiva, o qual, como se referiu, impõe a existência de um capital social fixo. Deste modo, as acções sem valor nominal consagradas no nosso ordenamento jurídico, na medida em que continuam a ser alocadas a capital social, são acções sem valor nominal impróprias, sendo o seu valor contabilístico determinável a todo o tempo.

6.2. Regime jurídico

I. O Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio, deixou intocado o art.º 9.º, do CSC, o qual exige que do contrato social resulte o capital social, salvo nas sociedades em nome colectivo. Assim, e em conformidade com a Segunda Directiva, entre nós são admitidas apenas as acções sem valor nominal impróprias.

II. O CSC prevê que, nas sociedades anónimas, o contrato de sociedade deve exprimir o número de acções. Estas serão, assim, designadas pela quantidade e não pela percentagem do capital que exprimem, pelo que, podemos concluir que as acções sem

⁵¹ Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. p. 86.

⁵² Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. p. 16.

⁵³ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, "O regime das acções sem valor nominal: flexibilidade no financiamento societário e riscos associados", in *DSR*, I Congresso, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 68 e 69.

⁵⁴ Vide, Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio, publicado no Diário da República, 1.ª Série, n.º 97, 19 de Maio de 2010.

valor nominal consagradas no nosso ordenamento jurídico devem ser classificadas como acções-parcela.⁵⁵

III. A admissibilidade de acções sem valor nominal não torna a sua consagração obrigatória.⁵⁶ As sociedades podem, assim, optar livremente por um sistema de acções com valor nominal ou por um sistema de acções sem valor nominal. O que o nosso ordenamento não permite, tal como a generalidade dos ordenamentos jurídicos europeus, é a coexistência destes dois tipos de acções.^{57 58}

IV. O regime do capital social previsto no CSC, ressalvadas algumas particularidades, é inteiramente aplicável às sociedades que adoptam as acções sem valor nominal. Verifica-se, assim, uma comunhão do regime jurídico de acções com e sem valor nominal, em todos os aspectos que não pressuponham valor nominal.⁵⁹

V. A alínea b), do n.º 1, do art.º 44.º, do CVM obriga a que do registo das acções constem as características completas do valor mobiliário, designadamente o valor nominal ou percentual. Por sua vez, o n.º 1, do art.º 97.º, do CVM, obriga a que tal informação conste do título, sempre que os valores mobiliários sejam titulados.

Não obstante, PAULO CÂMARA entende que o valor percentual não constitui uma característica intrínseca da participação accionista, referindo que a lei concebe estas acções, não como acções com valor percentual, mas como acções sem valor nominal. O autor defende que deve entender-se que é a ausência de valor nominal accionista que define este tipo de acções, não tendo, por isso, nem o valor de emissão nem o valor percentual de constar no registo de emissão ou no título de cada acção.⁶⁰

VI. PAULO DE TARSO DOMINGUES entende que para a plena compreensão da figura das acções sem valor nominal, é necessário a correcta percepção de dois importantes conceitos do novo regime jurídico: o conceito de valor de emissão e o conceito de valor contabilístico, os quais substituem-se ao tradicional valor nominal das acções.⁶¹

⁵⁵ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Acções sem valor nominal”, ob. cit., p. 504.

⁵⁶ Na Austrália e no Canadá a adopção de acções sem valor nominal é obrigatória. *Vide*, PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. pp. 72 e ss.

⁵⁷ *Vide*, art.º 276º, n.º 2, do CSC.

⁵⁸ São, sobretudo, razões de ordem prática que justificam a proibição da coexistência de acções com e sem valor nominal, dado que se assim não fosse o regime tornar-se-ia muito complexo, cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. p. 105.

⁵⁹ Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. p. 105.

⁶⁰ Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. p. 116.

⁶¹ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 205.

Num sistema de acções sem valor nominal impróprias, cabe à sociedade fixar o valor das entradas que é levado ao capital social. O valor que é imputado a capital designa-se por valor de emissão.

O valor de emissão é o valor mínimo para a subscrição de acções, devendo ser, pelo menos, igual ao montante de capital social correspondentemente emitido (cfr. n.º 2, do art.º 25.º, do CSC).⁶² É proibida a emissão de acções sem valor nominal por um valor inferior ao seu valor de emissão (cfr. n.º 1, do art.º 298.º, do CSC). Com esta proibição visa-se assegurar que o capital social é integralmente realizado.⁶³

O valor de emissão “*equivale ao valor contabilístico daquela concreta emissão de acções*”, distinguindo-se, assim, do valor contabilístico, relativo à totalidade das acções emitidas pela sociedade.⁶⁴

Como se referiu, o valor mínimo das acções sem valor nominal é o seu valor de emissão, isto é, o valor que vai ser levado ao capital social. Este valor está, ainda, sujeito ao montante mínimo de 1 cêntimo (cfr. n.º 3, art.º 276.º, do CSC).

O nosso legislador interpretou a proibição da emissão de acções abaixo do par contabilístico, constante no art.º 8.º, da Segunda Directiva, de forma idêntica ao legislador belga, considerando apenas o universo de acções emitidas numa concreta operação de aumento de capital. Deste modo, as sociedades têm agora a possibilidade de emitir acções pelo valor que, a cada momento, considerarem mais atractivo para os investidores, o que facilita o seu financiamento através de capitais próprios.

A fixação de valores de emissão diferentes está prevista apenas para diferentes operações que incidam sobre o capital social. Numa mesma operação, o valor de emissão é obrigatoriamente igual para todas as acções emitidas.⁶⁵

Sempre que a emissão de acções for realizada a um valor de emissão inferior ao valor de emissão de acções anteriormente emitidas, deve o conselho de administração elaborar um relatório sobre o valor fixado e sobre as consequências financeiras da emissão para os accionistas.

Ao contrário do que resulta do Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio, o valor de emissão não desempenha uma função organizativa, pelo menos quando

⁶² O valor mínimo da entrada que cada sócio terá que realizar para subscrever a acção resulta da divisão do capital social pelo número de acções emitido. Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 206, nt n.º 125.

⁶³ Num sistema com valor nominal este desiderato é atingido através da proibição de emissão de acções abaixo do par.

⁶⁴ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 206, nt n.º 126.

⁶⁵ Só assim é possível assegurar o princípio fundamental de igualdade no tratamento entre os sócios. *Vide* neste sentido PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 208, nt n.º 134.

entendida como instrumento de determinação dos direitos e deveres corporativos dos sócios. Na verdade, se assim fosse, e atendendo ao facto de ser permitido fixar-se diferentes valores de emissão de acções, sócios com participações idênticas seriam titulares de diferentes direitos e obrigações sociais, o que não parece ser a solução pretendida, desde logo, porque a lei determina que todas as acções devem representar a mesma fracção do capital social (cfr. n.º 4, do art.º 276.º, do CSC).⁶⁶

A função organizatória, nomeadamente no que concerne à determinação dos direitos e obrigações corporativos dos sócios é, num sistema sem valor nominal, desempenhada pelo valor contabilístico, isto é, pelo valor que resulta da divisão do capital social pelo número total de acções emitidas. Deste modo, a medida dos direitos e deveres corporativos dos sócios é determinada em função do número de acções que cada um é titular e não em função do valor pago pelas mesmas. Ressalva-se a possibilidade prevista no art.º 24.º, do CSC, de serem atribuídos direitos especiais a determinadas categorias de acções. Assim, quando numa sociedade haja acções com diferentes valores de emissão, a diferença não releva nem para o voto, nem para a informação, nem para as quotas de liquidação⁶⁷, situações em que se atende ao valor contabilístico das acções.

Por fim, e ainda no que respeita aos conceitos de valor de emissão e valor contabilístico, nomeadamente à possibilidade de fixar diferentes valores de emissão, importa referir que, se bem compreendemos, PAULO CÂMARA tem um entendimento diferente. Na verdade, este autor diz que o valor de emissão é tendencialmente estável, dado que a sua variação só pode ocorrer por via do aumento ou redução do capital social, ou do agrupamento ou fraccionamento das acções. O autor refere que as sociedades cuja cotação esteja abaixo do valor de emissão ou ficam impedidas de proceder à emissão de acções ou deverão primeiro reduzir o capital social para o ajustar ao património da sociedade, para poder, posteriormente, proceder ao aumento do capital social. Mantém-se, deste modo, a necessidade do recurso às operações harmónio.⁶⁸

O autor justifica esta persistência de traços rígidos no regime societário através da articulação entre o regime de subscrição mínima por acção com a identidade de fracções representada em cada acção.⁶⁹

⁶⁶ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. pp. 209 e 210.

⁶⁷ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Acções sem valor nominal”, ob. cit., p. 507.

⁶⁸ Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. pp. 188, 113 e 127.

⁶⁹ Cfr. PAULO CÂMARA E ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, ob. cit. p. 112.

Parece-nos que esta posição não atende à diferença entre os conceitos de valor de emissão e valor contabilístico. Na verdade, tendo em consideração os referidos conceitos, entendemos que, por um lado, o facto de todas as acções representarem a mesma fracção no capital não as impede de serem emitidas por diferentes valores. Com efeito, parece-nos que o legislador ao estabelecer no n.º 3, do art.º 276.º, do CSC que todas as acções devem representar a mesma fracção no capital social, pretendeu que a participação dos accionistas na sociedade e respectivos direitos e deveres fossem determinados em função da quantidade de acções detidas, independentemente do valor por aquelas pago. Por outro lado, a emissão por diferentes valores não desrespeita, por si só, o dever de subscrição mínima por acção, o qual corresponde ao montante de capital correspondentemente emitido. Assim, se acções forem emitidas por um valor igual ao superior ao montante de capital correspondentemente emitido, o dever de subscrição mínima por acção, que visa assegurar que o capital é integralmente realizado, é devidamente respeitado. Entendemos ainda que se assim não fosse a norma constante do n.º 3, do art.º 298.º, do CSC, que impõe o dever do conselho de administração elaborar um relatório sobre o valor fixado e sobre as consequências da emissão para os accionistas, sempre que a emissão for realizada a um valor de emissão inferior ao valor de emissão de acções anteriormente emitidas, não faria sentido.

VI. Tal como nos sistemas com valor nominal, num sistema sem valor nominal o valor da entrada pode ser superior ao valor de emissão, sendo que a parte da entrada que excede o valor de emissão deve ser levada a ágio ou a prémio de emissão.

VII. No que respeita à competência para o aumento de capital, através da emissão de acções abaixo do valor contabilístico, o legislador português não foi tão longe quanto o legislador belga, ao não prever que este fosse da competência exclusiva dos sócios.

Em regra, a competência para deliberar um aumento do capital social cabe aos sócios. Tal regra justifica-se pela essencialidade que o capital social tem para os sócios, bem como pelas consequências que a sua alteração pode implicar para estes.

Por se reconhecer que o regime do aumento do capital social nem sempre é adequado às necessidades urgentes de financiamento ou ao aproveitamento das eventuais condições favoráveis do mercado de capitais, foi consagrada, em alguns ordenamentos jurídicos europeus (entre os quais Portugal), a figura do capital social autorizado. Este instituto

permite aos sócios autorizar o conselho de administração a deliberar a realização de operações de aumento de capital.⁷⁰

Entre nós, o conselho de administração só pode deliberar um aumento do capital social quando tal competência conste do contrato de sociedade. Esta competência está sujeita não só aos limites que resultem do pacto social, mas também aos limites impostos por lei.^{71 72}

No aumento de capital social autorizado, a lei prevê expressamente que a competência para suprimir o direito de preferência mantém-se da competência exclusiva dos sócios. Ora, a lei não prevê solução idêntica para a emissão de acções abaixo do valor contabilístico, o que permite admitir que o conselho de administração pode proceder ao aumento de capital social (quando autorizado), através da emissão de acções a um valor inferior ao valor de emissão de acções anteriormente emitidas.

A este respeito, PAULO DE TARSO DOMINGUES entende que, no caso de aumento de capital autorizado, não deve ser possível ao órgão de administração fixar um valor de emissão inferior ao valor contabilístico, permanecendo essa competência exclusivamente entregue à colectividade dos sócios. Porquanto solução idêntica foi consagrada para a situação paralela da eliminação do direito de preferência, em que está, de igual modo, em causa o risco da diluição das participações dos sócios antigos.⁷³

Na verdade, o direito de preferência justifica-se não só porque permite assegurar a manutenção da posição relativa dos sócios na estrutura societária, mas também porque evita ou compensa a diminuição do valor da participação social, que possa resultar da operação de aumento do capital social. Com efeito, se o valor de emissão das novas participações for inferior ao valor real das mesmas, o accionista sofrerá uma perda patrimonial, que poderá ser eliminada ou atenuada pelo direito de preferência, seja através da subscrição proporcional do aumento por parte do sócio seja mediante a alienação deste direito (que lhe permitirá compensar a perda patrimonial sofrida).⁷⁴

Conclusão, prevendo a lei que a competência para limitar ou suprimir o direito de preferência no aumento de capital social autorizado é da assembleia geral e, sendo um dos

⁷⁰ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, ob. cit., p. 397.

⁷¹ Da lei resultam limites quantitativos, limites temporais e limites qualitativos: o contrato deve limitar o limite máximo do aumento que o conselho de administração fica autorizado a deliberar; a autorização deve fixar o prazo durante o qual o conselho de administração pode exercer tal poder. Este prazo não pode ser superior a 5 anos, mas pode ser renovado por deliberação dos sócios; e, por fim, a autorização apenas pode respeitar a aumentos de capital por novas entradas em dinheiro. Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 399 e ss.

⁷² Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, ob. cit., pp. 399 e ss.

⁷³ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit., p. 209.

⁷⁴ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, ob. cit., pp.462 e 463.

fundamentos do direito de preferência evitar ou compensar a diluição das participações dos sócios, concordamos com o entendimento de PAULO DE TARSO DOMINGUES, segundo o qual, no caso de aumento de capital autorizado, não deve ser possível ao órgão de administração fixar um valor de emissão inferior ao valor de emissão de acções anteriormente emitidas, por estar igualmente em causa o risco de diluição das participações dos sócios antigos.

VIII. Por fim refira-se que as sociedades, se o pretenderem, podem converter as acções com valor nominal em acções sem valor nominal.

Na medida em que tal operação implica uma alteração dos estatutos, trata-se de uma operação da competência exclusiva dos sócios (cfr. n.º 1, do art.º 85.º, do CSC). A deliberação de conversão deve ser aprovada pela maioria exigida para a alteração dos estatutos.⁷⁵

Se os sócios não pretenderem alterar o valor contabilístico das acções em relação ao anterior valor nominal, basta que deliberem que o capital social passa a estar representado pelo mesmo número de acções, mas que estas deixam de ter valor nominal.

7. Riscos associados às acções sem valor nominal no ordenamento jurídico português - a desigualdade no tratamento dos sócios e a diluição das participações dos sócios antigos

Como já referimos, a adopção de acções sem valor nominal, tal como foram consagradas no nosso ordenamento jurídico, permite flexibilizar o financiamento das sociedades, através do recurso a capitais próprios.

As acções sem valor nominal são vantajosas sobretudo para as sociedades cujas acções, admitidas à negociação em mercado regulamentado, estão cotadas abaixo do respectivo valor nominal. Para estas sociedades, o valor nominal revela-se um enorme obstáculo, dado que, pretendendo financiar-se através de capitais próprios, estas sociedades têm que recorrer à operação acordeão⁷⁶. Ora, a operação acordeão é onerosa e complexa e poderá ser de difícil exequibilidade por força da resistência que os sócios possam exercer, uma vez

⁷⁵ Nas sociedades anónimas, é exigida a maioria de dois terços dos votos emitidos (cfr. n.º 3, do art.º 386.º, do CSC), sendo que em primeira convocação, para a deliberação ser válida, devem estar presentes ou representados accionistas que detenham, pelo menos, acções correspondentes a um terço do capital social (cfr. n.º 2, do art.º 383.º, do CSC).

⁷⁶ Seria, assim, necessário reduzir o capital social, mediante a redução do valor nominal das acções para um valor inferior ao da cotação bolsista, de forma a permitir o recurso posterior a um aumento do capital, através da colocação das novas acções em bolsa. Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 195, nt n.º 72.

que poderão ter dificuldade em aceitar o prejuízo sofrido pela sociedade e a diminuição do valor nominal das suas participações.⁷⁷

A admissão das acções sem valor nominal, com o regime que entre nós lhes foi traçado veio, assim, permitir a almejada flexibilização no financiamento das sociedades, sobretudo das sociedades cotadas em Bolsa.

Porém, esta flexibilidade no financiamento das sociedades, decorrente da enorme liberdade que as sociedades têm para fixar o valor por que se emitem as novas acções, comporta riscos: por um lado, facilita a possibilidade de contribuições não equitativas, caso em que o princípio da igualdade no tratamento dos sócios é desrespeitado e, por outro lado, agrava o risco da diluição das participações dos sócios antigos.

No que respeita ao risco de tratamento desigual dos sócios, atente-se ao facto de, neste sistema sem valor nominal, um sócio poder adquirir, pelo mesmo valor, um número maior de acções do que um outro sócio adquiriu anteriormente.

Com este regime podem, assim, verificar-se situações em que os sócios, efectuando contribuições idênticas, recebem um número diferente de acções.

Acresce que, uma vez que os direitos e deveres corporativos se determinam em função do valor contabilístico e não em função do valor de emissão, dois sócios, apesar de terem feito contribuições idênticas para a sociedade, poderão ter direitos e deveres diferentes.⁷⁸

A possibilidade das acções sem valor nominal serem emitidas por diferentes valores agrava ainda o risco de diluição das participações dos sócios antigos, isto é, o risco da desvalorização das suas participações sociais⁷⁹.

Este risco também se verifica nos sistemas com valor nominal, no entanto, o mesmo é menor. Desde logo, porque o valor de emissão das acções tem como limite mínimo o valor nominal, e assim as acções não poderão ser emitidas por um valor inferior a este.

Nos sistemas sem valor nominal, uma vez que cabe à sociedade fixar, com grande liberdade, o valor das entradas que é levado ao capital social (o designado valor de

⁷⁷ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 195, nt n.º 72.

⁷⁸ Nos sistemas com valor nominal o risco de tratamento desigual dos sócios também existe, dado que é possível a fixação de diferentes ágios para distintas subscrições de acções, no entanto, os sócios sabem que as acções nunca poderão ser emitidas abaixo de um determinado valor (o valor nominal), pelo que, nestes sistemas consegue-se uma maior igualdade de tratamento dos sócios.

⁷⁹ Falamos em risco agravado porque este também se coloca, em termos não muito diferentes, nos sistemas com valor nominal. Também nestes sistemas pode haver uma diluição da participação dos antigos accionistas se, numa nova emissão de acções, o preço de subscrição, ainda que superior ao valor nominal, seja inferior ao valor real das acções existentes. Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, “As acções sem valor nominal”, ob. cit. p. 193, nt n.º 67.

emissão), este risco é muito mais elevado.⁸⁰ Com efeito, o subscritor das acções emitidas a um valor inferior ao de acções anteriormente emitidas pode, formalmente, receber um prémio à custa dos seus antecessores, sempre que o valor de emissão for inferior ao valor de real das acções; o subscritor poupa a diferença dos valores de emissão e adquire iguais direitos.⁸¹

Importa, no entanto, salientar que, por um lado, as diferentes contribuições dos sócios para iguais direitos (em diferentes operações) nem sempre serão injustas e, por outro lado, a emissão de acções por um valor inferior ao valor de emissão anteriormente emitido não importa necessariamente a diluição das participações dos sócios. Veja-se que, se as novas acções forem emitidas por um valor igual ou superior ao respectivo valor real, ainda que este seja inferior ao valor pelo qual as acções foram anteriormente emitidas, não se verificará nenhum prejuízo para os sócios antigos. Na verdade, os sócios não verão as suas acções desvalorizadas⁸². Nesta hipótese, é possível aumentar o capital social com recurso a emissões mais realistas, o que será vantajoso para todos, sem atingir direitos.⁸³

Concluindo, se forem bem utilizadas, as acções sem valor nominal são vantajosas para todos (sociedade, sócios antigos e investidores), não se verificando nem injustiças no tratamento dos sócios nem a diluição das participações dos sócios antigos.

A liberdade na fixação do valor de emissão das acções pode, porém, nem sempre ser utilizada no interesse da sociedade e da colectividade dos sócios, mas sim para satisfazer os interesses egoísticos do(s) accionista(s) maioritário(s) ou de novos accionistas.

Frequentemente, nas sociedades abertas, os gestores (pelo menos grande parte deles) representam e tutelam informalmente os interesses dos accionistas maioritários, em detrimento dos accionistas pequenos e anónimos cujo peso relativo não é suficiente para conseguirem designar administradores da sua confiança. A experiência demonstra que, quando o órgão de administração é composto exclusivamente por administradores que representam informalmente os interesses dos accionistas maioritários, os accionistas pequenos, e mesmo a própria sociedade, correm sérios riscos de ser prejudicados.⁸⁴

Poderão, assim, verificar-se situações em que, para satisfazer os interesses egoísticos do(s) accionista(s) maioritário(s), quer de prejudicar os accionistas minoritários,

⁸⁰ Os limites ao valor de emissão das acções consistem apenas em ser, pelo menos, igual ao montante de capital social correspondentemente emitido e a ser de montante não inferior a 1 cêntimo.

⁸¹ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Acções sem valor nominal”, ob. cit., p. 507.

⁸² Os sócios poderão até ver as suas acções valorizadas se as novas acções forem emitidas por um valor superior ao seu valor real.

⁸³ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Acções sem valor nominal”, ob. cit., p. 507.

⁸⁴ Cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Responsabilidade Civil dos Gestores das Sociedades Comerciais”, ob. cit., p. 16.

quer de obter para si ou para terceiros vantagens especiais, em prejuízo daqueles, as acções são emitidas por um valor inferior não só ao valor anteriormente pago como também ao seu valor real.

Importa, assim, analisar as medidas destinadas a prevenir o risco de diluição das participações dos accionistas e os mecanismos de reacção a que estes podem recorrer.

Por entendermos que são sobretudo os accionistas minoritários que estão mais expostos ao risco de diluição das respectivas participações sociais e, por isso, os que mais carecem atenção e tutela, vamos incidir a nossa análise nos mesmos.

8. Medidas destinadas a prevenir o risco de diluição das participações dos accionistas minoritários e o tratamento desigual dos accionistas

Começaremos pelo direito de preferência. O direito de preferência dos sócios nos aumentos de capital por novas entradas em dinheiro visa, não só assegurar a manutenção das suas posições relativas na estrutura societária, mas também evitar ou compensar a diminuição do valor das suas participações sociais que possa resultar da operação de aumento do capital social.

Os accionistas podem eliminar ou atenuar a perda patrimonial resultante da emissão das novas acções por um valor inferior ao respectivo valor real, através, quer da subscrição proporcional do aumento, quer da alienação do seu direito de preferência.⁸⁵

Entre nós foi consagrado um modelo intermédio ou eclético do direito de preferência, quer isto dizer que o direito de preferência tem consagração legal imperativa, porém, permite-se que, verificados certos requisitos, o mesmo possa ser afastado pela sociedade.⁸⁶

Com efeito, para o direito de preferência poder ser suprimido é necessário que se observem requisitos de carácter formal e material. Os requisitos formais são: (i) a exclusão só poder ser decidida pela colectividade dos sócios; (ii) a deliberação ter de ser aprovada pela maioria exigida para o aumento do capital social e em separado de qualquer outra (iii) a deliberação ter de ser tomada na assembleia geral que delibere o aumento do capital social; (iv) a deliberação dever ser precedida de um relatório escrito, donde constem a justificação da proposta, o modo de atribuição das novas acções, as condições da sua liberação, o preço de emissão e os critérios determinados para a determinação deste preço.

⁸⁵ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, ob. cit., p. 463.

⁸⁶ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, ob. cit., p. 464.

A exclusão do direito de preferência impõe, ainda, a verificação de um requisito material, que consiste na necessidade da exclusão ser justificada pelo interesse social.

Podem, no entanto, verificar-se situações em que não exista qualquer deliberação dos sócios a suprimir o direito de preferência ou em que, por ter sido violado algum dos requisitos, formais ou material, a deliberação seja inválida, e o conselho de administração, ainda assim, dê execução a aumento do capital social.

Pode, ainda, levantar-se outro problema, que importa referir. O n.º 4, do art.º 458.º, do CSC prevê que, se o aumento de capital social consistir na emissão de acções iguais às de alguma categoria especial já existente, a preferência pertencerá, em primeiro lugar, aos titulares de acções dessa categoria, e só quanto às acções não subscritas por estes gozarão de preferência os outros accionistas.

Assim, os titulares de acções de outras categorias apenas poderão participar na emissão de novas acções de uma categoria especial se os titulares das acções desta categoria não as quiserem subscrever.⁸⁷

Ora, se não for aprovada uma deliberação que assegure um aumento proporcional das diferentes categorias de acções, poder-se-ão verificar abusos por parte dos sócios maioritários.⁸⁸ Veja-se, por exemplo, que numa sociedade, os accionistas maioritários detêm acções de uma categoria especial, da qual são os únicos titulares e deliberam proceder a um aumento de capital, através da emissão de acções pertencentes exclusivamente à referida categoria, sendo estas emitidas por um valor inferior ao seu valor real. Desta forma, os accionistas maioritários conseguem diluir as participações dos accionistas minoritários, dado que estes não podem exercer o seu direito de preferência na emissão destas acções.⁸⁹

Face ao exposto, podemos concluir que o direito de preferência, apesar de visar evitar ou compensar a diminuição do valor da participação social, não impede que a diluição das participações dos accionistas minoritários se venha a verificar.

Importa, agora, fazer referência ao mecanismo destinado a acautelar o risco de diluição das participações dos sócios introduzido pelo legislador, aquando da adopção das acções sem valor nominal.

⁸⁷ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, ob. cit., p. 485, nt n.º 1956.

⁸⁸ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, ob. cit., p. 486.

⁸⁹ OSÓRIO DE CASTRO entende que se for deliberado um aumento de capital, através da emissão de acções apenas de uma categoria especial, o referido aumento necessitará do consentimento individual de todos os sócios titulares de acções ordinárias, pois os direitos gerais inerentes às suas acções estaria a sofrer uma restrição adicional, sem a observância da regra da igualdade de tratamento. Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, ob. cit., p. 486, nt n.º 1957.

O nosso legislador, à semelhança do legislador belga, como forma de acautelar o risco de diluição das participações dos sócios antigos, estabeleceu a obrigação do conselho de administração elaborar um relatório sobre o valor fixado e sobre as consequências financeiras da emissão para os accionistas, sempre que a emissão de acções sem valor nominal for realizada a um valor de emissão inferior ao valor de emissão de acções anteriormente emitidas.

Ora, os administradores, instruídos pelos accionistas maioritários, cujos interesses representem, sabendo que os accionistas minoritários não podem ou não estão dispostos a participar no aumento do capital social, podem elaborar um relatório justificativo do valor de emissão inferior ao valor contabilístico e até mesmo inferior ao valor real das acções, o que importará a diluição das participações dos accionistas minoritários.

Ao contrário do modelo belga, o regime jurídico português não impõe que o relatório do conselho de administração seja acompanhado de um relatório de um ROC que ateste que as informações nele contidas são fiéis e suficientes para esclarecer a assembleia geral. Entendemos que a exigência de o relatório do conselho de administração ser acompanhado de um relatório de um ROC, sempre permitiria acautelar, com mais eficácia, o referido risco de diluição das participações dos accionistas minoritários.

Poderia pensar-se que, nesta hipótese, os accionistas minoritários estariam devidamente protegidos pelo direito de preferência, dado que, não podendo ou não pretendendo participar no aumento do capital, sempre poderiam alienar o seu direito de preferência.

No entanto, o direito de preferência, ainda que irregularmente, pode ser excluído.

Acresce que pode verificar-se a omissão do facto da emissão das novas acções pelo valor fixado importar a diluição das participações dos sócios. Assim, os accionistas minoritários, não podendo participar no aumento do capital e acreditando que a emissão das acções àquele valor não importa a diluição das suas participações sociais, podem entender que não há necessidade de alienar o seu direito de preferência. Nesta hipótese, os accionistas minoritários sofrem uma perda patrimonial decorrente da desvalorização das suas participações sociais, a qual não é compensada nem atenuada pela alienação do seu direito de preferência na subscrição das novas acções.

Em síntese, apesar do direito de preferência e do relatório do conselho de administração visarem acautelar o risco de diluição das participações dos sócios, os accionistas minoritários podem ver as suas acções desvalorizadas, nomeadamente por: (i) ser deliberado um aumento de capital social por emissão, a um valor inferior ao respectivo valor real, de acções iguais às de alguma categoria especial já existente, em que aqueles,

por não serem titulares de acções dessa categoria, não podem participar; (ii) ser executado um aumento de capital, através da emissão de acções a um valor inferior ao respectivo valor real, em que o direito de preferência foi irregularmente suprimido; (iii) o conselho de administração, por saber que os accionistas minoritários não irão participar no aumento do capital, omitir do relatório o facto de a emissão importar a diluição das participações sociais, como forma de evitar que os accionistas minoritários alienem o seu direito de preferência.

Importa, assim, analisar os mecanismos a que os accionistas minoritários poderão recorrer, sempre que virem as suas participações sociais diluídas.

9. Mecanismos de reacção dos accionistas minoritários prejudicados

9.1. Quando são emitidas acções de categoria especial

Vimos que uma das formas que os accionistas maioritários têm: (i) de prejudicar os accionistas minoritários (diluindo as suas participações sociais) ou (ii) de obterem vantagens especiais (adquirir novas acções por um valor inferior ao seu valor real e reforçar a sua posição no grémio societário), em prejuízo dos accionistas minoritários, é através da deliberação de aumento de capital, com a emissão de acções de uma categoria especial, em relação às quais os accionistas minoritários não gozem do direito de preferência.

Nesta hipótese, os accionistas minoritários podem recorrer à anulação da deliberação social abusiva, que aprovou tal aumento de capital social. A sentença que declarar nula ou anular uma deliberação será eficaz contra e favor de todos os sócios e órgãos da sociedade (cfr. n.º 1, art.º 61.º, do CSC).

Nas palavras de COUTINHO DE ABREU “*uma deliberação social é abusiva quando, sem violar específicas disposições da lei ou dos estatutos da sociedade, é susceptível de causar ao(s) sócio(s) minoritário(s) um dano – a que corresponde, ou uma não desvantagem, ou uma vantagem para o(s) sócio(s) maioritário(s), assim se contrariando o interesse social*”.⁹⁰

Nas deliberações abusivas pode verificar-se um de dois propósitos do(s) sócio(s) maioritário(s): (i) obter vantagens especiais para si ou para terceiros, em prejuízo da

⁹⁰ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Do abuso de direito*, Almedina, Coimbra, 1999, p. 136.

sociedade ou de outros sócios; (ii) prejudicar a sociedade ou os outros sócios (hipótese em que estaremos perante a designada deliberação emulativa).

Nos termos da alínea b), do n.º 1, do art.º 58.º, do CSC, uma deliberação é abusiva quando: (i) se verificar o propósito de um ou mais sócios de conseguirem, através do exercício do direito de voto, vantagens especiais para si ou para terceiros, em prejuízo da sociedade ou de outros sócios ou, simplesmente, de prejudicar aquela ou estes (independentemente de com a deliberação obterem vantagens). Terá, deste modo, que se verificar a existência de dolo⁹¹ dos sócios; (ii) for apropriada para satisfazer tal propósito; e, (iii) não se prove que a deliberação teria sido tomada sem os votos abusivos.

Importa, no entanto, salientar que o recurso à anulação da deliberação abusiva comporta duas dificuldades. A primeira prende-se com a avaliação dos votos que visaram o propósito abusivo. Na verdade, pode revelar-se difícil avaliar se cada um dos votos emitidos no sentido da deliberação abusiva visava ou não o propósito abusivo.⁹²

A segunda dificuldade tem que ver com a exigência de não ser provado que a deliberação teria sido tomada mesmo sem os votos abusivos. Com efeito, ainda que o sócio prejudicado consiga provar o propósito abusivo do(s) sócio(s) maioritário(s) e que a deliberação era apropriada a satisfazer tal fim, pode não conseguir anular a deliberação, se a sociedade provar que sem os votos abusivos, a deliberação teria sido, igualmente, aprovada.

Nos termos do n.º 3, do art.º 58.º, do CSC, os sócios que tenham formado a maioria em deliberação abusiva respondem solidariamente para com a sociedade ou para com os outros sócios pelos prejuízos causados.

Pode levantar-se a questão de saber se serão responsabilizados pelos prejuízos causados todos os sócios que formaram a maioria na deliberação abusiva ou se serão responsáveis apenas os sócios cujos votos estavam inquinados com o propósito abusivo.

⁹¹ De acordo com COUTINHO DE ABREU, basta que o dolo seja eventual, pelo que, o sócio que pretenda intentar a acção de anulabilidade apenas terá que provar que um ou mais sócios previam como possível a vantagem especial para si e/ou terceiros, ou o prejuízo da sociedade ou de outros sócios, e que não confiaram que tal efeito não se iria produzir. Este autor entende que o elemento subjectivo do dolo devia ser omitido do preceito em análise, uma vez que a sociedade é um mecanismo para todos os sócios obterem vantagens comuns. Entende, assim, que se a sociedade é utilizada para alguns sócios obterem vantagens especiais à custa de outros sócios ou da sociedade, ou para prejudicarem outros sócios ou a sociedade, a deliberação devia ser considerada abusiva e consequentemente anulável, independentemente de tal intenção existir. Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 3.ª ed., Almedina, Coimbra, 1999, p. 514 e J. M. COUTINHO DE ABREU, *Do abuso de direito*, ob. cit. p.125.

⁹² COUTINHO DE ABREU, atendendo (também) à dificuldade de avaliar individualmente os votos dentro do conjunto dos votos maioritários de que resulta a deliberação, considera que seria mais correcto determinar o destino da deliberação não pelo juízo que se faça do exercício de singulares direitos de voto, mas antes por um juízo objectivo-global das deliberações.

Em nossa opinião, esta disposição deve ser entendida no sentido de que só os sócios que votaram com o propósito abusivo devem responder pelos prejuízos causados à sociedade ou aos outros sócios⁹³. Na verdade, as deliberações abusivas são anuláveis por serem abusivas e não pelo simples facto de causarem prejuízos à sociedade ou a outros sócios. Veja-se que a lei exige que se verifique o propósito de obter vantagens especiais ou de causar prejuízos, para que a deliberação seja considerada abusiva. Exige-se, assim, um comportamento antijurídico, que não se verifica nos sócios que, apesar de contribuírem para formar a maioria, não têm qualquer propósito abusivo.

Acresce que, se para a deliberação ser anulável por ser abusiva é necessário que se verifique um propósito abusivo, não faz sentido que os sócios que tenham formado a maioria sem terem tal propósito sejam responsabilizados pelos prejuízos causados, quando não o seriam se não se tivesse verificado o propósito abusivo de outros sócios.

Na mesma acção pode ser pedida a anulação da deliberação e a indemnização aos sócios pelos prejuízos causados com o voto abusivo. A anulação judicial da deliberação não obsta ao pedido indemnizatório, uma vez que, aquando da sentença anulatória, podem já ter ocorrido danos. Também não obsta ao pedido indemnizatório a não anulação da deliberação em virtude desta não ter sido impugnada a tempo ou por se ter provado que sem os votos abusivos a deliberação não teria sido tomada.⁹⁴

A anulação da deliberação pode ser arguida pelo órgão de fiscalização⁹⁵ e por qualquer sócio que não tenha votado no sentido que fez vencimento nem posteriormente tenha aprovado a deliberação, expressa ou tacitamente (cfr. n.º 1, do art.º 59.º, do CSC).

O prazo para a proposição da acção de anulação é de 30 dias contados a partir: a) da data em que foi encerrada a assembleia geral; b) do 3.º dia subsequente à data do envio da acta por deliberação por voto escrito; c) da data em que o sócio teve conhecimento da deliberação se esta incidir sobre o assunto que não constava da convocatória.

O prazo para a proposição da acção de anulação é muito mais curto do que o prazo previsto no Código Civil (n.º 1, do art.º 287.º) para anulação do negócio jurídico. Tal

⁹³ Neste sentido *vide* J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, ob. cit. p. 522. O autor entende que atendendo à alínea b), do n.º 1, do art.º 58.º, do CSC que distingue, mesmo entre os votos da maioria, os abusivos dos não abusivos, apenas o votante ou os votantes abusivamente devem ser responsabilizados.

⁹⁴ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, ob. cit. p. 523.

⁹⁵ De acordo com COUTINHO DE ABREU, o facto de, no n.º 1, do art.º 59.º, do CSC, se dizer que a anulabilidade “pode” ser arguida pelo órgão de fiscalização não significa que ele não tenha nunca o dever de promover a anulação. De acordo com o autor, há situações de anulabilidade em que há-de concluir-se pelo ser dever do órgão de fiscalização propor acção anulatória. Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, ob. cit. pp. 527 e ss.

justifica-se com a necessidade de promover a rápida definição do destino da sociedade.⁹⁶ No entanto, pode revelar-se como um obstáculo à impugnação da deliberação, dado que findo o curto prazo para a propositura da acção de anulação o vício fica sanado.

Em síntese, o recurso à anulação da deliberação abusiva, apesar de ser um mecanismo a que os sócios minoritários podem recorrer quando vêm as suas participações abusivamente diluídas, nem sempre é apto à sua tutela. Na verdade, os sócios prejudicados podem não conseguir impugnar a deliberação, porque: (i) não intentaram a acção de anulação no curto prazo previsto; (ii) a sociedade pode demonstrar que sem os votos abusivos a deliberação teria sido tomada na mesma; ou (iii) os sócios podem não conseguir provar o propósito abusivo do(s) sócio(s) maioritário(s).

Nas duas primeiras hipóteses, os accionistas minoritários prejudicados podem ainda, como vimos, responsabilizar civilmente os accionistas maioritários pelos prejuízos sofridos. Na última hipótese, naturalmente, tal não será possível.

Podem agora levantar-se a questão de saber se os accionistas minoritários podem responsabilizar os administradores pelos prejuízos sofridos.⁹⁷ Na verdade, o conselho de administração, ao apresentar o relatório justificativo da emissão de acções a um valor inferior ao respectivo valor real, conduziu à desvalorização das participações dos accionistas minoritários.⁹⁸

Nos termos do art.º 79.º, do CSC, os administradores respondem, nos termos gerais, para com os sócios pelos danos que directamente lhes causarem no exercício das suas funções.⁹⁹ Saliente-se que responsáveis são os titulares do órgão de administração e não o próprio órgão. Assim, a mera circunstância de uma pessoa integrar o órgão de administração não é suficiente para a sua responsabilização.¹⁰⁰

O referido artigo remete a responsabilidade dos administradores para o regime geral da responsabilidade civil. Por outro lado, os administradores não respondem por todo e

⁹⁶ Cfr. PEDRO MAIA, MARIA ELISABETE RAMOS, ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, PAULO DE TARSO DOMINGUES, J. M. COUTINHO DE ABREU, *Estudos de direito das sociedades*, ob. cit., p. 267.

⁹⁷ Tal hipótese assume especial importância quando os accionistas minoritários não conseguirem provar o propósito abusivo dos accionistas maioritários e com isso não conseguirem nem anular a deliberação nem responsabilizar os accionistas maioritários.

⁹⁸ No direito societário norte-americano, o RMBA reconhece o problema que a emissão de acções por um valor muito baixo suscita, referindo que “o preço pelo qual as acções são emitidas é um tema que respeita primordialmente aos accionistas, cujas acções podem ser diluídas, se as acções forem emitidas por um preço irrazoavelmente abaixo, cfr. BAILESS MANNING/ JAMES HANKS JR., *Legal Capital*, ob. cit. p. 181.

⁹⁹ Uma vez que a responsabilidade dos administradores resulta de factos praticados no exercício das suas funções, pode dizer-se que aquela é uma responsabilidade “orgânica”, cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, IDET, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, p. 84.

¹⁰⁰ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU/ ELISABETE RAMOS, “Responsabilidade Civil de Administradores e de sócios controladores”, *IDET – Miscelâneas*, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2004, p. 13.

qualquer dano causado aos sócios, mas apenas pelos danos que directamente lhes causarem no exercício das suas funções.

Assim, para efeitos de responsabilidade dos administradores para com os accionistas não relevam os danos sofridos pela sociedade e que indirectamente prejudiquem os sócios, mas apenas os danos que incidam directamente sobre o património destes.¹⁰¹

No caso em análise, os administradores, no exercício das suas funções, elaboram um relatório justificativo do valor de emissão das acções (pertencentes a categoria especial) inferior ao valor real das mesmas, valor esse que implica a diluição das participações dos accionistas minoritários. Verifica-se, deste modo, a existência de um dano directamente provocado no património dos sócios e praticado no exercício das funções dos administradores.

É também pressuposto da responsabilidade civil a ilicitude. Ora, a conduta dos administradores será ilícita quando estes: (i) violarem direitos absolutos; (ii) incumprirem normas legais de protecção; ou (iii) violarem deveres jurídicos específicos.

No presente caso, os administradores apresentam o relatório justificativo do valor da emissão, em representação dos interesses egoísticos dos sócios maioritários e não da colectividade dos sócios, os quais implicam um prejuízo dos sócios minoritários. Verifica-se, por isso, um tratamento desigual entre os sócios o qual não é justificado pelo interesse social¹⁰² ao qual os administradores se encontram vinculados.

O art.º 64.º, do CSC estabelece os deveres legais gerais do administrador: o dever de cuidado e o dever de lealdade. Segundo COUTINHO DE ABREU, o primeiro dever consiste na aplicação nas actividades de organização, decisão e controlo societários, pelos administradores, do tempo, esforço e conhecimento requeridos pela natureza das funções, competências específicas e as circunstâncias. O autor define, por sua vez, o segundo como o dever de os administradores terem em vista exclusivamente os interesses da sociedade e procurarem satisfazê-los, abstendo-se de promover o seu próprio interesse ou interesses alheios.¹⁰³

¹⁰¹ Podem, no entanto, verificar-se situações em que o acto dos administradores causa danos distintos à sociedade e aos sócios. Nesses casos haverá lugar tanto para acções sociais de responsabilidade como para acções individuais dos sócios.

¹⁰² COUTINHO DE ABREU define o interesse social como a relação entre a necessidade de todo o sócio enquanto tal na consecução do maior lucro e o meio julgado apto a satisfazê-la, cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Do abuso de direito*, ob. cit., p. 121.

¹⁰³ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, “Deveres de cuidado e de lealdade dos administradores e interesse social”, in *Reformas do Código das Sociedades*, IDET, Colóquios, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 19 e 22.

Estes deveres de cuidado e de lealdade traduzem-se em vários deveres objectivos de conduta cuja violação implica ilicitude, sendo por isso fundamento autónomo de responsabilidade civil.¹⁰⁴

Na alínea b), do n.º 1, do art.º 64.º, do CSC, o legislador estabeleceu que os administradores têm deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios. Os interesses dos sócios não de ser os interesses comuns a todos eles. Os administradores devem atender ao interesse social comum, não beneficiando uns sócios em detrimento dos outros.¹⁰⁵ Refira-se ainda que, por referência à lealdade, é proibida, aos administradores, a discriminação de accionistas, mantendo-se, pela positiva, um dever de neutralidade.¹⁰⁶

Agora, coloca-se a questão de saber se os administradores, beneficiando uns accionistas (o(s) maioritário(s)) em detrimento dos outros, podem ser responsabilizados pelos accionistas prejudicados, com fundamento na violação do dever de lealdade.

Vários autores entendem que os deveres de lealdade são para com a sociedade e não para com os sócios ou para os *stakeholders*.¹⁰⁷ Por outro lado, há quem entenda que a lealdade dimana da relação de confiança entre os sócios e o administrador, este enquanto gestor de um património alheio, e que a violação dos deveres de lealdade compõe o núcleo duro da responsabilidade dos membros de administração perante os accionistas.¹⁰⁸

Refira-se, ainda, que doutrina recente tem admitido que o art.º 64.º, do CSC pode ser fonte de responsabilidade dos administradores perante os sócios e outros terceiros, de acordo com o art.º 79.º, do CSC. O art.º 64.º é, assim, entendido por tais autores como uma norma legal de protecção dos sócios, dos credores e dos terceiros previstos na al. b), do n.º 1, do referido artigo.^{109 110}

¹⁰⁴ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, “Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social”, ob. cit. p. 30. Em sentido contrário, MENEZES CORDEIRO entende que os deveres de cuidado e de lealdade, previstos no art.º 64.º do CSC, são normas de conduta. Assim, quando violados terá que ser fazer apelo a outras regras para determinar uma eventual responsabilidade civil, cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades”, *ROA*, ano 66, vol. II, Setembro, 2006, Lisboa, pp. 484 e ss.

¹⁰⁵ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, “Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social”, ob. cit. p. 42.

¹⁰⁶ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “A Lealdade no Direito das Sociedades”, *ROA*, ano 66, vol. III, Dezembro, 2006, Lisboa, pp. 1059 e ss.

¹⁰⁷ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades”, ob. cit., p.476; Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, “Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social”, ob. cit. p. 45.

¹⁰⁸ Cfr. CATARINA PIRES CORDEIRO, “Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os accionistas no ordenamento jurídico português”, *OD*, ano 137.º, vol. 1, 2005 Almedina, pp.108 3 ss.

¹⁰⁹ Vide, MANUEL CARNEIRO DA FRADA, “A *business judgement rule* no quadro dos deveres gerais dos administradores”, *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais*, vol. III, Coimbra editora, 2007, pp.

É, ainda, pressuposto da responsabilidade civil a culpa.

Tem-se discutido qual a natureza da responsabilidade dos administradores perante os sócios.

De acordo com RAÚL VENTURA E BRITO CORREIA, relativamente às relações entre as sociedades e os respectivos administradores os sócios são terceiros, isto é, não são sujeitos dessas relações.¹¹¹

Não existe uma relação contratual entre os administradores e os accionistas. O contrato de sociedade não cria relações jurídicas entre os órgãos sociais e os sócios.¹¹²

Entende-se, assim, que a responsabilidade dos administradores perante os accionistas é uma responsabilidade extra-obrigacional, sujeita, por isso, ao regime previsto nos artigos 483.º e seguintes, do CCiv.¹¹³ Assim, é dos accionistas lesados o ónus da prova da culpa dos administradores.

Em síntese, verifica-se que a conduta dos administradores que agora analisamos provoca danos directamente aos accionistas e é praticada no exercício das suas funções, pelo que, os requisitos específicos do art.º 79.º, do CSC encontram-se preenchidos. Assim, se, por um lado, se entender que o art.º 64.º do CSC configura uma norma de protecção dos sócios e, por outro lado, os accionistas minoritários prejudicados provarem a culpa, os danos sofridos e o nexo de causalidade entre os danos e a conduta ilícita dos administradores, poderão ser por estes indemnizados.

O n.º 2, do art.º 79.º, do CSC remete para os artigos 72.º, n.ºs 2 a 6, 73.º e 74.º, n.º 1. Ora, tende-se entendido que a remissão para o n.º 2, do art.º 72.º (que prevê a exclusão da responsabilidade dos administradores quando estes tenham agido em termos informados, sem qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial) faz “*pouco ou nenhum sentido*”, porque, perante os sócios, os administradores não terão

223 e ss, P. PAIS DE VASCONCELOS, “Business judgment rule, deveres de cuidado, ilicitude e culpa e o artigo 64.º do Código das Sociedades Comerciais”, in *DSR*, 2009, ano 1, vol. 2, Almedina, Coimbra, p. 75, VÂNIA PATRÍCIA FILIPE MAGALHÃES, “A conduta dos administradores das sociedades anónimas: deveres gerais e interesse social”, in *RDS*, Ano 1 (2009), n.º 2, pp. 477.

¹¹⁰ Não parece ser este o entendimento de COUTINHO DE ABREU, que refere que a norma do art.º 64.º parece não ser uma norma de protecção dos trabalhadores ou de outros terceiros, cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, “Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social”, ob. cit. p. 45.

¹¹¹ Cfr. RAÚL VENTURA/ LUÍS BRITO CORREIA, “Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anónimas e dos gerentes de sociedades por quotas”, *BMJ*, n.º 194, 1970, p.82.

¹¹² Cfr. PEDRO CAETANO NUNES, *Responsabilidade Civil dos Administradores Perante os Accionistas*, Almedina, Coimbra, 2001, p. 37.

¹¹³ COUTINHO DE ABREU entende que os casos de responsabilidade dos administradores para com os sócios são, em geral, de responsabilidade delitual. Mas que parece ser obrigacional a responsabilidade para com os sócios por violação de deveres jurídicos traduzíveis em vinculações a condutas específicas a que correspondem direitos dos sócios. Ainda neste caso o autor entende que o regime é o da responsabilidade extra-obrigacional, cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, ob. cit., p. 92.

espaços de actuação discricionária, estando vinculados a fazer ou não fazer algo determinado¹¹⁴ e, por outro lado, no âmbito de dever de lealdade também não há discricionariedade.¹¹⁵

Sendo dois ou mais administradores responsáveis para com os sócios ou terceiros, a obrigação de indemnização é solidária (cfr. art.º 73.º, do CSC).

Pode, por último, colocar-se a questão de saber se a sociedade é também responsável perante os sócios pelos actos ou omissões dos seus administradores.

As respostas têm variado, sendo que o entendimento de COUTINHO DE ABREU¹¹⁶ (com o qual concordamos) é que a sociedade responde, em termos de responsabilidade objectiva por factos de outrem, e os administradores respondem directamente. O autor entende que tal solução está consagrada no direito português, no art.º 79.º quanto aos administradores, e no art.º 6.º, n.º 5 (o qual estabelece que a sociedade responde civilmente pelos actos ou omissões de quem legalmente a representa, mandando aplicar o regime da responsabilidade objectiva do comitente), quanto à sociedade.

Assim, sendo os administradores responsáveis perante os sócios, também a sociedade responderá. A responsabilidade dos administradores e da sociedade é solidária e, se a sociedade satisfizer a indemnização, tem o direito de exigir dos administradores responsáveis o reembolso de tudo que haja pago.

9.2. Quando é executado um aumento de capital social em que o direito de preferência foi irregularmente suprimido

A irregularidade na preterição do direito de preferência pode resultar: (i) da violação de algum dos requisitos formais; (ii) da violação do requisito material; ou, (iii) da inexistência de uma deliberação dos sócios a suprimi-lo.

¹¹⁴ Em sentido diverso, P. PAIS DE VASCONCELOS entende que os administradores podem causar danos directos aos accionistas decorrentes de actos qualificados como actos de gestão, p. ex., os casos de perda de valor das acções do sócio, em consequência de prejuízos causados pela prática de negócios que foram maus para a sociedade e bons para o gestor, corresponde ao dever de lealdade e admite a aplicação do n.º 2 do art.º 72.º, cfr. P. PAIS DE VASCONCELOS, “Business judgment rule, deveres de cuidado, ilicitude e culpa e o artigo 64.º do Código das Sociedades Comerciais” ob. cit., p. 77. Se bem entendemos, este autor admite a aplicação do n.º 2 do art.º 72.º quando está em causa a violação do dever de lealdade. Por outro lado, parece-nos que, no exemplo que o autor apresenta, estão em causa danos causados aos accionistas, através da sociedade, pelo que em relação aos accionistas os danos serão apenas indirectos, não cabendo, consequentemente, no âmbito do art.º 79.º do CSC.

¹¹⁵ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, ob. cit., pp. 38 e 93. Em sentido idêntico veja-se CARNEIRO DA FRADA, “A business judgement rule no quadro dos deveres gerais dos administradores”, ob. cit. pp. 244 e ss.,.

¹¹⁶ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, ob. cit., pp. 97 e ss.

Em qualquer uma das referidas hipóteses, os accionistas minoritários, porque não puderem exercer o seu direito de preferência na subscrição ou porque não o puderam alienar, verão as suas participações sociais diluídas.

Na primeira hipótese, não está em causa nenhum dos vícios de procedimento que originam a nulidade da deliberação, por isso, esta será meramente anulável, nos termos da al. a), do n.º 1, do art.º 58.º, do CSC.

O n.º 2, do art.º 79.º remete para o n.º 5, do art.º 72.º, segundo o qual os administradores não respondem perante os sócios quando o acto ou omissão assentar em deliberações dos sócios, ainda que esta seja anulável.

COUTINHO DE ABREU entende que esta remissão deve ser desatendida, dado que o n.º 5, do art.º 72.º refere-se à exclusão da responsabilidade para com a sociedade, e o art.º 79.º trata da responsabilidade para com os sócios e terceiros. O autor acrescenta que as deliberações dos sócios que permitam aos administradores a violação de interesses legalmente tutelados de terceiros ou sócios, ou a violação de deveres dos administradores impostos por lei ou princípios gerais de direito, são nulas, não devendo, por isso, ser executadas.¹¹⁷

Assim, seguindo este entendimento, os accionistas prejudicados podem responsabilizar os administradores pelos danos decorrentes da execução da deliberação que permitiu aos administradores a violação do direito de preferência dos accionistas minoritários.

Na segunda hipótese, a exclusão do direito de preferência não é justificada pelo interesse social. Estamos perante um vício do próprio conteúdo da deliberação, em que é violado um preceito de natureza imperativa, pelo que a deliberação será nula, nos termos do n.º 1, do art.º 56.º, do CSC.¹¹⁸

Porque os administradores executaram uma deliberação nula, causando com isso prejuízos aos accionistas minoritários, estes poderão responsabilizar os administradores pelos prejuízos sofridos (n.º 5, do art. 79.º, do CSC a contrario).¹¹⁹

No que respeita às duas hipóteses referidas importa salientar dois aspectos: (i) nos termos do art.º 61.º, do CSC a sentença que declarar nula ou anular uma deliberação é

¹¹⁷ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, ob. cit., p. 94.

¹¹⁸ Neste sentido, PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, ob. cit., p. 498. Contra, P. ALBUQUERQUE, *Direito de preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anónimas e por quotas*, Almedina, Coimbra, 1993, cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, ob. cit., p. 498, nt n.º 2012.

¹¹⁹ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, ob. cit., p. 502.

eficaz contra e a favor de todos os sócios e órgãos da sociedade. Porém, não prejudica os direitos adquiridos de boa fé por terceiros; e, (ii) os sócios prejudicados com a deliberação, querendo obstar a que a atribuição das novas participações se consolide validamente na titularidade de terceiros, têm a possibilidade de propor uma providência cautelar de suspensão da deliberação social, a qual implica que a sociedade não possa executar a deliberação impugnada.¹²⁰

Na terceira hipótese, em que não existe deliberação a excluir o direito de preferência e o conselho de administração celebra contratos de subscrição de novas participações em violação do regime legal de preferência dos accionistas minoritários, o acto será ineficaz perante a sociedade, pelo que não a vinculará.¹²¹

O desrespeito pelo direito de preferência dos sócios é, ainda, fundamento de responsabilidade dos administradores perante aqueles¹²². A ilicitude da conduta dos administradores reside, precisamente, na violação de um direito dos accionistas. Assim, os accionistas minoritários prejudicados poderão fazer os administradores responder pelos prejuízos sofridos decorrentes da execução do aumento do capital social.

Nesta última hipótese, pode levantar-se a questão de saber se o sócio controlador que tiver pressionado os administradores a executar o aumento do capital social em desrespeito pelo direito de preferência dos accionistas minoritários pode ser responsabilizado.

O accionista controlador *é aquele que por força de especiais laços que o ligam à sociedade dita dependente, estará em condições de exercer sobre esta uma influência dominante, orientando, com carácter permanente, os negócios societários.*¹²³

O direito de voto, instrumento primordial do poder de controlo, pode conduzir ao exercício de uma influência sobre os titulares dos órgãos de administração e fiscalização. Uma vez que a eleição dos titulares destes órgãos se processa de acordo com as regras gerais de voto maioritário, o accionista que, por si só ou conjuntamente com outros com quem haja celebrado acordos parassociais, tem o poder de eleger ou destituir os titulares dos órgãos sociais, pode também indirectamente, exercer sobre estes uma influência ou

¹²⁰ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, ob. cit., p. 502.

¹²¹ Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, ob. cit., pp. 498 e 499.

¹²² Neste sentido, J. M. COUTINHO DE ABREU, *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, ob. cit., pp. 87 e 88.

¹²³ Cfr. TERESA SAPIRO ANSELMO VAZ, “A responsabilidade do sócio controlador”, *OD*, ano n.º 128, III-IV, Julho-Dezembro, 1996, pp. 357 e 358.

pressão, sob ameaça de destituição dos mesmos ou até como contrapartida da sua nomeação.¹²⁴

O n.º 4, do art.º 83.º, do CSC consagra a responsabilidade solidária do sócio que, por si ou conjuntamente com pessoas a quem esteja ligado por acordos parassociais, tenha a possibilidade de destituir ou fazer destituir o administrador e, pelo uso da sua influência, determine essa pessoa a praticar ou a omitir um acto, caso este, por tal acto ou omissão, incorra em responsabilidade para com a sociedade ou sócios.

No que respeita à natureza da responsabilidade do accionista controlador, TERESA ANSELMO VAZ entende que é de natureza obrigacional, cabendo, por isso, ao accionista o ónus da provar que agiu sem culpa.

Deste modo, entendemos que, na hipótese que estamos a analisar, o accionista controlador deve responder solidariamente com os administradores que, sob a sua influência, desrespeitaram o direito de preferência dos accionistas minoritários e com isso lhes causaram prejuízos.

Importa, apenas, salientar que a aplicação desta previsão normativa pode ser difícil, uma vez que não será fácil demonstrar que o acto ou omissão praticado pelo administrador foi determinado por influência do accionista com poder de o destituir.

9.3. Quando é omitido o facto de a emissão importar a diluição das participações

O n.º 3, do art.º 298.º, do CSC ao prever o dever do conselho de administração de elaborar um relatório sobre o valor fixado e sobre as consequências financeiras da emissão para os accionistas, quando a emissão de acções for realizada a um valor de emissão inferior ao valor de acções anteriormente emitidas, visa esclarecer os sócios sobre o fundamento e as consequências da emissão e, desta forma, acautelar o risco de diluição das suas participações. Entendemos, assim, que esta é uma norma de protecção dos sócios.

Ora, os administradores que, representando informalmente os interesses dos accionistas maioritários, elaborem o referido relatório omitindo, propositadamente, o facto de tal emissão ter como consequência a diluição das participações dos sócios que não concorram ao aumento do capital, estão a violar a referida norma de protecção.

Nesta hipótese, os accionistas minoritários que não podem ou não estão dispostos a participar no aumento do capital social podem optar por não alienar o seu direito de

¹²⁴ Cfr. TERESA SAPIRO ANSELMO VAZ, “A responsabilidade do sócio controlador”, ob. cit., p.358.

preferência, por acreditarem que tal operação não importa a desvalorização das suas participações sociais.

Assim, entendemos que, com fundamento na violação da norma de protecção constante no n.º3, do art.º 298.º, do CSC, os accionistas minoritários prejudicados podem responsabilizar os administradores pelos prejuízos sofridos - a perda patrimonial decorrente da não alienação do seu direito de preferência.

Estando perante uma responsabilidade de natureza extra contratual caberá aos accionistas minoritários prejudicados provar não só a ilicitude como também a culpa dos administradores.

Esta solução apresenta, contudo, uma dificuldade, a qual se prende com o nexo de causalidade. Com efeito, os accionistas prejudicados terão que provar que o dano - a perda patrimonial decorrente da não alienação do seu direito de preferência -, decorre da omissão do facto da emissão pelo valor fixado no relatório importar a diluição da sua participação social, prova essa que pode revelar-se extremamente difícil.

Ultrapassando-se esta dificuldade, isto é, se os accionistas minoritários conseguirem provar que, se tal informação não tivesse sido omitida, teriam alienado o seu direito de preferência, poder-se-á ainda considerar a possibilidade dos accionistas minoritários prejudicados responsabilizarem solidariamente o sócio controlador, na medida em que este tenha exercido uma pressão sobre o(s) administrador(es) para omitirem o facto da emissão importar a diluição das participações sociais dos accionistas que não concorressem ao aumento de capital social. Também esta hipótese, como vimos, pode revelar-se difícil, já que não será fácil demonstrar que a conduta dos administradores foi determinada pela influência do sócio com poder para o destituir.

10. Reforço dos deveres fiduciários

Vimos que, apesar do ordenamento jurídico português prever mecanismos preventivos dos riscos de diluição das participações sociais e tratamento desigual dos sócios, o mesmo pode ocorrer. Tal situação verificar-se-á, sobretudo, quando os administradores representam, ainda que informalmente, os interesses dos accionistas maioritários.

Os accionistas minoritários, verificando a desvalorização das suas acções podem, como vimos, recorrer a alguns mecanismos de defesa. No entanto, tais mecanismos nem sempre se revelam aptos a compensar os accionistas pelos prejuízos sofridos.

Entendemos, por isso, que a consagração das acções sem valor nominal com o regime que lhes foi traçado pelo nosso legislador, impõe um reforço dos deveres fiduciários dos

administradores, devendo estes estar sujeitos aos deveres de diligência e, sobretudo, de lealdade, na fixação do valor de emissão das acções.

Verificando-se a fixação de um valor de emissão das novas acções substancialmente inferior ao seu valor real, com a conseqüente diluição das participações sociais dos accionistas minoritários, devem os administradores ser responsabilizados perante aqueles, com fundamento na violação do dever de lealdade, previsto no art.º 64.º, do CSC, o qual consideramos que, mais do que nunca, deve ser entendido como uma norma de protecção dos sócios.¹²⁵

Conclusões

1. As acções sem valor nominal, tal como foram consagradas no ordenamento jurídico português, permitem flexibilizar o financiamento das sociedades, através de capitais próprios.
2. Com efeito, a possibilidade de emissão de novas acções por diferentes valores permite às sociedades, cujas acções estejam cotadas a um valor inferior ao seu valor nominal, emitir acções pelo valor que, a cada momento, considerem mais atractivo para os investidores.
3. No entanto, a liberdade existente na fixação do valor de emissão das acções, nomeadamente a possibilidade das mesmas serem emitidas a um valor inferior ao respectivo valor contabilístico, comporta riscos: o risco de tratamento desigual dos sócios e o risco de diluição das participações sociais dos sócios antigos.
4. É frequente nas sociedades anónimas existirem administradores que, informalmente, tutelam e representam os interesses dos accionistas maioritários, desconsiderando e, até mesmo, prejudicando os accionistas minoritários, razão pela qual entendemos que são estes que merecem maior atenção.
5. No nosso ordenamento jurídico estão consagrados mecanismos destinados a prevenir o risco de diluição das participações sociais dos sócios: o direito de preferência e a obrigação do conselho de administração elaborar um relatório justificativo do valor fixado, bem como das conseqüências financeiras da emissão para os accionistas, sempre que a emissão de acções sem valor nominal for

¹²⁵ BAYLESS MANNING e JAMES J. HANKES JR. entendem que é uma responsabilidade do *board* exercer um juízo sério sobre a adequação do valor pelo qual as acções são emitidas. Assim, se os *directors* desrespeitarem tal dever, responderão perante os accionistas por não corresponderem ao nível de desempenho exigido, de acordo com a secção 8.30 do RMBA, a qual estabelece os deveres dos administradores, cfr. BAILESS MANNING/ JAMES HANKS JR., *Legal Capital*, ob. Cit. p. 181.

realizada a um valor de emissão inferior ao valor de emissão de acções anteriormente emitidas.

6. Estes mecanismos de prevenção do risco de diluição das participações sociais dos sócios não impedem, porém, que este risco se venha a verificar. Na verdade, os accionistas podem ver as suas participações sociais diluídas quando: são emitidas acções de uma categoria especial de cujas acções não são titulares; quando é executado um aumento de capital em que o seu direito de preferência foi irregularmente preterido; quando é omitido o facto de o valor fixado para a emissão das novas acções importar a diluição das suas participações sociais.
7. Sempre que os accionistas virem as suas participações sociais diluídas podem recorrer a alguns mecanismos de tutela legalmente previstos, tais como: a acção anulação da deliberação abusiva e a responsabilização dos accionistas maioritários cujos votos estavam inquinados com o propósito abusivo; a acção de responsabilidade civil dos administradores e, eventualmente, do sócio controlador.
8. Porém, os mecanismos de reacção a que os accionistas prejudicados podem recorrer nem sempre se revelam aptos a tutelar os seus interesses, quer porque os requisitos para a anulação da deliberação social são exigentes, quer porque pode ser difícil responsabilizar os administradores perante os accionistas, nomeadamente quando está em causa a violação do dever de lealdade (dado que muitos autores entendem o que o dever de lealdade dos administradores é para com a sociedade e não para com os accionistas), quer porque é difícil responsabilizar o sócio controlador, uma vez que não é fácil demonstrar que o acto ou omissão do administrador resultou da influência do sócio com poder para o destituir.
9. Entendemos, por isso, que as acções sem valor nominal, tal como foram consagradas entre nós, impõem o reforço dos deveres fiduciários dos administradores, aos quais devem ser impostos deveres de diligência e, sobretudo, de lealdade na fixação do valor de emissão das acções.

Bibliografia:

ABREU, J. M. COUTINHO DE, *Do abuso de direito*, Almedina, Coimbra, 1999.

ABREU, J. M. COUTINHO DE e RAMOS, ELISABETE, “Responsabilidade Civil de Administradores e de Sócios Controladores – (Notas sobre o Art. 379.º do Código do Trabalho)”, in *IDET - Miscelâneas*, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2004, pp.7 a 55.

J. M. COUTINHO DE ABREU, “Deveres de cuidado e de lealdade dos administradores e interesse social”, in *Reformas do Código das Sociedades*, IDET, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 17 a 47.

ABREU, J. M. COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, - Das Sociedades, Almedina, Coimbra, 3.ª edição, 2009.

ABREU, J. M. COUTINHO DE, *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, IDET, Cadernos, n.º 5, Almedina, Coimbra, 2.ª edição, 2010.

ALEMÁN LAÍN, P., “*Función del valor nominal de las acciones. Una aproximación desde el derecho norteamericano*”, Aranzi, Navarra, 2003.

CÂMARA, PAULO/ ANTUNES, ANA FILIPA MORAIS, *Acções sem valor nominal*, Coimbra, 2011.

COELHO, J. G. PINTO, “Estudo sobre as acções de sociedades anónimas”, *RLJ*, anos 88.º e 89.º (1955-56 e 1956-57).

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, “Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades”, *ROA*, ano 66, vol. II, Setembro, 2006, pp. 443 a 488.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Acções sem valor nominal*, in *RDS*, ano 2 (2010), n.ºs 3/ 4, Almedina, Coimbra, pp. 469 a 508.

CATARINA PIRES CORDEIRO, “Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os accionistas no ordenamento jurídico português”, *OD*, ano 137.º, vol. 1, 2005, Almedina, pp. 81 a 135.

DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, Coimbra, 2009.

DOMINGUES, PAULO DE TARSO, “O capital social como entrave ao financiamento das sociedades. Os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?”, in *DSR*, 2009, ano 1, vol. 2, Almedina, Coimbra, 175 a 200.

DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *As acções sem valor nominal*, in *DSR*, 2010, ano 2, vol. 4, Almedina, Coimbra, pp. 181 a 213.

DOMINGUES, PAULO DE TARSO, O regime das acções sem valor nominal: flexibilidade no financiamento societário e riscos associados, in *RDS*, I Congresso, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 53 a 73.

FRADA, MANUEL CARNEIRO DA, “A *business judgement rule* no quadro dos deveres gerais dos administradores”, *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais*, vol. III, Coimbra editora, 2007, pp. 207 a 248.

MAGALHÃES, VÂNIA PATRÍCIA FILIPE, “A Conduta dos Administradores das Sociedades Anónimas: deveres gerais e interesse social”, in *RDS*, ano 1 (2009), n.º 2, pp. 379 a 414.

MAIA, PEDRO/ RAMOS, MARIA ELISABETE/ MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL/ DOMINGUES, PAULO DE TARSO/ ABREU, J. M. COUTINHO DE, *Estudos de direito das sociedades*, 8.ª ed., Almedina, Coimbra, 2007.

MANNING, BAILESS / HANKS, JAMES J. JR., JAMES J., *Legal Capital*, FOUNDATION PRESS, NEW YORK, 1990.

NUNES, PEDRO CAETANO, *Responsabilidade Civil dos Administradores Perante os Accionistas*, Almedina, Coimbra, 2001

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, “Responsabilidade Civil dos Gestores das Sociedades Comerciais”, in *DSR*, 2009, ano 1, vol. 1, Almedina, Coimbra, pp. 11 a 32.

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, “Business judgment rule, deveres de cuidado, ilicitude e culpa e o artigo 64.º do Código das Sociedades Comerciais”, in *DSR*, 2009, ano 1, vol. 2, Almedina, Coimbra, pp. 41 a 79.

TERESA SAPIRO ANSELMO VAZ, “A responsabilidade do sócio controlador”, *OD*, ano n.º 128, III-IV, Julho-Dezembro, 1996, pp. 329 a 405.

VENTURA, RAÚL / CORREIA, LUÍS BRITO “Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anónimas e dos gerentes de sociedades por quotas”, *BMJ*, n.º 194, 1970.