

# **Diálogos com Coutinho de Abreu**

ESTUDOS OFERECIDOS NO ANIVERSÁRIO DO PROFESSOR

**2020**

## **Organização**

Alexandre de Soveral Martins

Paulo de Tarso Domingues

Carolina Cunha

Maria Elisabete Ramos

Ricardo Costa

Rui Pereira Dias



## A regulação contratual (entre sociedade e «investidor externo») da subscrição de aumentos de capital

RUI PINTO DUARTE

Professor Catedrático da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa (Lisboa)  
Advogado

Jorge Manuel Coutinho de Abreu dedicou, na sua tese de doutoramento, páginas muito felizes à relação entre a venda de participações sociais e a venda de empresas<sup>1</sup> – de resto, em desenvolvimento de páginas anteriores do que creio ter sido o primeiro escrito que publicou<sup>2</sup>. Nessa abordagem, o Autor, porém, não abrangeu um tipo de negócio que pode ter, quanto ao controlo sobre a empresa, um efeito semelhante ao da venda de participações: a subscrição de um aumento de capital por não sócio<sup>3</sup>. É sobre esse tipo

<sup>1</sup> *Da Empresariabilidade As Empresas no Direito*, Coimbra, Coimbra, Livraria Almedina, 1996, pp. 342 e ss.

<sup>2</sup> *Do Abuso de Direito, Ensaio de um Critério em Direito Civil e nas Deliberações Sociais*, Coimbra, Livraria Almedina, 1984 (de que há reimpressões), pp. 106 e 107.

<sup>3</sup> O mesmo sucede, com pequenas flutuações, noutros textos de referência da nossa literatura, designadamente em FERRER CORREIA e ALMENO DE SÁ, «Oferta Pública de Venda de Acções e Compra e Venda de Empresa», in *Colectânea de Jurisprudência*, ano XVIII, 1993, tomo IV, pp. 15 e ss., em especial pp. 18 e ss. (texto também publicado na obra colectiva *A Privatização da Sociedade Financeira Portuguesa Regras sobre Reprivatizações Responsabilidade pelo Prospecto Culpa in Contrahendo Vícios Ocultos das Empresas Reprivatizadas*, Lisboa, Lex, 1995, pp. 255 e ss.), ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «Transmissão da Empresa Societária: Algumas Notas», in *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, vol. I, Coimbra Editora, 2007, pp. 415 e ss., José ENGRÁCIA ANTUNES, «A Empresa como Objecto de Negócios “Asset Deals” versus “Share Deals”», in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 68, setembro/dezembro, 2008, pp. 715 e ss. (surgindo na p. 762 uma referência a «aumentos de capital reservados» como modalidade de *share deal* transmissivo de empresa), ANTÓNIO PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, «Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (“Share Deal”)», in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Jorge de Figueiredo Dias*, vol. IV, Coimbra Editora, 2010 (n.º 101 da colecção *Studia Iuridica* do BFDUC), pp. 685 e ss., CLEMENTE V. GALVÃO, «Conteúdo e Incumprimento do Contrato de Compra e Venda de Participações

de negócio que o presente texto visa refletir, de algum modo como sequência de tais páginas do homenageado (menos felizes que elas, como todas as sequelas de responsável diferente).

## 1. O Problema

Noutros sistemas jurídicos, nomeadamente do círculo anglo-americano, é vulgar os aumentos de capital (por oferta particular) subscritos por não sócios serem objeto de contratos – entendendo-se como tais acordos formados por declarações conjuntas<sup>4</sup> – entre os subscritores e as sociedades emitentes das novas participações societárias, representadas pelos seus órgãos de administração (sendo tais contratos denominados «*subscription agreements*» ou de modo afim<sup>5</sup>).

Julgo que, no tocante às sociedades submetidas ao direito português, tal prática depara com várias dificuldades, agrupáveis em três ordens: uma relativa à (in)competência dos órgãos de administração para vincularem as sociedades à emissão de novas participações; outra relativa à injuntividade do processo de aumento de capital social; a terceira relativa à (i)licitude de algumas cláusulas que surgem em tais acordos, designadamente as de conteúdo próximo das típicas dos contratos de compra e venda de participações societárias («*share purchase agreements*»), com especial relevo para as seguintes:

Sociais – Um Contributo», in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 70, jan./dez., 2010, pp. 533 e ss., PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, «O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução», in *Aquisição de Empresas* (obra coletiva), Coimbra Editora, 2011, pp. 13 e ss., M. NOGUEIRA SERENS, «A Equiparação de *Share Deal* a *Asset Deal* no Direito Alemão», in *Direito das Sociedades em Revista*, ano 8, vol. 16, outubro 2016, pp. 55 e ss., M. NOGUEIRA SERENS, *Das Obrigações de Não Concorrência na Negociação Definitiva da Empresa*, Almedina, 2017, pp. 22 e ss., e CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Coimbra, Almedina, 2018, mormente pp. 18 e 19.

<sup>4</sup> Sobre a formação dos contratos por meio de declarações conjuntas (i.e., «*declarações de conteúdo idêntico que exprimem o acordo contratual num só texto subscrito por cada uma das partes*», v. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos I, Conceito Fontes Formação*, 4.ª ed., Coimbra, Almedina, pp. 137 e ss. (constando a definição transcrita da p. 137)

<sup>5</sup> É fácil encontrar modelos na Internet.

- Estipulação de *representations* e *warranties* pela sociedade emitente, descrevendo a sua situação em vários planos e garantindo ao subscritor que tal descrição corresponde à realidade, em termos tais que o risco de não correspondência seja assumido pela sociedade emitente<sup>6</sup>;
- Estipulação de que, no caso de verificarem certas faltas de correspondência entre a descrição e a realidade, o subscritor terá direito a reaver da sociedade parte do valor pago a título de realização das participações subscritas ou terá direito a que sociedade emita participações adicionais que reequilibrem o negócio;
- Estipulação de que, no caso de o subscritor ter direito a ser indemnizado e ainda não tiver pago na íntegra o valor de realização, terá direito a compensar este débito com aquele crédito.

A tese de que tais acordos «deparam com dificuldades» no respeitante às sociedades submetidas ao direito português tende a chocar os juristas do círculo anglo-americano, gerando um «choque cultural». Alguns argumentam perguntando: se tais acordos são válidos à luz do direito inglês, como é possível que não o sejam à luz do direito português, tendo nomeadamente

<sup>6</sup> Sobre *representations* e *warranties*, na nossa literatura, v., por exemplo, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, «A Empresa como Objecto de Negócios “Asset Deals” versus “Share Deals”», cit., pp. 782 e ss., CLEMENTE GALVÃO, «Declarações e Garantias em Compra e Venda de Empresas – Algumas Questões», in *Actualidad Jurídica*, Uría Menéndez, n.º 12, ano 2005, pp. 103 e ss., CLEMENTE V. GALVÃO, «Conteúdo e Incumprimento do Contrato de Compra e Venda de Participações Sociais – Um Contributo», cit., pp. 558 e ss., FÁBIO CASTRO RUSSO, «Cláusulas de Garantia nos Contratos de Compra e Venda de Participações Sociais de Controlo», pp. 115 e ss., in *Direito das Sociedades em Revista*, n.º 4, ano 2, setembro 2010, PATRÍCIA AFONSO FONSECA, «A Negociação de Participações de Controlo. A Jurisprudência», in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista* (coord. Pedro Pais de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu e Rui Pinto Duarte), Almedina, 2011, pp. 27 e ss., em especial pp. 38 e 39, PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, «O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução», in *Aquisição de Empresas*, cit., pp. 38 e ss., ANTÓNIO TELES e JOÃO CARMONA DIAS, «Garantia na Alienação de Empresas», in *Aquisição de Empresas*, cit., pp. 93 e ss., CATARINA TAVARES LOUREIRO e MANUEL CORDEIRO FERREIRA, «As Cláusulas de Declarações e Garantias no Direito Português – Reflexões a Propósito do Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de Março de 2016», in *Actualidad Jurídica*, Uría Menéndez, n.º 44, ano 2016, pp. 15 e ss., e CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, cit., pp. 63 e ss.

em vista a proximidade resultante de o Reino Unido e Portugal serem (ou no caso do Reino Unido ter sido...) ambos membros da União Europeia?<sup>7</sup>

A inexistência de efeito aproximador por banda do direito da União Europeia no que respeita ao problema é fácil de explicar: o âmbito das regras sobre o capital social criadas pela Segunda Diretiva de Coordenação em matéria de sociedades<sup>8</sup> e atualmente constantes da Diretiva Codificadora<sup>9</sup> nessa mesma matéria é diferente para o Reino Unido e para Portugal: no caso do primeiro só abrange as *public companies*<sup>10</sup>, enquanto no caso do segundo abrange todas as sociedades anónimas<sup>11</sup>. O direito inglês admite quanto às *private companies* o que tais regras eurocomunitárias não permitem quanto às sociedades por elas abrangidas, de que é bom exemplo a *section 550* do *Companies Act* de 2006, do seguinte teor:

**«Power of directors to allot shares etc: private company with only one class of shares**

«Where a private company has only one class of shares, the directors may exercise any power of the company—

(a) to allot shares of that class, or

(b) to grant rights to subscribe for or to convert any security into such shares,

<sup>7</sup> Para um jurista que só conheça o direito dos EUA, o choque será ainda maior, como parece resultar das seguintes afirmações de Stephen M. Bainbridge: «A subscription agreement is a contract pursuant to which an investor agrees to buy corporate stock. If the subscription agreement is entered into by an investor and an existing corporation, **ordinary contract law govern.**» (*Corporate Law*, 3.<sup>a</sup> ed., Foundation Press, 2015, p. 45, negrito acrescentado).

<sup>8</sup> Diretiva 77/91/CEE, de 13 de dezembro de 1976 («tendente a coordenar as garantias que, para proteção dos interesses dos sócios e de terceiros, são exigidas nos Estados-membros às sociedades, na aceção do segundo parágrafo do artigo 58.º do Tratado, no que respeita à constituição da sociedade anónima, bem como à conservação e às modificações do seu capital social, a fim de tornar equivalentes essas garantias em toda a Comunidade»).

<sup>9</sup> Diretiva (UE) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017.

<sup>10</sup> Mais exatamente nas palavras do anexo I da Diretiva Codificadora, a «*public company limited by shares*» e a «*public company limited by guarantee and having a share capital*».

<sup>11</sup> Sendo semelhantes ao português os casos dos países de tradição jurídica próxima da nossa. Para um panorama comparativo das regras de vários Estados-Membros da União Europeia quanto a aumento e redução de capital social, v. MADS ANDENAS e FRANK WOOLDRIDGE, *European Comparative Company Law*, Cambridge University Press, 2009, pp. 192 e ss.

except to the extent that they are prohibited from doing so by the company's articles.»<sup>12</sup>

O direito dos EUA é ainda mais divergente do direito português, nomeadamente porque prevalecem as regras do *Model Business Corporation Act* segundo as quais os *boards of directors* têm competência para deliberar sobre a emissão de ações (§ 6.24) e «The shareholders of a corporation do not have a preemptive right to acquire the corporation's unissued shares except to the extent the articles of incorporation so provide.» [§ 6.30 (a)]<sup>13</sup>.

Compreende-se bem que um investidor queira regular contratualmente o seu investimento: a sua decisão de subscrição é tomada com base na imagem da realidade societária que lhe é propiciada (pelo órgão de administração da sociedade e pelos sócios com base em informação preparada pelo mesmo órgão) e contratos com cláusulas como as referidas protegem-no contra o risco de entre essa imagem e a realidade haver divergências para ele adversas.

Por outras palavras: uma subscrição de participações em sociedades é uma aquisição; na perspetiva do investidor, em pouco será diferente de uma compra; se da subscrição resultar o controlo da empresa detida pela sociedade, a essência da subscrição consistirá, na perspetiva do investidor, nessa aquisição de controlo.

Terá sido nos últimos anos que a celebração de tais contratos relativamente a sociedades submetidas ao direito português se terá tornado significativa, mas tal prática, ainda que rara, é antiga. Apesar disso, não tem merecido grande atenção da literatura portuguesa, nomeadamente da dedicada às «fusões e aquisições»<sup>14</sup>. Entre as poucas referências que conheço, avulta

<sup>12</sup> A *section 551* estabelece certas condições para o exercício de tais poderes, mas, em qualquer caso, a competência na matéria do órgão de administração das *companies* é muito mais ampla do que a do das *sociedades anónimas*.

<sup>13</sup> Sobre a evolução do direito dos EUA no tocante ao direito legal de preferência dos acionistas nos aumentos de capital por entradas em dinheiro, v., na nossa literatura, PEDRO DE ALBUQUERQUE, *Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas* (obra integrada no *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*), Coimbra, Livraria Almedina, 1993, pp. 75 e ss., e, sobretudo (por mais recente), PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, Coimbra, Almedina, 2009, pp. 465 e ss.

<sup>14</sup> O mesmo parecendo suceder noutras literaturas. Como primeiro exemplo serve a obra coletiva *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas* (director Rafael Sebastián Quetglas e coor-

o seguinte trecho de Raul Ventura<sup>15</sup>, dirigido às alterações de estatutos em geral e focada no problema de tais contratos serem celebrados pelo órgão de administração sem base em deliberação dos sócios:

«Por vezes aparecem em negócios celebrados entre a sociedade, representada pelos seus órgãos administrativo-representativos, e um terceiro, estipulações no sentido de a sociedade alterar o seu contrato, como uma das peças de operação mais vasta; não podem essas estipulações ser consideradas nulas por violação do art. 85.º, n.º 1, pois nelas não se procede à alteração do contrato, mas o seu valor é duvidoso quando delas resulte uma obrigação de a sociedade proceder à alteração. Manifestamente, os sócios alterarão ou não o contrato, conforme deliberarem, e a validade da deliberação não é afectada pela referida estipulação, mas poderia parecer lógico que quando não seja tomada a deliberação prevista, haveria falta de cumprimento do negócio e a respectiva indemnização a favor do terceiro-contratante ou outra providência de natureza geral adequada ao caso (por ex., *exceptio non adimpleti contractus*). **Em meu entender, não pode aceitar-se essa lógica sem primeiro se averiguar se um órgão pode validamente obrigar a sociedade à prática de um acto que é exclusivamente de competência doutro órgão e, ainda em meu entender, a resposta deve ser negativa.** A obrigação assumida, por intermédio de gerentes ou administradores, de alteração do contrato retiraria aos sócios a liberdade de deliberação, pois eles ficariam perante o dilema de ou deliberar como estipulado pelo órgão administrativo ou sujeitar a sociedade a sanções, o que constituiria inadmissível intromissão

denador Martín Jordano Luna), Madrid, Wolters Kluwer, 2016, que, sendo completíssima, não se refere a aquisições de controlo mediante aumentos de capital. Como segundo e diferente exemplo serve o (brilhante) livro de Stephen M. Bainbridge *Mergers and Acquisitions*, 3.ª ed., Foundation Press 2012, que, na exposição dos «*acquisition mechanisms*», também não menciona aumentos de capital reservados a um «investidor externo». Como terceiro e também diferente exemplo serve a obra coletiva (não jurídica) *Handbook of Research on Mergers and Acquisitions* (edited by Yaakov Weber), Cheltenham, UK e Northampton, MA, USA, Edward Elgar, 2012, que também não dedica atenção às subscrições de capital como meio de aquisição do controlo de empresas.

<sup>15</sup> Uma outra referência relevante «à emissão de acções por forma a transmitir o domínio sobre a sociedade», no quadro de uma exposição sobre o conceito de «operações de controlo da sociedade» encontra-se em PEDRO CAETANO NUNES, *Responsabilidade Civil dos Administradores Perante os Accionistas*, Coimbra, Almedina, 2001, pp. 61 e ss., em especial p. 67.

na competência exclusiva dos sócios, com a consequente violação do disposto no art. 85.º, n.º 1.» (negrito acrescentado)<sup>16</sup>

Como resulta do que escrevi antes, o problema que tenho em vista não se limita aos casos de contratos celebrados pelo órgão de administração sem base em deliberação dos sócios, respeitando à própria viabilidade de «regulação contratual» da matéria. O direito português não prevê tais contratos. Daí que surjam dúvidas sobre a sua validade ou, pelo menos, de parte das suas cláusulas típicas. O propósito deste escrito é expor e discutir as razões das dúvidas.

Por facilidade, tomo como objeto principal de atenção o aumento de capital de sociedades anónimas, mas grande parte do que escrevo aplica-se às sociedades por quotas (às quais faço referências diretas esparsas). Ficam de fora do objeto principal deste texto os aumentos de capital por oferta pública, ainda que os mesmos também sejam «trazidos à conversa».

## **2. Regras legais que parecem obstar à validade da regulação contratual**

Vou expor várias regras legais que parecem obstar à validade da regulação contratual da subscrição de aumentos de capital (entendida a expressão como ficou atrás definida).

Antes disso, lembro que, por força do art. 3.º do CSC, as sociedades com sede efetiva em Portugal são reguladas pelo direito português e que, por força do art. 33, n.º 2, do CC, essa regulação abrange, além do mais, o modo da aquisição da qualidade de sócio.

**2.1.** O CSC regula o aumento de capital prevendo uma conjugação de atos unilaterais, mormente a deliberação de aumento e os atos de subscrição (v.g., arts. 87, 89, 268, 457, 458 e 459)<sup>17</sup> – sendo talvez a mais eloquente das proposições legais o n.º 2 do art. 268, relativo às sociedades por quotas, que determina que «Sendo o aumento de capital destinado à admissão de novos

<sup>16</sup> *Alterações do Contrato de Sociedade* (obra integrada no *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*), Coimbra, Livraria Almedina, 1986, pp. 38 e 39.

<sup>17</sup> Deixo de lado as especificidades da subscrição indireta (art. 461).

sócios, estes devem declarar que aceitam associar-se nas condições do contrato vigente e da deliberação de aumento do capital.»<sup>18</sup>.

Esse tipo de regulação não é exclusivo dos aumentos de capital, surgindo noutras matérias, nomeadamente na designação de administradores (v.g., arts. 391, n.º 1 e 5), na remuneração dos administradores (v.g., art. 399)<sup>19</sup>, na reforma dos administradores (art. 402) e na amortização de quotas consentida pelo sócio afetado (art. 233, n.º 3)<sup>20</sup>. Tal modo de ordenação da conjugação das posições das partes não pode ser tomado como um acaso de expressão linguística, tendo de ser considerado imperativo na sua formulação, impedindo que o acordo se forme mediante declarações únicas ou conjuntas<sup>21</sup>.

A própria fusão não pode resultar de declarações conjuntas, pois a lei impõe declarações (deliberações) separadas (arts. 102 e 103 do CSC, em especial o n.º 3 do art. 102).

Mal ou bem, a lei portuguesa evita a regulação contratual da vida interna das sociedades, integrando-se o caso do aumento de capital numa orientação do sistema.

<sup>18</sup> O atual texto do preceito foi estabelecido pelo Dec.-Lei 76-A/2006, de 29 de março. A sua redação primitiva era: «Sendo o aumento de capital destinado à admissão de novos sócios, estes outorgarão também a escritura, nela declarando que aceitam associar-se nas condições do contrato vigente e da deliberação de aumento de capital.».

<sup>19</sup> Ao expor o regime de remuneração dos administradores, após referir a que órgãos compete fixar a remuneração, COUTINHO DE ABREU escreve: «Esta disciplina é imperativa – não é lícita a fixação de remunerações por outras vias que não as indicadas nos preceitos citados (ou em outros preceitos legais)» [*Governança das Sociedades Comerciais*, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2010, p. 84, e *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. do próprio Coutinho de Abreu), vol. II, 2.ª ed. Coimbra, Almedina, 2015, anotação ao art. 399, p. 372].

<sup>20</sup> Sobre este caso, escreve expressivamente CAROLINA CUNHA: «Apesar da vulgarmente utilizada designação de “amortização por acordo”, a deliberação da sociedade e o consentimento do sócio não se ajustam num “mútuo consenso” produtor do efeito jurídico “amortização”. O acto que opera a amortização da quota é a deliberação da sociedade, funcionando, neste caso, o consentimento do sócio afetado como (simples mas imprescindível) *condição de eficácia dessa deliberação*, o que explica, aliás, que, quando seja prestado *a posteriori*, os efeitos da amortização se contem a partir desse instante (e não do momento em que a deliberação é tomada).» [*Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. Jorge M. Coutinho de Abreu), vol. III, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2016, anotação ao art. 233, p. 515].

<sup>21</sup> O que não quer dizer que o acordo que resulta do «encontro» entre os atos unilaterais não possa ser qualificado como contrato – questão que é irrelevante para efeitos da que é aqui abordada.

**2.2.** O CSC regula as situações de erro, dolo, coação e usura na constituição de sociedades anónimas atribuindo aos acionistas prejudicados o direito de exoneração, não um direito de resolução do contrato de sociedade ou um direito indemnizatório (art. 45)<sup>22</sup> – regulação essa que parece de estender às situações homólogas que ocorram no quadro de alterações de estatutos.

No que respeita a sociedades cotadas, o art. 26 do CVM estabelece que «A anulação de uma deliberação de aumento de capital social de sociedade aberta determina a amortização das novas ações, se estas tiverem sido objeto de admissão à negociação em mercado regulamentado» (n.º 1) e que «Como contrapartida da amortização é devido montante correspondente ao valor real das ações, determinado, a expensas da sociedade, por perito qualificado e independente designado pela CMVM» (n.º 2)<sup>23</sup> – o que parece significar que um subscritor de um tal aumento de capital que não fosse acionista à data da deliberação do mesmo (e por isso não possa ter concorrido para a invalidade da deliberação) a nada mais tem direito do que à contrapartida da amortização. Parece legítimo encontrar nessas regras uma confirmação de que o sistema jurídico limita os meios de reação dos subscritores de aumento de capital.

**2.3.** O CSC proíbe atos da administração e deliberações dos sócios que liberem os sócios da obrigação de efetuar entrada e proíbe a extinção da obrigação de entrada por compensação (art. 27, n.ºs 1 e 5), proibições essas que certamente se baseiam na consideração de que as entradas são realizadas não apenas no interesse dos outros sócios mas também no interesse dos demais *stakeholders* da sociedade, em especial no dos seus credores<sup>24</sup>.

<sup>22</sup> V. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, *Das Sociedades*, 6.ª ed., Coimbra, Almedina, 2019, p. 150, CAROLINA CUNHA, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. Jorge M. Coutinho de Abreu), vol. I, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2017, anotação ao art. 45, p. 653, e EDUARDO SANTOS JÚNIOR, in *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (coord. António Menezes Cordeiro), 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2011, anotação ao art. 45, p. 205.

<sup>23</sup> Sobre as regras em causa, v. RAFAELA ROCHA, «As Deliberações Sociais de Aumento de Capital Social de Sociedades Abertas», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 11, agosto de 2001, pp. 151 e 152.

<sup>24</sup> Sobre o cumprimento da obrigação de entrada, v. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, cit., pp. 244 e ss.

Esse fim da lei é também o que pode explicar o preceito que determina que a invalidade do contrato de sociedade não exime os sócios do dever de realizar as suas entradas – salvo em caso de a invalidade resultar de incapacidade relativamente ao incapaz (art. 52, n.º 4 e 5)<sup>25</sup>.

Confirmando que a realização das entradas não é problema que respeite apenas à relação entre a sociedade e os sócios, a lei atribui aos credores das sociedades os seguintes poderes:

- a) O de exercer os direitos da sociedade relativos às entradas não realizadas, a partir do momento em que elas se tornem exigíveis;
- b) O de promover judicialmente as entradas antes de estas se terem tornado exigíveis, desde que isso seja necessário para a conservação ou satisfação dos seus direitos (art. 30, n.º 1, do CSC)<sup>26</sup>.

De tais regras decorre que as sociedades e os subscritores dos seus aumentos de capital não podem regular as suas relações como se as mesmas fossem meramente contratuais, designadamente estipulando que, no caso de verificarem certas faltas de correspondência entre a descrição e a realidade, o subscritor terá direito a reaver parte do valor pago a título de realização das participações subscritas ou que, no caso de o subscritor ter direito a ser indemnizado e ainda não tiver pago na íntegra o valor de realização, terá direito a compensar este débito com aquele crédito.

**2.4.** O CSC permite que os estatutos estabeleçam penalidades para a falta de cumprimento da obrigação de entrada (art. 27 n.º 3) – permissão esta que, *a contrario*, leva a concluir que o mesmo não é permitido para a falta de cumprimento de deveres da sociedade (o risco inerente aos raciocínios *a contrario* é, neste caso, fortemente atenuado por ele apontar no mesmo sentido de outros argumentos).

**2.5.** Um acordo do tipo em causa, na parte em que confira direitos a um «investidor externo» (entenda-se, não anteriormente acionista) de que

<sup>25</sup> Sobre o art. 52 do CSC, v. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, *Das Sociedades*, 6.ª ed., cit., pp. 152 e 153, no texto e nas notas.

<sup>26</sup> A sociedade só pode obstar ao pedido desses credores se satisfizer os seus créditos (art. 30, n.º 2, do CSC).

os «investidores internos» (entenda-se, já anteriormente acionistas) não gozem tende a violar o princípio de igual tratamento dos acionistas<sup>27</sup>, pois a deficiência da informação disponibilizada pela sociedade tende a prejudicar igualmente todos os que subscrevam o aumento de capital.

**2.6.** *Em vários preceitos, o CSC recusa às sociedades, em especial às anónimas, a possibilidade de serem interlocutoras dos sócios, ou guias da sua atuação, no exercício dos seus direitos. As sociedades são destinatárias de atos dos sócios, mas não contrapartes deles. Três exemplos:*

- O art. 17, n.º 1, ao referir que os acordos parassociais são celebrados entre todos ou entre alguns sócios nessa qualidade, que tais acordos têm efeitos entre os intervenientes, mas que com base neles não podem ser impugnados atos da sociedade ou dos sócios para com a sociedade;
- O art. 17, n.º 3, alínea a), ao cominar com nulidade os acordos em que um sócio se obriga a votar seguindo sempre as instruções da sociedade;
- O art. 381, n.º 2, na parte em que proíbe as sociedades de solicitar representações aos acionistas para votar em assembleia geral.

Independentemente das razões específicas de cada um desses preceitos, julgo que deles se retira a referida orientação de que no tocante ao exercício de direitos societários as sociedades não podem ser contrapartes dos sócios. Relativamente aos sócios, nessa qualidade, as sociedades são objeto, «entidades-objeto», não «entidades-terceiras»<sup>28</sup>. O sistema jurídico português não trata os sócios como terceiros relativamente à sociedade, mas sim como seu

<sup>27</sup> Sobre a regra da igualdade de tratamento dos acionistas, v. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª ed., Coimbra, Almedina, 2019, pp. 119 e ss. e 301 e ss., e ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades* vol. I, *Parte Geral*, 3.ª ed., Coimbra, Almedina, 2011, pp. 282 e ss.

<sup>28</sup> Exceção apenas aparente é o caso de o acordo parassocial configurar um contrato a favor da sociedade que se subsuma ao regime do contrato a favor de terceiro (v. ANA FILIPA LEAL, «Algumas Notas sobre a Parassocialidade no Direito Português», in *Revista de Direito das Sociedades*, ano I (2009), n.º 1, pp. 176 e 177). Nessa hipótese, porém, o direito da sociedade não nasce do exercício de direitos societários e os benefícios de que os sócios possam indiretamente vir a tirar proveito também não resultam do exercício de direitos societários.

«substrato pessoal»<sup>29</sup>. Corolário económico disso é os sócios serem investidores que têm de suportar os riscos do seu investimento, incluindo o risco de o mesmo se basear em informação deficiente (sem prejuízo dos direitos que lhes caibam contra os titulares dos órgãos de administração e de fiscalização e os revisores oficiais de contas que sejam responsáveis pela deficiência).

Por isso, a prática – comum noutros países<sup>30</sup> – de fazer as sociedades intervir em acordos parassociais tende a não ter sentido útil no direito português e tende mesmo a configurar um ato ilícito por parte daqueles que neles intervenham em representação das sociedades (já que não é ato de administração)<sup>31</sup>.

**2.7.** Ao regular a responsabilidade dos titulares dos órgãos de administração e de fiscalização por danos causados por uma fusão às sociedades intervenientes e aos seus sócios (e ainda aos seus credores), em resultado da inobservância do dever de diligência na verificação da situação patrimonial

<sup>29</sup> Sobre os sócios como substrato pessoal das sociedades, v. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Do Abuso de Direito, Ensaio de um Critério em Direito Civil e nas Deliberações Sociais*, cit., pp. 101 e ss., em especial p. 105, e *Curso de Direito Comercial*, vol. II, *Das Sociedades*, 6.ª ed., cit., pp. 23 e 24.

<sup>30</sup> Um exemplo canadiano: no site do *Law Society of British Columbia's Online Learning Centre* pode ler-se: «Normally the company will be a party to a shareholders' agreement along with the shareholders because it typically contains provisions which impose obligations between each shareholder and the company as well as among the shareholders themselves. Examples of these are confidentiality and non-competition covenants, obligations on the company to repurchase shares in the event of the death or disability of a shareholder, etc.» (<https://learnlsbc.ca/node/455> – acedido em 24.12.2019).

<sup>31</sup> Na literatura portuguesa, há referências várias à hipótese de a própria sociedade visada intervir em acordos parassociais que lhe respeitem (sobretudo a propósito do conceito de acordo parassocial), mas não há uma verdadeira discussão sobre a competência do órgão de administração para praticar um tal ato, nem sobre os efeitos possíveis de uma tal intervenção. Entre essas referências estão, na vigência do CSC, as de MÁRIO LEITE SANTOS, *Contratos Parassociais e Acordos de Voto nas Sociedades Anónimas*, Lisboa, Edições Cosmos, 1996, p. 7, MARIA DA GRAÇA TRIGO, *Os Acordos Parassociais sobre o Exercício do Direito de Voto*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 1998, p. 147, ANA FILIPA LEAL, «Algumas Notas sobre a Parassocialidade no Direito Português», cit., pp. 147 e ss., e CAROLINA CUNHA, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* (coord. Jorge M. Coutinho de Abreu), vol. I, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2017, anotação ao art. 17, pp. 306, 307 e 315, e HELENA CATARINA SILVA MORAIS, *Acordos Parassociais Restrições em Matéria da Administração das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 2014, p. 16, nota 2.

de cada sociedade, o CSC (arts. 114 e 115)<sup>32</sup> parece, por omissão, excluir a responsabilidade das sociedades intervenientes pelos danos em causa – o que seria viável, pelo menos, no caso de fusão por incorporação, quanto à sociedade incorporante para com os sócios da sociedade incorporada. Ora, há larga analogia entre tal hipótese e a de danos sofridos por um subscritor de um aumento de capital gerador de controlo em resultado de comportamentos semelhantes.

2.8. Nos poderes do conselho de administração não se compreende a regulação da matéria em causa (v.g., art. 406)<sup>33</sup>; a celebração de um tal acordo, se não fosse inviabilizada pelas regras invocadas nos números anteriores deste texto, caberia ao colégio de acionistas (art. 373, n.º 2).

### 3. Racionalidade da linha geral do defendido

Passo a abordar a racionalidade da orientação que se retira das várias regras legais expostas no número anterior.

A posição dos sócios não difere da dos credores apenas pelo grau de subordinação dos seus direitos («*claims*»). Os credores são sujeitos externos à sociedade, os sócios são o elemento pessoal da sociedade. As participações nas sociedades não são créditos: só se tornam neles em caso de dissolução. Mesmo a literatura norte-americana deixa isso claro, do que podem ser exemplo as seguintes afirmação de Stephen M. Bainbridge: «Equity securities are issued in the form of shares, which represent “the units into which the proprietary interests in a corporation are divided”<sup>34</sup>. As this statutory definition suggests, the law traditionally regards a corporation as being owned by the holders of its securities. Holders of debt securities are not in any sense owners of the corporation; rather, they are creditors of the corporation. [...] Another important distinction between debt and equity

<sup>32</sup> Regime esse aplicável à cisão, por força do art. 120.

<sup>33</sup> A regulação da matéria em causa também não se compreende nos poderes do conselho geral e de supervisão (art. 441).

<sup>34</sup> Aqui, no original, abre-se uma nota de rodapé que elucida que a frase entre aspas provém do § 1.40 (22) do *Model Business Corporation Act* (ou seja da definição de «*shares*» constante desse parágrafo).

securities is their respective risk exposure. All else being equal, equity securities are riskier than debt securities issued by the same corporation. Equity securities represent the “residual claim”<sup>35</sup>, which means their holders are entitled to whatever funds are left after all other claims on the corporation’s assets and earnings have been satisfied.»<sup>36</sup>

Os patrimónios das sociedades são afetados à prossecução de interesses dos sócios e dos credores, mas o modo dessa afetação não é igual. A função de garantia só existe quanto aos valores disponibilizados às sociedades pelos credores. Os sócios disponibilizam valores às sociedades *a risco* (*negativo e positivo*). Ainda que, como é óbvio, os credores também corram riscos, entre a sua posição e a dos sócios a diferença não é apenas de grau, mas qualitativa. Em caso de desventura, a probabilidade de os sócios perderem o seu investimento é mais elevada do que a de tal acontecer aos credores, mas, em caso de êxito, o investimento dos sócios origina benefícios mais elevados do que o dos outros investidores. Possibilitar a alguns sócios retirar valor das sociedades para cobrir riscos dos seus investimentos seria contrariar o modo de afetação dos patrimónios societários e possibilitar a esses sócios cobrir – à custa dos outros interessados, nomeadamente dos credores – riscos inerentes à qualidade de sócio.

Nem se invoque que, por força dos art. 149 e ss. do CVM<sup>37</sup>, nos aumentos de capital por oferta pública a sociedade emitente é responsável pelos danos causados pela desconformidade do conteúdo do prospeto com as exigências do art. 135 do mesmo código<sup>38</sup>.

<sup>35</sup> Vale a pena lembrar – mesmo que tal possa ser visto como mera curiosidade – que o Código Comercial de 1888, recorria, no art. 137, para qualificar o ativo a partilhar no caso de dissolução, à ideia de «resíduo».

<sup>36</sup> *Corporate Law*, 3.<sup>a</sup> ed., cit., pp. 35 e 36.

<sup>37</sup> E do Regulamento (UE) 2017/1129, de 14 de junho de 2017, «relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado, e que revoga a Diretiva 2003/71/CE», mormente do seu art. 11.

<sup>38</sup> Sobre o tema, v., na literatura portuguesa recente, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina, 2016, pp. 729 e ss., A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2016, pp. 362 e ss., JOSÉ FERREIRA GOMES, «Responsabilidade Civil pelo Prospeto: a Delimitação dos Responsáveis perante o Artigo 149.º/1 CVM», in *Revista de Direito das Sociedades*, ano VIII (2016), n.º 4, pp. 813 e ss., JOSÉ MELO RODRIGUES e JULIANO FERREIRA, «Responsabilidade pelo Conteúdo do Prospeto – O Caso Específico do Revisor Oficial de Contas», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 55, dezembro 2016, pp. 167 e ss., ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «It’s

Em primeiro lugar, porque não há semelhança entre a subscrição de aumentos de capital em sociedades não abertas e a subscrição em ofertas públicas de subscrição de ações –, pois os destinatários dos prospectos estão tipicamente em situações diversas dos subscritores de aumentos de capital de sociedades não abertas (não podem realizar operações de *due diligence*) e pretendem ser acionistas com perfil diferente dos destes. Enquanto quem subscreve ações em ofertas públicas é tendencialmente mero aplicador de capital, sem pretender intervenção na condução da empresa, quem subscreve ações em aumentos de capital de sociedades não abertas é tendencialmente um investidor interessado em intervir na condução da empresa. O regime da responsabilidade pelos prospectos não visa regular a «formação da vontade» dos investidores (isto é, o modo de contratação), mas sim proteger o seu património – não sendo, pois, a sua razão de ser extensível aos aumentos de capital em sociedades não abertas.

Em segundo lugar, porque tal regime, embora preveja a responsabilidade da emitente, não prevê a regulação contratual da mesma, nomeadamente por estipulações de resolução do aumento de capital ou de devolução de parte do valor de realização, pelo que, ainda que tal regime devesse ser estendido aos aumentos de capital por oferta particular, nunca legitimaria essas estipulações.

De resto, está em aberto saber como compatibilizar, no plano eurocomunitário, as regras acerca da responsabilidade pelo prospecto com as regras acerca da conservação do capital social<sup>39</sup>, parecendo-me claro que aquelas devem ser interpretadas de modo a serem compatíveis com estas.

#### 4. Soluções para o problema

No quadro do direito constituído, o modo de, no momento da negociação do investimento, satisfazer pretensões de novos investidores de se acautela-

*the End of the World as We Know it? Sobre a Responsabilidade Civil pelo Prospecto*», in *Direito das Sociedades em Revista*, ano II, vol. 22, outubro 2019, pp. 63 e ss., e FILOMENA GASPAS ROSA, «O Dano na Responsabilidade Civil pelo Prospecto», in *Estudos em Homenagem ao Juiz Conselheiro António Henriques Gaspar*, Almedina, 2019 pp. 283 e ss.

<sup>39</sup> Para um resumo do problema, com indicação de literatura relevante, v. o que escreve NIKOLAI VOKUHL, in *European Capital Markets Law*, edited by Rüdiger Veil (tradução do original alemão *Europäisches KapitalMarktRecht*), Hart Publishing, 2013, pp. 242 e 245.

rem contra desconformidades entre imagens da realidade societária em que baseiem a sua decisão de investimento e a realidade parece só poder consistir na assunção de obrigações por aqueles que, na qualidade acionistas, se disponham a tomar a deliberação de aumento de capital a subscrever pelos novos investidores. Acordos entre acionistas e futuros acionistas são a via admitida.

Como tal via não parece dar resposta cabal a todos interesses que podem estar em causa, julgo que seria útil uma alteração do direito vigente que possibilitasse algum grau de «contratualização» (entre as sociedades emitentes e investidores não sócios) dos aumentos de capital. No entanto, por força das regras eurocomunitárias na matéria, tal alteração não só não poderia consistir numa total liberalização do conteúdo desses contratos como deveria prever que o conteúdo da «contratualização» fosse «homologado» pela própria deliberação de aumento de capital. Nesse sentido, apontam, designadamente, os seguintes preceitos da Diretiva Codificadora (aplicáveis, no caso de Portugal, às sociedades anónimas):

- O art. 53, epígrafado «Obrigação dos acionistas de realizar entradas», que estabelece que «Sem prejuízo das disposições respeitantes à redução do capital subscrito, os acionistas não podem ser dispensados da obrigação de realizar a sua entrada»<sup>40</sup>;
- O art. 68, epígrafado «Deliberação da assembleia geral relativa ao aumento do capital», que estabelece que «Qualquer aumento do capital deve ser deliberado pela assembleia geral», ainda que autorize mecanismos como o do art. 458 do CSC<sup>41</sup>;
- O art. 85, epígrafado «Tratamento igual de todos os acionistas que se encontrem em condições idênticas», que estabelece que na aplicação das regras do capítulo da Diretiva intitulado «Conservação e alterações do capital», as leis dos Estados-Membros «devem garantir um

<sup>40</sup> Para a análise do art. 12 da Segunda Diretiva, do qual provém este artigo, v. RAÚL VENTURA, «Adaptação do Direito Português à Segunda Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades», in *Documentação e Direito Comparado*, n.º 3, 1980, pp. 35 e 36.

<sup>41</sup> Para a análise ao art. 25 da Segunda Diretiva, do qual provém este artigo, v. RAÚL VENTURA, «Adaptação do Direito Português à Segunda Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades», cit., pp. 67 e ss.

tratamento igual a todos os acionistas que se encontrem em condições idênticas»<sup>42</sup>.

*Dezembro de 2019*

<sup>42</sup> Quanto ao direito de preferência na subscrição, há a lembrar que o art. 72 da Diretiva, epigrafoado «Aumento do capital por entradas em dinheiro», embora enuncie, no n.º 1, que «Em todos os aumentos do capital subscrito por entradas em dinheiro, as ações devem ser oferecidas com preferência aos acionistas, proporcionalmente à parte do capital representada pelas suas ações», não só prevê, no n.º 2, as regras transpostas no art. 460 do CSC, como permite aos Estados-Membros criarem desvios a tal regra, estabelecendo que «A legislação de um Estado-Membro pode estabelecer que os estatutos, o ato constitutivo ou a assembleia geral, deliberando em conformidade com as regras de quorum, de maioria e de publicidade indicadas no n.º 4 do presente artigo, possam conceder o poder de limitar ou de suprimir o direito de preferência ao órgão da sociedade autorizado a decidir o aumento de capital subscrito, nos limites do capital autorizado. Esse poder não pode ter um prazo de exercício superior ao do poder previsto no artigo 68.º, n.º 2.». Sobre tal regime, embora por referência à Segunda Diretiva, v. RAÚL VENTURA, «Adaptação do Direito Português à Segunda Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades», cit., pp. 76 e ss., PEDRO DE ALBUQUERQUE, *Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas*, cit., pp. 109 e ss., e PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, cit., pp. 470 e ss.