

# ACÇÕES PRÓPRIAS E INTERESSES DOS ACCIONISTAS (\*)

*Pelo Dr. João Gomes da Silva*

1. Introdução; 2. Aquisição e alienação de acções próprias; 2.1. O princípio da igualdade de tratamento; 2.2. Aquisição de acções próprias; 2.3. Alienação de acções próprias; 2.4. Deveres de informação; 2.5. O regime das aquisições e alienações ilícitas; 3. Detenção de acções próprias; 3.1. A suspensão dos direitos inerentes às acções; 3.2. A influência das acções próprias na constituição da assembleia e na formação das deliberações sociais; 4. Penhor e usufruto de acções próprias; 5. Aquisição de acções da sociedade dominante pela sociedade dependente; 5.1. Aquisição e alienação de acções; 5.2. Detenção de acções; 6. Conclusão.

## **1. Introdução.**

Ultrapassada que foi a discussão dogmática acerca da possibilidade de uma sociedade anónima deter participações de si própria — ultrapassagem essa motivada mais pela pressão da realidade económica, que pela força dos argumentos teóricos utilizados na defesa da sociedade accionista de si própria <sup>(1)</sup> — a discussão

---

(\*) Corresponde, no essencial, ao relatório apresentado na disciplina de Direito Comercial, sob a regência do senhor Professor Doutor Fernando Pessoa Jorge, no âmbito do Curso de Mestrado em Ciências Jurídico-Comerciais 1998-1999, da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa.

(1) Ver, sobre a discussão acerca da admissibilidade dogmática da aquisição de acções próprias, por último, entre nós, MARIA VICTÓRIA RODRIGUES VAZ FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra,

sobre as acções próprias deslocou-se nas últimas décadas para o terreno da sua *utilidade*, para as vantagens e perigos que as operações com acções próprias envolvem. Os vários ordenamentos representam hoje uma síntese de compromisso entre esses dois pólos, procurando conciliar as vantagens que as sociedades anónimas podem retirar da possibilidade da realização de operações com acções próprias com uma tutela eficaz dos interesses que podem ser afectados por essas operações <sup>(2)</sup>.

As acções próprias implicam em primeiro lugar *riscos para os interesses dos credores*, tendo em conta a função de garantia dos mesmos que desempenha a cifra do capital social, função essa que pode ser facilmente desrespeitada com a aquisição de acções próprias pela sociedade. Foram estes riscos que historicamente originaram as várias soluções proibitivas que foram consagradas no decorrer do século XX, e que se apresentam ainda hoje como o *maior perigo* a ser evitado na regulamentação concreta do instituto <sup>(3)</sup>.

Aponta-se em segundo lugar a possibilidade de, através da aquisição e alienação de acções próprias, se desrespeitarem os princípios fundamentais do direito dos valores mobiliários, referindo-se em particular a influência que sucessivas aquisições e alienações de acções por parte da sociedade pode ter no mecanismo de formação dos preços no mercado, levando a uma alteração artificial do valor das acções. O Código das Sociedades

---

Almedina, 1994, págs. 34 e segs. Na doutrina estrangeira, também por último, VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, Madrid, Marcial Pons, 1995, págs. 25 e segs., e ANDREAS BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanisches Recht*, Baden-Baden, Nomos Verlagsgesellschaft, 1998, págs. 33 e segs.

<sup>(2)</sup> É essa a solução dada hoje pela generalidade dos ordenamentos jurídicos europeus, que se filia na Segunda Directiva do Conselho das Comunidades Europeias, de 13 de Dezembro de 1976, Directiva «tendente a coordenar as garantias que, para protecção dos interesses dos sócios e de terceiros, são exigidas nos Estados-membros às sociedades, na acepção do segundo parágrafo do artigo 58 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», que se encontra publicada no Jornal Oficial n.º L 26/1 de 3 de Janeiro de 1977. A Segunda Directiva foi alterada pela Directiva do Conselho de 23 de Novembro de 1992 (92/101/CEE), publicada no Jornal Oficial n.º L 247/64, de 28 de Novembro de 1992.

<sup>(3)</sup> O princípio da conservação do capital e a tutela dos credores sociais marcam os aspectos fundamentais do regime das acções próprias. Vejam-se os artigos 316.º, 317.º, número 4, e 318.º, número 2, do Código das Sociedades Comerciais.

Comerciais procura obviar a esse perigo, limitando a possibilidade de uma sociedade adquirir as suas próprias acções ao limite máximo geral de 10% do capital social <sup>(4)</sup>, mas é, como se compreende, no domínio da regulamentação dos mercados de valores mobiliários que se combate mais eficazmente este risco.

Tradicionalmente, colocam-se em último lugar os interesses dos accionistas. Também estes, contudo, poderão ser fortemente penalizados pelos efeitos das operações com acções próprias. O presente trabalho, operando um corte com a realidade, pretende assim analisar as acções próprias de um especial ponto de vista: aquele dos accionistas de uma sociedade anónima.

## 2. Aquisição e alienação de acções próprias.

### 2.1. O princípio da igualdade de tratamento.

#### *O princípio da igualdade de tratamento em geral.*

O artigo 321.º, do Código das Sociedades Comerciais <sup>(5)</sup>, estabelece que as aquisições e alienações de acções próprias devem respeitar o princípio da igualdade de tratamento dos accionistas, salvo se a tanto obstar a natureza do caso. O preceito tem também por fonte a Directiva 77/91/CEE, que, no seu artigo 42.º, estabelecia que «para a aplicação da presente directiva, as legislações dos Estados-membros garantirão um tratamento igual aos accionistas que se encontrem em condições idênticas». A previsão comunitária obrigava pois a que os vários Estados legissem no sentido de garantir a igualdade de tratamento nas várias matérias sobre que versava a Directiva. Alguns ordenamentos, como o alemão, foram mais longe que o exigido pela Directiva e aproveitaram o ensejo para consagrar o princípio da igualdade de tratamento como um princípio geral do direito das sociedades por acções <sup>(6)</sup>. O legisla-

---

<sup>(4)</sup> Artigo 317.º, número 2.

<sup>(5)</sup> Todas as referências legais sem indicação da respectiva fonte consideram-se feitas ao Código das Sociedades Comerciais.

<sup>(6)</sup> Cfr. § 53a, do *Aktiengesetz* alemão. Daí que o princípio tenha tido o seu maior desenvolvimento doutrinal neste País.

dor português optou por consagrar o princípio, limitando no entanto a sua aplicação à matéria da aquisição e alienação de acções próprias.

O princípio da igualdade de tratamento, no entanto, embora aparentemente simples no seu enunciado, levanta as maiores reservas quanto ao seu fundamento, sentido e alcance.

Tradicionalmente se distinguem na doutrina os conceitos de *igualdade de tratamento* e de *igualdade de direitos*. Com este último termo pretende-se referir que as acções conferem aos seus titulares iguais direitos, embora possam naturalmente existir categorias diferentes de acções (7). Como dispõe o artigo 302.º, número 2, todas as acções que formem uma categoria têm de conferir iguais direitos.

A igualdade de tratamento é de certa forma um corolário da igualdade de direitos. Se todas as acções conferem iguais direitos, a única diferença relevante entre os accionistas deverá ser a do número de acções de que são titulares, o que significa que eventuais diferenças de tratamento apenas nesse critério se poderão fundar, e nunca em situações pessoais desses mesmos sócios (8). Estes, na *medida proporcional* das suas acções, devem ser tratados de forma igual. O princípio da igualdade de tratamento não é pois um princípio de igualdade absoluta, mas sim de igualdade proporcional. Como se afirma expressivamente na doutrina italiana, nas sociedades anónimas não se agrupam pessoas, mas sim «bolsas de dinheiro» (9). O único critério de distinção possível entre os sócios é o do tamanho das suas *bolsas* (10).

---

(7) A igualdade de direitos é uma característica da impessoalidade da sociedade anónima. Daí que, embora se admitam direitos especiais, estes só possam ser atribuídos a categorias de acções. Cfr. artigo 24.º, número 4.

(8) Como afirma D'ALESSANDRO, «La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti», *Rivista delle società*, 1987, 1, pág. 4, «como cada lira é igual a qualquer outra [...] deve permanecer irrelevante por definição qualquer diferença que não se possa reconduzir a uma diferente quantidade de participação».

(9) D'ALESSANDRO, «La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti», cit., pág. 3.

(10) Esta proporcionalidade verifica-se especialmente no âmbito dos direitos principais, como o direito ao voto, ao dividendo ou à quota de liquidação. Nos direitos secundários, o princípio da igualdade de tratamento funcionará em princípio *por cabeça*, ou seja, por accionista, independente da sua medida de participação no capital, se bem que se

Duas restrições são assim, desde logo, impostas ao princípio da igualdade de tratamento. Este não actua de forma universal dentro da sociedade, visto que a igualdade funciona apenas dentro de cada categoria de acções. E, dentro de cada categoria, a igualdade dos sócios não é absoluta, mas proporcional, tendo de respeitar as diferenças de *bolsas* existentes na sociedade.

O princípio da igualdade de tratamento não é, também, um princípio de igualdade *entre os sócios*. O princípio dirige-se fundamentalmente aos órgãos da sociedade, onde se destaca naturalmente o órgão de administração. É este que na sua actuação tem o dever de tratar os sócios de forma igual. E este dever existe apenas nas relações societárias (*gesellschaftsrechtliche Beziehungen*) <sup>(11)</sup>. No âmbito da sua actividade (*schuldrechtliche Beziehungen*), a sociedade permanece livre de celebrar negócios com sócios ou terceiros sem estar vinculada ao princípio da igualdade.

*Tratar os sócios por forma igual no âmbito das relações societárias*, como bem se compreende, é ainda de qualquer forma um conceito bastante vago, que torna a aplicação do princípio bastante problemática.

Daí que a doutrina, num esforço de concretização do princípio, o formule em termos fundamentalmente negativos, no sentido de que o que se proíbe são as discriminações *arbitrárias* entre os sócios. Para que haja uma violação ao princípio da igualdade de tratamento não basta aferir da existência de uma desigualdade de

---

admite que diferenças em termos de participação poderão ser fundamento para distinções entre os sócios, como por exemplo o tempo disponível para cada sócio tomar da palavra em assembleia. Sobre este aspecto, ver LUTTER/ZÖLLNER, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz* — Band 1, §§ 1-75 AktG, 2.<sup>a</sup> ed., Carl Heymanns Verlag, 1986-1988, § 53a, anotação 23.

<sup>(11)</sup> Se bem que, como adverte ANGELICI, «Parità di trattamento degli azionisti», *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obligazioni*, LXXXV (1987), 1-2, pág. 4, o campo natural da igualdade de tratamento não é o campo estrito da organização societária, visto aí normalmente as questões serem resolvidas pela regra da igualdade de direitos. Para que se coloque a questão da igualdade de tratamento entre os sócios, «É necessário de facto tratar-se de problemas que se relacionem por qualquer forma com o conjunto dos interesses societários: [...] Devem ser problemas que, por outro lado, não se esgotem no plano da organização societária: pois essa, nas sociedades por acções, baseia-se sobre uma referência objectiva às acções e de *per se* enfrenta as questões nos termos da igualdade formal dos direitos». Veja-se, ainda, REUL, *Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen*, Tübingen, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), 1991, págs. 270-272.

tratamento em concreto, que por si só não constitui uma violação ao princípio <sup>(12)</sup>. Para que exista essa violação é ainda necessário que a desigualdade não seja fundamentada <sup>(13)</sup>. Como verificar o carácter arbitrário de uma discriminação? Através da ponderação entre o interesse *da sociedade* na medida em questão e o sacrifício do interesse de algum ou alguns dos sócios em concreto. Para que a desigualdade seja justificada, a medida tomada no interesse da sociedade tem de ser «adequada a promover ou a proteger o interesse da sociedade em causa, e tem também de ser necessária e proporcional para atingir este objectivo» <sup>(14)</sup>.

Finalmente, no que diz respeito às violações ao princípio, verificam-se grandes hesitações na doutrina. Defende-se em tese a anulabilidade das decisões que violem a igualdade de tratamento entre os sócios, tenham estas origem no órgão de administração ou na assembleia geral <sup>(15)</sup>, embora se conclua que as consequências de uma violação não devam ser vistas de forma unitária.

---

<sup>(12)</sup> «Se se visse em cada desigualdade de tratamento uma violação contra o princípio da igualdade de tratamento, a sociedade ficaria bastante limitada na sua margem de manobra». BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanischen Recht*, cit., págs. 242-243.

<sup>(13)</sup> Esta posição constitui opinião comum na doutrina alemã. Ver BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanischen Recht*, cit., pág. 242, THOMAS RAISER, *Recht der Kapitalgesellschaften. Ein Handbuch für Praxis und Wissenschaft*, 2.ª ed., München, Verlag Franz Vahlen, 1992, pág. 69, HEFERMEHL/BUNGEROTH, in GESSLER/HEFERMEHL/ECKHARDT/KROPFF, *Aktiengesetz, Kommentar, Band 1*, München, Franz Vahlen, 1973-1984, § 53a, anotação 13, e LUTTER/ZÖLLNER, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, cit., §53a, anotação 6.

<sup>(14)</sup> LUTTER/ZÖLLNER, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, cit., § 53a, anotação 15, referindo-se expressamente aos critérios de *Geeignetheit*, *Erforderlichkeit* e *Verhältnismässigkeit* (adequação, necessidade e proporcionalidade).

<sup>(15)</sup> Afirma MARCO CASSOTTANA, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, 120, Milano, Giuffrè, 1991, pág. 105, que «... a elaboração tradicional alemã do direito dos accionistas à igualdade de tratamento reconduz-se fundamentalmente à disciplina da invalidade das deliberações de assembleia: a regra da *Gleichbehandlung* é reconhecida cláusula geral daquele ordenamento susceptível de viciar a deliberação ao lado de qualquer "violação de lei"». Ver, sobre as várias consequências possíveis defendidas no direito alemão para a violação da igualdade de tratamento, LUTTER/ZÖLLNER, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, cit., § 53a, anotação 31 e segs.

*O artigo 321.º, do Código das Sociedades Comerciais.*

As acções próprias são, por antonomásia, o campo de aplicação do princípio da igualdade de tratamento. Precisamente porque escapam à zona acima referida da *paridade de direitos*, visto que as acções não concedem, como se sabe, qualquer direito a serem alienadas à sociedade nem a adquirir acções à sociedade. Aliás, em princípio, a aquisição e alienação de acções próprias não deveria estar sujeita à regra da igualdade de tratamento, visto que o sócio que aliena ou adquire à sociedade acções, celebra com ela um contrato que escapa totalmente aos quadros da organização societária. No entanto, a contraparte da sociedade neste negócio é necessariamente um accionista, no caso de aquisição, e pode também sê-lo no caso de alienação, o que introduz na relação um *elemento societário* que justifica a aplicação do princípio<sup>(16)</sup>.

Assim, a sociedade, ao adquirir acções próprias, deverá tratar de forma igual os accionistas, se não existir nenhum motivo ponderoso que leve a que as acções sejam adquiridas a algum ou alguns accionistas em concreto. Essa igualdade de tratamento significa aqui essencialmente *uma igualdade de oportunidades de participação no processo de aquisição*<sup>(17)</sup>. Não existe, em princípio, qualquer fundamento para que a sociedade adquira acções a um accionista e não a outros que estejam igualmente dispostos a alienar as suas participações. A liberdade do órgão de administração na escolha do accionista a quem adquirir as acções implica o risco de ser feita a accionistas *amigos* a preços especialmente vantajosos, ou como forma de influenciar as relações de poder dentro da assembleia.

Na alienação das acções, a situação é idêntica. Agora, o órgão de administração será em princípio livre para alienar as acções a accionistas ou a terceiros, mas optando pela primeira alternativa,

---

<sup>(16)</sup> HEFERMEHL/BUNGEROTH, *Aktiengesetz, Kommentar*, cit., § 53a, anotação 19 e 20, e CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Collana della Rivista delle Società, 14, Monografie e Raccolte di Studi — MR 9, Milano, Giuffrè, 1988, pág. 47.

<sup>(17)</sup> BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanisches Recht*, cit., pág. 243, e LUTTER, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, cit., § 71, anotação 15.

mais uma vez, não existe qualquer razão — à partida — para excluir algum sócio da possibilidade de aquisição das acções que a sociedade pretende alienar. Mais uma vez se entrevê claramente o perigo de uma escolha livre, por parte do órgão de administração, de quais os sócios adquirentes, ou de quais os terceiros futuros accionistas: o de escolher accionistas *próximos* de si. Se é certo que qualquer accionista é, por princípio, livre de alienar as suas acções a quem entender, esse princípio terá de ceder quando o accionista que aliena é o próprio órgão de administração, que não pode deter o poder de escolher quais os accionistas da sociedade.

É neste contexto que se inclui o artigo 321.º do Código das Sociedades Comerciais, que se parece ajustar a tudo quanto se referiu acima em termos de elaboração doutrinal do princípio. De facto, o próprio enunciado da disposição legal demonstra claramente que não se trata de um princípio absoluto. Se a tanto *obstar a natureza do caso*, a igualdade de tratamento dos accionistas não terá de ser respeitada. A excepção significa aqui a consagração do entendimento do princípio como *uma proibição de discriminações arbitrárias*, sendo pois admitidas as excepções motivadas pelo interesse da sociedade, desde que a desigualdade resulte adequada, proporcional e necessária para satisfazer o interesse da sociedade. Alguns casos em que tal desigualdade se justificará directamente serão os previstos no artigo 319.º, número 3, alíneas *a)*, *c)*, *d)*, *e)*, e *f)*.

RAÚL VENTURA, curiosamente, havia proposto — num texto bastante semelhante ao que veio a resultar o artigo 321.º — o seguinte articulado: «as aquisições e as alienações de acções próprias devem respeitar o princípio do igual tratamento dos accionistas, salvo quando a natureza do caso, *tal como figurado na lei* <sup>(18)</sup>, o impeça» <sup>(19)</sup>. A proposta levaria pois a que apenas se exceptuassem da obrigação de igual tratamento as situações em que a «natureza do caso» constasse expressamente da lei. A formulação defi-

---

<sup>(18)</sup> Itálico nosso.

<sup>(19)</sup> RAÚL VENTURA, «Adaptação do direito português à segunda directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre Direito das Sociedades», Separata do *Boletim do Ministério da Justiça*, n.º 3, 1980 (Documentação e Direito Comparado), pág. 143, artigo Z.



nitiva do preceito leva no entanto a entender que outros casos, mesmo que não figurados na lei, possam implicar a não aplicação da regra da igualdade de tratamento <sup>(20)</sup>

Advirta-se que a igualdade de tratamento não se obtém apenas através da consagração legal do princípio, mas, bem mais, através da regulamentação da aquisição e alienação de acções próprias. O princípio da igualdade de tratamento servirá na análise dessas regras principalmente como critério interpretativo da bondade das soluções legislativas, e será directamente aplicado apenas onde aquelas não assegurem uma adequada tutela dos accionistas.

## 2.2. Aquisição de acções próprias.

*A exigência de deliberação de autorização da assembleia geral.*

O artigo 319.º, do Código das Sociedades Comerciais, exige para a aquisição de acções próprias uma prévia deliberação da assembleia geral, o que poderia à primeira vista causar alguma perplexidade, visto tal aquisição consistir num acto de gestão da sociedade que, logicamente, deveria pertencer ao âmbito de competências do órgão de administração <sup>(21)</sup>. A necessidade de autorização é, no entanto, uma manifestação importante de tutela dos accionistas <sup>(22)</sup>.

A justificação por assim dizer *clássica* para a necessidade de deliberação da assembleia geral era encontrada no facto de a aqui-

---

<sup>(20)</sup> Cfr. RAÚL VENTURA, *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais: Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, Coimbra, Almedina, 1992, págs. 371-372, com outros exemplos de aplicação do preceito.

<sup>(21)</sup> O artigo 319.º, sob a epígrafe incorrecta de *deliberação de aquisição* (veja-se a epígrafe similar do artigo 320.º), regula na realidade um processo de autorização. A assembleia não delibera a aquisição, mas permite através dela que o órgão de administração possa licitamente adquirir.

<sup>(22)</sup> A necessidade de autorização da assembleia geral foi consagrada pela primeira vez no artigo 144.º do velho Código Comercial italiano, tendo sido acolhida no artigo 19, alínea a), da Directiva 77/91/CEE.

sição de acções próprias só poder ser feita à custa de bens que possam ser distribuídos aos sócios. Daí se retirava que a utilização do património social implicaria um adiamento de repartição de tais fundos entre os sócios. Como corolário lógico, teria de ser a assembleia geral, exclusivamente competente para deliberar sobre a distribuição de dividendos, quem deveria ter o poder de decidir a aquisição de acções próprias em lugar da distribuição dos lucros (23).

Esta justificação não resulta, no entanto, convincente, por duas ordens de razões. Em primeiro lugar, porque é certo que qualquer negócio realizado pela sociedade à custa do seu «património livre» implica um gasto de meios que poderiam ser destinados a repartição entre os sócios, e é certo que todos esses actos permanecem na competência exclusiva do órgão de administração. Em segundo lugar, porque se o fundamento da deliberação da assembleia geral fosse efectivamente esse, e a aquisição representasse como que uma alternativa à distribuição de dividendos, então a competência para a aquisição de acções próprias deveria pertencer exclusivamente à assembleia, e não apenas o poder de autorizar a operação, visto que, como princípio, toda a distribuição de bens sociais aos sócios é da sua exclusiva competência (artigo 31.º, do Código das Sociedades Comerciais) (24).

O verdadeiro fundamento do recurso à assembleia geral é o da alteração das quotas de poder dentro da sociedade que a aquisição provoca. A aquisição de acções próprias, mesmo quando não é feita a accionistas determinados, provoca de forma quase necessária alterações na estrutura de poder da assembleia. Esta alteração, à custa de meios da sociedade, apenas pelos sócios deve ser per-

---

(23) Este argumento leva alguns autores a entender que mesmo na ausência de preceito expresso, sempre caberia à assembleia pronunciar-se sobre a aquisição de acções próprias. Veja-se ANTONIO PAVONE LA ROSA, «Le attribuzioni dell'assemblea della società per azioni in ordine al compimento di atti inerenti alla gestione sociale», *Rivista delle società*, 1997, 1, pág. 2, que afirma «Devendo a aquisição de acções próprias ser realizada com bens distribuíveis ou reservas disponíveis, em nenhum caso os administradores poderão dar seguimento à indicada operação na ausência de uma preventiva autorização da assembleia, [...]».

(24) Ver, no mesmo sentido, VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, cit., pág. 315.

mitida (25). Não permitindo que o órgão de administração possa livremente adquirir as acções da sociedade, evita-se «que a administração organize uma submissa falange de apoio, designadamente simulando vendas a favor de pessoas de confiança (testas de ferro) que, finda a assembleia, as revendem à sociedade» (26).

Insista-se neste ponto. A intervenção da assembleia é o instrumento que melhor garante os interesses dos accionistas no momento da aquisição de acções próprias, e assegura vantagens importantes, quando comparada com a alternativa da atribuição de competência exclusiva ao órgão de administração.

Em primeiro lugar, a necessidade de prestação de autorização neutraliza, como se viu, o órgão de administração da sociedade, e limita também a actuação dos sócios maioritários. A exigência do respeito da deliberação da assembleia pelo princípio da igualdade de tratamento (artigo 321.º), sob pena de invalidade, tem um alcance e uma sindicância bem maior do que na alternativa de uma actuação livre do órgão de administração.

Mas a intervenção da assembleia permite também uma transparência e um conhecimento da operação por parte de todos os accionistas, superior a qualquer possível alternativa, facto que também condicionará necessariamente os sócios que controlem a assembleia (27).

---

(25) Como afirma MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, 133, Milano, Giuffrè, 1992, pág. 108, seria estranha a escolha legislativa que «consentisse ao órgão administrativo modificar directamente com manobras sobre as acções sociais, a própria composição da propriedade accionista e de erigir-se assim a árbitro das alterações da titularidade dos interesses confiados ao seu cuidado».

(26) PINTO COELHO, «A aquisição de acções próprias pela sociedade anónima», *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, vol. XI, 1957, pág. 94. (O artigo citado foi publicado pela primeira vez, em Itália, na *Nuova Rivista di Diritto Commerciale*, em 1954. Os defeitos de tradução para o italiano foram no entanto tão grandes que o Autor apareceu publicado como *Pinto Cuehlo*, erro esse que infelizmente perdurou e vem sendo repetido pela maior parte dos trabalhos publicados sobre acções próprias; veja-se, por exemplo, os índices bibliográficos das obras de VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, cit., e de VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones*, Valladolid, Lex Nova, 1985).

(27) O *ser*, no entanto, como se sabe, tem dificuldades tradicionais em se acomodar ao *dever ser*. A exigência da participação da assembleia nas operações sobre acções próprias é uma fonte de garantia dos accionistas, o que não significa que essa garantia não

O legislador estabeleceu assim uma «competência repartida» nas operações com acções próprias. A aquisição permanece um acto de gestão, e só pelo órgão de administração pode ser realizada; tal aquisição, no entanto, só pode ser realizada obtida a autorização da assembleia geral. A assembleia competente será a assembleia ordinária <sup>(28)</sup>.

Se a autorização da assembleia é essencial para a licitude da aquisição, coloca-se no entanto a questão de saber se ela poderá ocorrer *posteriormente* à aquisição de acções próprias, como que ratificando a aquisição realizada <sup>(29)</sup>. A doutrina, de forma quase unânime, admite a ratificação por parte da assembleia, entendendo que consiste num expediente prático <sup>(30)</sup> (se o órgão de administração realiza uma aquisição ilícita, a consequência legal dessa

possa ser superada. Assim, em Espanha, a doutrina indica como, rapidamente, nas grandes sociedades, se *ultrapassou* essa garantia dos accionistas, afirmando-se que «Boa prova de isso o temos na prática espanhola posterior à reforma de 1989. Os anúncios das convocações de assembleias gerais destas grandes sociedades contêm indefectivelmente como ponto da ordem do dia esta autorização, que se está convertendo, se não se converteu já, numa cláusula puramente ritual, [...]». Cfr. VELASCO SAN PEDRO — «Acciones propias e igualdad de los accionistas (cuestiones de Derecho de sociedades y de Derecho del mercado de valores)», in AA.VV., *Estudios de derecho mercantil en homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont*, Valencia, Tirant lo blanch, 1995, pág. 3918. Ver ainda VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocarretera*, cit., pág. 317, nota 46, que também refere a «corruptela de renovar a autorização ano após ano nas assembleias gerais ordinárias...».

<sup>(28)</sup> A doutrina discute se a assembleia poderá *forçar* a administração a determinada aquisição. Dado o carácter autorizativo da deliberação, e o facto de se tratar de um acto de gestão, parece que não. Como afirma FRANCESCO GALGANO, *La società per azioni*, Padova, CEDAM, 1984, pág. 156, «A aquisição é acto dos administradores, mesmo se "autorizado" pela assembleia. Este é um dos casos em que a assembleia delibera, excepcionalmente, sobre actos de gestão; mas a assembleia não delibera a aquisição, sobre proposta dos administradores, mas autoriza os administradores a adquirir, e estes podem, mesmo depois de ter solicitado e obtido a autorização da assembleia, abster-se de efectuar a aquisição, que permanece acto de gestão próprio dos administradores, e não já acto de execução da deliberação da assembleia». Veja-se ainda SBISÀ, in FRÉ/SBISÀ, *Della società per azioni. Tomo I. Commentario del Codice Civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, 6.ª ed., 1997, pág. 377.

<sup>(29)</sup> EMMA SABATELLI, «Acquisto di azioni proprie da parte della società emittente», in AA.VV., *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di Luca Buttaro e Antonio Patroni Griffi, Collana della Rivista delle Società, 13, Milano, Giuffrè, 1984, pág. 283, nota 14, refere estes casos como sendo casos de *autorização sucessiva*.

<sup>(30)</sup> CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, cit., pág. 112.

aquisição é a da obrigatoriedade de alienação das acções ilicitamente adquiridas no prazo de um ano <sup>(31)</sup>; se, entretanto, se verificar uma assembleia geral que *ratifique* a aquisição, será inútil impor a alienação de acções, que, afinal, poderiam *agora* ser licitamente adquiridas), e que permite de qualquer forma efectuar um controlo *a posteriori* pelos sócios da aquisição realizada <sup>(32)</sup>.

Note-se, contudo, em primeiro lugar, que esta possibilidade não é tão ampla quanto possa parecer. Apenas faz sentido discutir a possibilidade de ratificação de uma aquisição quando o *único requisito de licitude* que tenha faltado à aquisição tenha sido precisamente a deliberação dos sócios. Se a aquisição tiver incidido sobre acções não liberadas, ou se tiver ultrapassado o limite dos 10% do capital social previsto na lei fora das excepções permitidas, ou ainda se tiver violado o princípio da igualdade de tratamento, a *ratificação* da assembleia geral não impede a ilicitude da aquisição <sup>(33)</sup>.

Mas, mesmo naquelas situações em que a possibilidade de ratificação se coloca, ela não deverá ser admitida. Afirma-se que a ratificação permite um controlo *a posteriori* da actuação do órgão de administração. Mas referiu-se acima que a principal razão que justifica a intervenção da assembleia é o perigo da influência da administração, à custa de meios da sociedade, sobre as relações de poder dentro da assembleia. Ora bem. Admitir a ratificação por parte da assembleia seria permitir que a assembleia que ratificasse a aquisição seria aquela assembleia já com as relações de poder *alteradas* por força da aquisição. O que não permite quaisquer hipóteses de uma actuação de controlo por parte da mesma. Perante este perigo, parece bem mais razoável — com apoio aliás no próprio enunciado do artigo 319.º — não permitir a possibili-

---

<sup>(31)</sup> Artigo 323.º, número 2, do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>(32)</sup> FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., pág. 209, e RAFFAELE NOBILI, «Osservazioni in tema di azioni proprie», in AA.VV. — *Problemi relativi all'attuazione della seconda direttiva CEE: Giornata di studio — Milano 26 settembre 1987*, Giornate di studio, 7, Comitato Regionale Notarile Lombardo, Milano, Giuffrè, 1988, págs. 76-77.

<sup>(33)</sup> Em termos semelhantes, VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, cit., págs. 347 e segs.

dade de ratificação<sup>(34)</sup>, tanto mais que, em situações excepcionais, o órgão de administração sempre terá ao seu dispor a utilização da faculdade que lhe é concedida pelo artigo 319.º, número 3, de adquirir autonomamente as acções, para evitar um prejuízo grave e iminente para a sociedade. Ou a aquisição é necessária para evitar este prejuízo, e aí encontra-se coberta pela permissão legal, ou se não o é, a administração da sociedade não pode adquirir sem a prévia deliberação da assembleia.

### *O conteúdo da deliberação de autorização.*

A segunda directiva do Conselho estabeleceu como requisitos mínimos para a deliberação da assembleia geral a necessidade de esta conter «o número máximo de acções a adquirir, o período de tempo, não excedente a dezoito meses, durante o qual a autorização é válida e, no caso de aquisição a título oneroso, os contravalores mínimo e máximo»<sup>(35)</sup>.

A deliberação sobre o número máximo de acções a adquirir explica-se tendo em conta o efeito que a aquisição dessas acções terá sobre a estrutura da sociedade. Como acima se referiu, as acções próprias implicam um aumento proporcional do peso das acções que permanecem em circulação, o que significa que, quanto maior for a auto-carteira da sociedade, menor será a percentagem necessária para deter o controlo da mesma. Daí que seja necessário atribuir aos accionistas o poder de deliberar sobre a

---

(34) VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, cit., págs. 350-351, também não admite a ratificação. No mesmo sentido, SBISÀ, in FRÉ-SBISÀ, *Della società per azioni*, cit., págs. 396-400, que defende que a aquisição, sem prévia deliberação da assembleia, constituirá um caso de incapacidade jurídica relativa, ou de falta de legitimidade, e que a admissibilidade de ratificação seria equivalente a uma «delegação em branco» aos administradores. Cfr. ainda MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, cit., págs. 150-151, que exclui a possibilidade de ratificação com o fundamento que, no preceito que exige a deliberação de autorização, «deve entender-se contida uma norma de competência orgânica», ou seja, «uma norma delimitadora das respectivas competências da assembleia e dos administradores, e como tal inderrogável». Esta última explicação é um tanto formalista.

(35) Artigo 19.º, número 1, alínea a) da Directiva 77/91/CEE.

medida máxima em que consentem ver alterada a própria participação <sup>(36)</sup>.

A fixação de um período de tempo máximo, durante o qual a operação é válida, e o estabelecimento de um contravalor máximo são também medidas que se entendem, destinadas a restringir a discricionariedade da administração.

O período de dezoito meses é actualmente criticado, por excessivamente curto. Entende-se que os programas de aquisição de acções próprias podem durar vários anos — até para evitar reflexos na cotação das acções em bolsa — e que o limite deveria, pois, ser ampliado <sup>(37)</sup>. Não parece ser assim, especialmente se se tiver em conta que nada obsta a que a autorização seja renovada.

A fixação do contravalor máximo limita as possibilidades do órgão de administração de favorecer os sócios que alienem as suas participações, ao mesmo tempo que indica qual o valor máximo que os sócios admitem destinar à aquisição de acções próprias. Maiores dificuldades causa a necessidade de indicar o contravalor mínimo, que não parece ter qualquer fundamento real. A doutrina, na sua maioria, vê aqui a tentativa de impedir uma injustificada baixa do preço de mercado das acções <sup>(38)</sup>.

Curiosamente, como se pôde ver, a Directiva não estabelecia qualquer restrição no sentido de saber por *que forma* as acções deveriam ser adquiridas aos accionistas. O que significaria, à partida, que a administração da sociedade, embora vinculada ao número máximo de acções a adquirir, ao prazo estabelecido e ao

---

<sup>(36)</sup> EMMA SABATELLI, «Acquisto di azioni proprie da parte della società emittente», cit., págs. 278-279.

<sup>(37)</sup> É a posição de BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanischen Recht*, cit., pág. 304.

<sup>(38)</sup> Posição expressa em primeiro lugar por EMMA SABATELLI, «Acquisto di azioni proprie da parte della società emittente», cit., pág. 281, e por RAFFAELE NOBILI, «Osservazioni in tema di azioni proprie», cit., pág. 84, e a que a doutrina italiana aderiu na sua generalidade (ver, por último, QUATRARO/D'AMORA, *Le operazioni sul capitale — Aumenti e riduzioni del capitale sociale, prestiti obbligazionari, azioni proprie*, Milano, Giuffrè, 1994, pág. 501). Singular excepção continua a ser a posição de CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, cit., pág. 71, que vê na regra a única expressão normativa em Itália da igualdade de tratamento entre os sócios, entendendo que a norma consagra a defesa da existência de um *preço justo*, de forma a não privilegiar nem beneficiar o accionista vendedor nem aqueles que ficam na sociedade.

contravalor mínimo e máximo fixado, se encontraria livre de contratar com qualquer accionista por si escolhido.

Esta liberdade iria contudo directamente contra o princípio da igualdade de tratamento, que obriga a dar igualdade de oportunidades aos accionistas que desejem alienar as suas acções. Daí que os vários legisladores nacionais tenham encontrado fórmulas, mais ou menos vagas, de impor que o conteúdo da deliberação vincule também o órgão de administração a proceder à aquisição por determinada forma ou segundo certas modalidades<sup>(39)</sup>, e que a doutrina se afadigue desde então na análise das modalidades de aquisição que respeitarão o princípio da igualdade de tratamento.

São três as modalidades mais comuns de aquisição de acções próprias. Duas delas, a aquisição das acções em bolsa e a aquisição por meio de «oferta pública»<sup>(40)</sup> a todos os accionistas, não criam dificuldades no seu confronto com o respeito pelo princípio da igualdade de tratamento. O mesmo não se poderá dizer das aquisições feitas a accionistas determinados, após prévia negociação (os chamados casos de *negotiated repurchase*).

A aquisição em bolsa é, talvez, o método menos perigoso para a igualdade de tratamento entre os accionistas. Nestes casos, que se verificam normalmente quando a sociedade executa um programa de aquisição de acções próprias que se prolonga por vários meses ou mesmo por anos, a sociedade entra «como comprador anónimo num mercado anónimo»<sup>(41)</sup>, não podendo escolher a que accionista adquirir as acções. Os accionistas alienantes não auferem

---

<sup>(39)</sup> Assim o artigo 75.º, número 1, da TRLSA (*Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas*) que exige que a aquisição «tenha sido autorizada pela assembleia geral, mediante acordo que deverá estabelecer as modalidades da aquisição, ...»; o artigo 2357.º, número 2, do *Codice Civile*, «a aquisição deve ser autorizada pela assembleia, a qual fixa as modalidades, ...».

O novo parágrafo 71, I, 8, da *Aktiengesetz* alemã (introduzido pelo *KonTraG — Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*, de 5 de Março de 1998, que veio permitir a utilização das acções próprias como instrumento de gestão das sociedades), estabelece expressamente que «O § 53a tem aplicação na aquisição e alienação. A aquisição e alienação em bolsa satisfazem-no» (o princípio da igualdade de tratamento).

<sup>(40)</sup> Utiliza-se o termo *oferta pública* no seu sentido geral, de oferta a todos os accionistas.

<sup>(41)</sup> BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanischen Recht*, cit., pág. 243.



também nenhuma vantagem patrimonial relativamente aos que permanecem na sociedade, visto que a sociedade paga o preço de mercado das acções.

A oferta pública de aquisição é, pelo contrário, o instrumento mais adequado nos casos em que a sociedade pretende adquirir um número relevante de acções, num curto espaço de tempo. Esse volume de acções a adquirir inviabiliza a aquisição em bolsa, devido à presumível influência na cotação dos títulos. A oferta pública terá de ser vista como uma modalidade respeitadora do princípio da igualdade de tratamento, desde que feita com adequada publicidade, e que a todos os sócios seja oferecida a possibilidade de alienar as suas acções à sociedade.

A prática norte-americana, com uma experiência bastante maior que a europeia em matéria de acções próprias, devido à ausência naquele primeiro país do princípio proibitivo que dominou os ordenamentos jurídicos europeus no decorrer do século XX, indica que as sociedades recorrem principalmente a dois tipos de oferta pública: um primeiro, a *fixed price tender offer*, em que a sociedade fixa um preço pelo qual adquirirá as acções, preço que será superior ao da cotação das acções, de forma a convencer os accionistas a vender as suas acções num curto espaço de tempo. A igualdade de tratamento entre os accionistas é garantida, visto que se impõe à sociedade proceder a uma aquisição *pro rata* nos casos em que a oferta exceda a procura<sup>(42)</sup>. O direito norte-americano é, aliás, uma boa fonte de ensinamentos no que diz respeito, nestes casos, à tutela da igualdade dos accionistas. Assim, em todas as situações de *tender offer*, os sócios que aceitarem o negócio proposto têm, durante todo o período da oferta, que se tem de manter durante pelo menos vinte dias úteis, o direito de rejeitar a sua aceitação, garantindo-se assim a ausência de qualquer pressão sobre estes<sup>(43)</sup>. No caso de a sociedade aumentar o preço pago por

---

(42) Imposição que se encontra na Rule 13e-4 (f) (3), promulgada pela SEC (*Securities and Exchange Commission*) em 1979 ao abrigo do *Securities Exchange Act* de 1934. Ver, sobre a aquisição *pro rata*, Cox/Hillman/ Langevoort — *Securities Regulation. Cases and Materials*, Boston, Toronto, London, Little, Brown and Company, 1991, págs. 955-957.

(43) Cfr. Rule 13e-4 (f) (1) (i) e (2) (i). O *arrepentimento* é permitido mesmo até decorrido o prazo de quarenta dias úteis contados a partir do início da oferta, desde que o montante não tenha sido pago (Rule 13-e-4 (f) (2) (ii)).

acção durante o período da oferta, esse valor terá de ser atribuído a todos os accionistas, mesmo aqueles que tenham aceite anteriormente a oferta <sup>(44)</sup>.

Existem ainda finalmente uma série de informações que a sociedade tem de prestar antes do início de cada *tender offer*, onde se destaca o objectivo visado com a aquisição, o financiamento da mesma e os efeitos que terá na estrutura da sociedade <sup>(45)</sup>.

Um segundo tipo de oferta pública utilizada é *dutch auction tender offer*. Não existe agora um preço previamente fixado pela sociedade; esta dá a conhecer uma variação de preço, dentro da qual se dispõe a adquirir as acções. Todos os accionistas dispostos a vender as suas acções comunicam à sociedade quantas acções pretendem vender, e a que preço. No final do processo, a sociedade adquire as acções ao preço mais baixo que lhe permita comprar todas as acções a que se propôs. A aquisição é depois feita a todos os accionistas ao mesmo preço, mesmo que existam accionistas que tenham proposto um preço mais baixo. Esta última situação apresenta inegáveis vantagens para a sociedade do ponto de vista económico <sup>(46)</sup>.

Bastante mais problemática é a aquisição directamente negociada com um sócio, sobre a qual a doutrina sempre tem manifestado as maiores reticências <sup>(47)</sup>. Parece importante proceder aqui a uma distinção. Nas sociedades anónimas em que o capital se encontre escassamente disseminado, a aquisição negociada não oferece especiais perigos, apresentando por outro lado a inegável

---

<sup>(44)</sup> Rule 13-e-4 (f) (4).

<sup>(45)</sup> Rule 13-e-4 (d) e (e).

<sup>(46)</sup> Nos últimos anos tem-se desenvolvido uma terceira forma de oferta pública através da emissão de opções de venda transmissíveis (*transferable put rights*). Sobre todos os tipos de ofertas públicas possíveis, à luz do direito norte-americano, ver, por todos, na literatura europeia, BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanischen Recht*, cit., pág. 74 e segs.

<sup>(47)</sup> Ver, por exemplo, as observações de BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanischen Recht*, cit., págs. 244-247, RAFFAELE NOBILI, «Osservazioni in tema di azioni proprie», cit., págs. 82-83, VELASCO SAN PEDRO — «Acciones propias e igualdad de los accionistas (cuestiones de Derecho de sociedades y de Derecho del mercado de valores)», cit., pág. 3928, e FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., pág. 217.

vantagem de se apresentar como a única forma, ou a forma mais prática, de um accionista deixar a sociedade, na ausência de um mercado real para as acções <sup>(48)</sup>. O princípio da igualdade de tratamento não é violado visto que a *natureza do caso* não obriga a essa igualdade, exactamente porque os interesses dos outros sócios não serão afectados. A aquisição terá aqui também de ser autorizada por uma prévia deliberação da assembleia geral, onde os outros sócios se poderão opor a esta e onde fixarão o respectivo conteúdo nos termos da várias alíneas do n.º 1 do artigo 319.º.

Já nas grandes sociedades anónimas, cotadas em bolsa, em que a aquisição de acções próprias é vista como uma operação de gestão da sociedade, a solução terá em princípio de ser diferente, visto que, agora, existe um mercado para as acções, não podendo nem *devendo* a sociedade ser vista como um adquirente normal. A sociedade disporá normalmente de outras formas de proceder à aquisição, visto que nenhuma justificação se apresenta para que as acções sejam adquiridas a um determinado accionista, e não aos outros.

A aquisição negociada, nestas sociedades, terá de ser vista como excepcional, podendo ocorrer nas hipóteses de aquisição para evitar um dano grave <sup>(49)</sup> ou em situações em que o interesse social o exija e os interesses dos restantes sócios não sejam sacrificados de forma injustificada <sup>(50)</sup>, como, por exemplo, quando a sociedade tenha a possibilidade de comprar um lote de acções a um grande accionista, com o objectivo de as distribuir pelos trabalhadores da empresa, ou para colocação numa bolsa estrangeira. Nes-

---

<sup>(48)</sup> Esta é mesmo, para CLARK, a única vantagem que apresenta a aquisição de acções próprias. O Autor citado entende, aliás, que não existe praticamente qualquer razão válida para que uma sociedade adquira as suas próprias acções, exceptuando no entanto as aquisições realizadas pelas *closely held corporations*. «A aquisição pode servir de substituto para um mercado das acções, que não existe para um accionista de uma *close corporation*. Por exemplo, quando um accionista numa sociedade com três pessoas deseja liquidar o seu investimento, a alienação à sociedade pode ser a única ou, pelo menos, a melhor alternativa». Ver CLARK, *Corporate Law*, Boston, Toronto, Little, Brown and Company, 1986, § 14.5.

<sup>(49)</sup> Ver *infra*.

<sup>(50)</sup> No mesmo sentido, FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., pág. 217.

tas últimas situações, em que a sociedade necessita rapidamente de um grande lote de acções, a aquisição em bolsa pode revelar-se excessivamente morosa, visto que o processo não deve afectar a cotação das acções da sociedade. Se esta tiver a possibilidade de adquirir as acções a um único accionista, evita todos os custos envolvidos com as ofertas de aquisição a todos os sócios.

O Código das Sociedades Comerciais assumiu neste campo uma postura original, ao não estabelecer pura e simplesmente que as deliberações da assembleia geral teriam de indicar as *modalidades da aquisição*. De facto, a alínea c) do número 1 do artigo 319.º, indica que da deliberação terá de constar «As pessoas a quem as acções devem ser adquiridas, quando a deliberação não ordenar que elas sejam adquiridas na bolsa e seja lícita a aquisição a accionistas determinados».

A solução portuguesa deve aqui ser entendida — como praticamente todas as soluções em sede de acções próprias resultantes da adaptação da Segunda Directiva — à luz do pensamento de RAÚL VENTURA. Uma disposição idêntica à agora analisada constava já das suas sugestões de alteração do direito português para adaptação à Segunda Directiva <sup>(51)</sup>, e a explicação do que veio a ser o articulado português parece encontrar-se num estudo anterior do referido Professor <sup>(52)</sup>, em que, analisando os processos possíveis de aquisição, se afirmava que «Em resumo: sempre que a finalidade ou a justificação da aquisição (entenda-se, *finalidade ou justificação das excepções legais* <sup>(53)</sup>, no caso de as haver) não predeterminem o sujeito e o objecto da aquisição, deve esta realizar-se pela forma que melhor ressalve a igualdade dos accionistas, ou seja, pela forma que a todos assegure igual oportunidade de participação na operação; as aquisições na bolsa preenchem o requisito, na medida em que se pressupõe estarem oferecidas ao público

---

<sup>(51)</sup> Artigo V, número 1, alínea c). Cfr. RAÚL VENTURA, «Adaptação do direito português à segunda directiva Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre Direito das Sociedades», cit., pág. 142.

<sup>(52)</sup> RAÚL VENTURA, «Auto-participação da sociedade: as acções próprias», *Revista da Ordem dos Advogados*, 1978, Ano 38, II e III.

<sup>(53)</sup> Itálico nosso.

por esse meio todas as acções que em certo momento os accionistas pretendem alienar»<sup>(54)</sup>.

O preceito é, pois, concretização do princípio da igualdade de tratamento, ao procurar impedir a liberdade do órgão de administração na escolha dos accionistas alienantes, e apresenta desde logo a inegável vantagem de impedir que a assembleia adopte quaisquer formulações genéricas na determinação do processo de aquisição. Uma deliberação com um conteúdo «Fica a administração autorizada durante os próximos 12 meses a adquirir X acções a Y preço máximo e mínimo», não é válida. A sociedade só pode adquirir, ou a pessoas determinadas previamente, ou em bolsa. Esta exigência de indicar «as pessoas a quem as acções devem ser adquiridas» não exclui naturalmente que as sociedades possam fazer ofertas de aquisição a todos os seus sócios. É esse um processo de aquisição que respeita integralmente o princípio da igualdade de tratamento<sup>(55)</sup>. Especialmente em sociedades não cotadas, que não podem fazer aquisições em bolsa, a não possibilidade de fazer ofertas públicas significaria que teriam sempre de adquirir a accionistas determinados, modalidade sem dúvidas menos igualitária que a oferta pública, o que seria um contra-senso<sup>(56)</sup>.

Dúvidas suscita apenas a expressão «seja lícita a aquisição a accionistas determinados».

A fórmula parece referir-se aos acima citados casos em que a *finalidade ou justificação das excepções legais predeterminam o sujeito*<sup>(57)</sup>. Nesses casos, como quando um devedor dá à sociedade as suas acções em pagamento, ou o exercício de cláusulas de consentimento, o accionista está determinado à partida<sup>(58)</sup>. O mesmo se deverá dizer de todas as situações previstas no artigo 317.º,

---

<sup>(54)</sup> RAÚL VENTURA, «Auto-participação da sociedade: as acções próprias», cit., pág. 272.

<sup>(55)</sup> Veja-se o artigo 112.º, do Código dos Valores Mobiliários, que expressamente sujeita as ofertas públicas ao princípio do igual tratamento dos destinatários.

<sup>(56)</sup> RAÚL VENTURA, «Auto-participação da sociedade: as acções próprias», cit., pág. 271: «Dos outros vários processos possíveis, aceitam-se a compra na bolsa e a oferta pública de compra».

<sup>(57)</sup> Veja-se a citação de RAÚL VENTURA, na página anterior.

<sup>(58)</sup> RAÚL VENTURA, «Auto-participação da sociedade: as acções próprias», cit., pág. 271.

número 3, que levem à aquisição a um accionista determinado, que terão de ser vistas como lícitas.

A expressão deve no entanto ser entendida num sentido mais amplo, abrangendo também situações não previstas expressamente na lei, pois se o que está em causa na modalidade de aquisição é a igualdade de tratamento, então todas as aquisições a accionistas determinados que não violem o princípio da igualdade de tratamento serão, naturalmente, lícitas. Aqui se coloca a questão, referida acima, de saber se um accionista que deseje alienar a sua participação e que não encontre mercado para tal, poderá ou não, à luz do direito português, alienar as suas acções à sociedade. A entender-se a expressão *seja lícita a aquisição a accionistas determinados* no seu sentido restrito, de apenas permitir tais aquisições em casos que resultem directamente da lei, tal não seria possível. Mas esse entendimento restringiria em demasia a possibilidade de aquisição de acções próprias, especialmente nas acções não cotadas em bolsa, que, por força da alternativa imposta no artigo 319.º, apenas em escassíssimas ocasiões poderiam adquirir acções próprias. O mesmo se diga daquelas situações em que o interesse social exija a aquisição a accionistas determinados.

Sendo conhecidas qual ou quais *as pessoas* a quem as acções irão ser adquiridas, o accionista alienante encontra-se impedido de votar, visto se encontrar em nítido conflito de interesses com a sociedade <sup>(59)</sup>. Esta pretende adquirir as acções a um preço o mais reduzido possível, aquele tem obviamente intenções contrárias <sup>(60)</sup>. O impedimento de voto do sócio alienante, especialmente quando este for maioritário, é o instrumento que nestes casos garante a igualdade de tratamento. Aliás, se assim não fosse, os sócios maioritários teriam nestes casos o poder de se atribuir a si próprios todos os lucros anuais da sociedade. Bastaria, para tal, sempre que existissem lucros, fazer com que a sociedade lhes adquirisse um lote de acções, que depois lhes alienaria de volta a um preço bastante mais reduzido <sup>(61)</sup>.

---

<sup>(59)</sup> Artigo 384.º, número 6, alínea d).

<sup>(60)</sup> No mesmo sentido, MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, cit., pág. 38.

<sup>(61)</sup> É o exemplo clássico de SERGIO SCOTTI CAMUZZI, «Acquisto delle proprie azioni e diritti degli azionisti», *Rivista delle società*, 1973, 1, pág. 28.

São pois todos os sócios excluídos da operação aqueles que votarão na deliberação autorizativa da aquisição ao sócio alienante, e que fixarão o preço e o número de acções que a sociedade adquirirá. Relembre-se que o princípio da igualdade de tratamento é um princípio que proíbe apenas as discriminações arbitrárias. Se nestas situações a maioria dos sócios (excluindo aqueles que desejam alienar as suas participações) entende autorizar a operação, que fixa nos seus elementos essenciais, não parece verificar-se qualquer desrespeito dos interesses desses mesmos sócios <sup>(62)</sup>. O único inconveniente aqui será o de que, como se sabe, é suficiente uma maioria simples na assembleia para deliberar sobre a aquisição de acções próprias. A exigência de uma maioria qualificada nas situações em que a aquisição é feita a sócios determinados tutelaria bem mais os interesses dos accionistas, pois se é certo que o accionista candidato à alienação se encontra impedido de votar, muitas vezes os accionistas se agrupam em centros de interesses, podendo atingir-se, por aí, resultados fraudulentos <sup>(63)</sup>.

É bastante interessante a solução dada pelo direito inglês às aquisições a accionistas determinados. Nos casos em que a aquisição é permitida neste ordenamento, procede-se a uma distinção entre as aquisições realizadas *off-market* e as feitas num *market* <sup>(64)</sup>. A autorização para uma

---

<sup>(62)</sup> É também esta a posição, no direito espanhol, de VELASCO SAN PEDRO, «Acciones propias e igualdad de los accionistas (cuestiones de Derecho de sociedades y de Derecho del mercado de valores)», cit., pág. 3928, defendendo que a assembleia poderá determinar a aquisição de acções concretas, sendo nesses casos imperativo «o acordo das acções que não irão ser adquiridas».

<sup>(63)</sup> Assim, se um grupo de accionistas maioritários entender alienar as acções à sociedade de apenas um dos membros do grupo, apenas o sócio que aliena estará impedido de votar, e não os restantes. Esta situação é obviamente perigosa para os restantes accionistas, visto que, como as acções adquiridas pela sociedade verão os seus direitos de voto suspensos, o grupo de comando pode decidir uma aquisição das acções a preço sobrevalorizado, e não perder em nada a sua influência. Imagine-se um grupo de accionistas que em conjunto detenha mais de 60% de uma sociedade. Se um dos accionistas que pertence a este grupo alienar 10% das acções que for titular, as restantes acções do grupo são ainda suficientes para vencer a deliberação que autorize a deliberação, permanecendo após a aquisição com o controlo da sociedade. É certo que sempre se poderia aí recorrer ao artigo 58.º, número 1, alínea *b*), do Código das Sociedades Comerciais, para anular a deliberação. Mas a exigência de uma maioria qualificada minoritaria, pelo menos, os riscos da ocorrência destas situações.

<sup>(64)</sup> As *market purchases* são aquelas realizadas num *recognised investment exchange*. Cfr. Section 163 do *Companies Act 1985*.

*off-market purchase* está sujeita a um *special resolution* da assembleia geral, o que significa que tem de ser aprovada por uma maioria de três quartos dos votos presentes. A assembleia aprova os termos de um contrato de aquisição a accionistas determinados previamente elaborado, que lhe é proposto pelo órgão de administração (podendo a assembleia em qualquer momento posterior alterar, revogar ou renovar a autorização). A deliberação não é eficaz se qualquer accionista titular de acções sobre as quais a deliberação incida, votar nessa deliberação e a deliberação não tivesse sido aprovada sem o seu voto. A deliberação não será também eficaz se uma cópia do contrato (se este for escrito) ou um memorando escrito dos seus não estiver disponível para avaliação pelos membros da sociedade por um período mínimo de 15 dias antes da assembleia, e também na própria assembleia <sup>(65)</sup>.

#### *Aquisição por decisão do órgão de administração.*

O órgão de administração pode autonomamente adquirir acções próprias, se, por essa forma, evitar um prejuízo grave e iminente para a sociedade <sup>(66)</sup>.

Entende-se, em geral, que a consagração desta regra resulta da necessidade de assegurar a celeridade da aquisição de acções próprias, em casos em que essa celeridade possa ser essencial para evitar graves prejuízos à sociedade. A formulação nestes termos — através da consagração de uma cláusula geral — torna a cláusula apta a cobrir diversas situações de facto <sup>(67)</sup>.

Se a intervenção directa do órgão de administração tem a vantagem inegável de evitar as delongas decorrentes da convocação de uma assembleia, apresenta desde logo o perigo evidente da possi-

---

<sup>(65)</sup> *Section 164 do Companies Act 1985*. Sobre a aquisição de acções próprias no direito inglês, ver DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6.ª ed., London, Sweet & Maxwell, 1997, págs. 253 e segs., FARRAR/FUREY/HANNIGAN, *Farrar's Company Law*, 2.ª ed., London, Edinburgh, Butterworths, 1988, págs. 154 e segs., PALMER'S COMPANY LAW, vol. 1, London, Sweet & Maxwell, Edinburgh, W Green, págs. 6081 e segs., e PENNINGTON, *Company Law*, 7.ª ed., Londres, Dublin, Edinburgh, Butterworths, 1995, págs. 238 e segs.

<sup>(66)</sup> Artigo 319.º, número 2. O preceito, ao dizer que a aquisição *pode ser decidida*, pretende afirmar que a intervenção da assembleia não é necessária, visto que é sempre o órgão de administração quem decide a aquisição.

<sup>(67)</sup> FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., pág. 224.



bilidade de intervenção da administração na estrutura de poder da assembleia, perigo esse, aliás, que justifica a necessidade de intervenção da assembleia geral nas situações normais. Como foi já afirmado em tempos, a aquisição sem autorização da assembleia constitui um mal, e acudir ao *mal* do dano para a sociedade com outro *mal*, constituiria um círculo vicioso, algo como «exorcizar o diabo com belzebu» (68). Esse perigo de intervenção na estrutura da sociedade resulta naturalmente aumentado pelo facto de se estar em presença de uma cláusula geral, que pode fazer surgir a tentativa de transformar a excepção em regra. Daí que a doutrina — principalmente a doutrina alemã (69) — proceda a uma interpretação restritiva da cláusula (70).

Assim, o dano (71) que se quer evitar tem de ser um dano para a sociedade. Danos para os interesses dos accionistas relevam apenas enquanto se traduzam num dano para a própria sociedade.

---

(68) CÁNDIDO PAZ-ARES, «Negocios sobre las propias acciones», in AA.VV., *La reforma del derecho español de sociedades de capital*, coordenado por Alberto Alonso Ureba, Jose Maria Chico Ortiz e Francisco Lucas Fernandez, Madrid, Civitas, 1987, pág. 505, citando MANFRED HETTLAGE, «Die AG als Aktionär», *die Aktiengesellschaft. Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen*, 1981, pág. 97.

(69) A cláusula do *perigo grave e iminente* foi consagrada no artigo 19.º, número 2, da Directiva 77/91/CEE, mas tem origem no direito alemão. É preciso, no entanto, não esquecer que o direito alemão — aquando da consagração desta cláusula — proibia em geral a aquisição de acções próprias, não permitindo a aquisição *livre* até 10% das acções com autorização da assembleia. A aquisição pelo órgão de administração era, assim, a única forma em que as acções próprias podiam ser utilizadas como um instrumento de gestão. Assim, o que segue no texto quanto à interpretação feita pela doutrina alemã, tem de ser visto a esta luz. Como se disse já, o KonTraG — *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*, de 5 de Março de 1998, veio permitir a aquisição até 10% das acções (com a devida autorização da assembleia). Será curioso observar em que medida a doutrina alemã irá evoluir relativamente à interpretação da cláusula do *perigo grave e iminente*, agora que, tal como no direito português, a cláusula convive com uma permissão geral.

(70) Ver, sobre a interpretação da cláusula, BARZ, *GROSSKOMMENTAR ZUM AKTIENGESETZ* — Erster Band, 1. Halbband §§ 1-75, 3.ª ed., Berlin, New York, 1973, § 71, anotação 7 e segs., BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanischen Recht*, cit., págs. 212 e segs., HEFERMEHL/BUNGEROTH, *Aktiengesetz, Kommentar*, cit., § 71, anotação 36 e segs., e LUTTER, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, cit., § 71, anotação 22 e segs. Entre nós, FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., pág. 223 e segs.

(73) Que deve ser entendido no seu sentido civil, incluindo os lucros cessantes e os danos emergentes.

O dano tem de ser *grave*. Esta gravidade não exige que a existência da sociedade seja colocada em perigo, mas sim que a sociedade esteja perante uma perda patrimonial relevante. Esta relevância afere-se, comparando a medida eventual do dano e a dimensão financeira da sociedade.

A expressão *iminente* afasta os danos que possam ocorrer num futuro distante, o que não significa, por outro lado, a exigência de que o dano seja certo. Entende-se que é suficiente que o dano ocorra com probabilidade num curto espaço de tempo. Visto que o fundamento da norma é a celeridade necessária na actuação da administração, parece que, quando for possível em tempo útil convocar a assembleia para que esta se pronuncie, o dano não será já iminente.

Finalmente, embora este seja o ponto que mais divide a doutrina, a aquisição tem de ser um *meio necessário* para evitar o dano. Esta necessidade é entendida em dois sentidos diferentes: no sentido de a aquisição dever ser o meio *mais adequado* entre outros possíveis para evitar o dano <sup>(72)</sup>, ou no sentido de a aquisição só ser possível quando for o *único meio* apto a evitar o prejuízo <sup>(73)</sup>. Esta segunda posição parece ser a correcta. Se a autorização dos sócios é essencial para a aquisição de acções próprias, sempre que a administração, com o fim de evitar um dano grave para a sociedade, possa utilizar outros meios adequados a evitar o prejuízo, parece que terá de ser esse o caminho a seguir <sup>(74)</sup>. Pelo menos, é esse o caminho que melhor se conforma com a natureza *excepcional* da aquisição sem prévia deliberação da assembleia.

---

<sup>(72)</sup> Posição maioritária. Cfr. por exemplo, BARZ, *GROSSKOMMENTAR ZUM AKTIENGESETZ*, cit., § 71, anotação 8, BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanischen Recht*, cit., pág. 213, LUTTER, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, cit., § 71, anotação 31.

<sup>(73)</sup> Posição de HEFERMEHL/BUNGEROTH, *Aktiengesetz, Kommentar*, cit., § 71, anotação 48.

<sup>(74)</sup> Contra, FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., pág. 226, que entende que a aquisição não terá de ser necessária, afirmando que a necessidade «no seu rigor diminuirá em larguíssima medida a possibilidade de aplicação da excepção frente às hipóteses alternativas que, regra geral, sempre existirão».

O prejuízo grave e iminente é presumido nos casos em que a aquisição «resulte do cumprimento pela sociedade de disposições da lei» ou quando a aquisição seja «feita em processo executivo para cobrança de dívidas de terceiros ou por transacção em acção declarativa proposta para o mesmo fim» (75). O primeiro caso reporta-se principalmente a disposições legais que, tutelando os sócios minoritários, lhes atribuem o direito de exoneração da sociedade em situações de alterações relevantes dos seus estatutos, como sucede com a transferência de sede para o estrangeiro, fusão, cisão ou transformação da sociedade (76). Este direito de exoneração implica, como a lei algumas vezes expressamente o diz (77), que, em última análise, tenha de ser a sociedade a adquirir as acções. A lei quis aqui, claramente, atribuir ao órgão de administração o poder de adquirir directamente as acções, sem passar pela burocrática e morosa autorização da assembleia, mas reconheça-se que a colocação do preceito não terá sido a melhor. É de facto bastante difícil imaginar, nestas situações, hipóteses de um prejuízo *grave e iminente* para a sociedade, perigo esse que não pudesse aguardar a deliberação (78). No segundo caso, a lei teve em conta a vantagem de assegurar um pagamento do seu crédito, que de outra forma poderia eventualmente ser colocado em perigo.

Os casos mais discutidos de aplicação da liberdade do órgão de administração em proceder à aquisição, que ocorrerão de forma mais frequente na prática, são, no entanto, outros: a aquisição de acções a accionistas *hostis* ao grupo de comando da sociedade ou à sua administração, e a intervenção em bolsa para evitar a quebra de cotação das acções.

A aquisição a accionistas *hostis* pode ser fundada em duas situações bem distintas.

---

(75) Artigo 317.º, número 3, alíneas *a*) e *e*).

(76) Cfr. artigos 3.º, número 6, 105.º, número 1, 120.º e 137.º do Código das Sociedades Comerciais. Estes e outros exemplos são aliás indicados pela Directiva 77/91/CEE (artigo 20.º).

(77) Artigo 105.º, número 1: «[...] pode o sócio exigir, [...] que a sociedade adquira ou faça adquirir a sua participação social».

(78) A existir aqui algum *perigo*, esse será dos sócios que terão de aguardar mais tempo pelo pagamento das suas acções.

Discute-se em primeiro lugar se será válida a «*compra de impugnações judiciais*» (*Abkauf von Anfechtungsklagen*) por parte da sociedade. O mero colocar da questão pode, à primeira vista, ser chocante, visto que, como bem se entende, «o sucesso de uma impugnação fundamentada garante a manutenção da lei e dos estatutos e não pode ser valorado como um prejuízo para a sociedade anónima. Uma impugnação não fundamentada só pelo tribunal pode ser desarmada» (79).

De facto, as impugnações servem de garantia ao controlo da legalidade dentro da sociedade, função que seria totalmente desvirtuada se o órgão de administração tivesse a faculdade de fazer cessar impugnações à custa de meios da sociedade.

Há, no entanto, que ter em conta com aqueles casos — não tão raros na prática — em que a impugnação tem claramente apenas por objectivo a vontade do sócio em prejudicar a execução de uma determinada deliberação, com o fim de levar a sociedade a adquirir-lhe as acções por um preço exorbitante. Estando em causa deliberações importantes para a sociedade, como uma deliberação de fusão ou de aumento de capital, a impugnação pode levar a gravísimos prejuízos para a sociedade (80). Aponte-se apenas um exemplo (81), em que a oposição de dois accionistas visava impedir um aumento de capital com o objectivo de financiar a tomada da maioria das acções numa outra sociedade, tendo essa oposição levado a

---

(79) HEFERMEHL/BUNGEROTH, *Aktiengesetz, Kommentar*, cit., §71, anotação 59.

(80) Especialmente tendo em conta que nas providências cautelares de suspensão de deliberações sociais, a partir da citação da sociedade e até ao julgamento em 1.ª instância a sociedade não pode executar a deliberação (artigo 396.º, número 3, do Código de Processo Civil), e que os procedimentos cautelares nem sempre correm com a urgência proclamada pela lei (artigo 382.º do mesmo diploma).

A este propósito, afirma expressivamente CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários. Conceito e espécies*, 2.ª ed., Porto, Universidade Católica Portuguesa, 1998, pág. 75, que «... deverá sublinhar-se que a consideração dos accionistas investidores como sujeitos a quem a sociedade se dirigiu enquanto financiadores e não como sócios já deveria conduzir os tribunais, mesmo *de jure constituto*, a repelir boa parte das aludidas investidas judiciais, recorrendo para o efeito ao instituto do abuso do direito».

(81) Exemplo do *Oberlandesgericht* de Köln, que se encontra em *die Aktiengesellschaft. Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen*, 1988, pág. 349 (aqui citado através de BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanischen Recht*, cit., pág. 214, nota 1079).

que os Bancos participantes na operação revogassem o seu compromisso em participar na subscrição e colocação das novas acções. Para salvar a operação, a sociedade em causa pagou um milhão e meio de marcos alemães para a retirada da oposição dos sócios, que possuíam em conjunto seis acções.

Estas situações limite (em que não exista qualquer fundamento para a impugnação, que não a vontade de enriquecimento do sócio impugnante <sup>(82)</sup>), deverão ser vistas como aquisições para evitar um perigo grave e iminente para a sociedade. A actuação do órgão de administração, mesmo criando um dano para a sociedade e para os accionistas, evitará outros maiores <sup>(83)</sup>.

A segunda das situações em que a sociedade se defronta com sócios *hostis*, dá-se quando estes tentam a tomada do poder (*takeover*) na sociedade. Nestes casos, a sociedade adquire ao sócio que se propõe tomar o poder (o sócio pode não querer tomar o poder, mas ser apenas *incómodo* para o comando da sociedade, exigindo por exemplo um lugar na administração) as suas acções, a um preço naturalmente bastante superior ao do seu valor.

É difícil entender estas situações como casos em que se deverá atribuir ao órgão de administração o poder de determinar livremente a operação, com fundamento num prejuízo grave e iminente para a sociedade. O órgão de administração, nestes casos, estará a influir na estrutura de poder da sociedade *sem razões para tal*, e, ao mesmo tempo, a violar o princípio da igualdade de tratamento, ao adquirir as acções a um accionista determinado a preço sobrevalorizado. É certo que o princípio poderia ser sacrificado no caso de a sociedade se vir perante um dano grave e iminente, mas a mera tomada de poder por parte de um accionista não pode em caso algum ser vista como um dano <sup>(84)</sup>.

A doutrina acaba por admitir a aquisição, nestes casos, apenas quando se demonstre que o accionista pretenda prejudicar grave-

---

<sup>(82)</sup> BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanischen Recht*, cit., pág. 214.

<sup>(83)</sup> Note-se que, em verdade, existirá também um perigo real de simulação destas situações por parte do órgão de administração.

<sup>(84)</sup> HEFERMEHL/BUNGEROTH, *Aktiengesetz, Kommentar*, cit., § 71, anotação 56.

mente a sociedade ou mesmo destruí-la <sup>(85)</sup>. Mas, mesmo nestas situações, parece extremamente perigoso admitir a aquisição. Especialmente, porque demonstrar que um accionista visa tomar o controlo da sociedade para a destruir ou prejudicar é, no mínimo, problemático. E não se pode esquecer que quem fica com o poder de interpretar as boas ou más intenções do accionista é o órgão de administração, que, neste caso, terá dificuldades especiais em avaliar o interesse da sociedade, visto que estará também em causa na operação o emprego e a posição na sociedade dos membros do órgão de administração <sup>(86)</sup>.

Finalmente, entende-se que, em algumas situações, o órgão de administração poderá prescindir da autorização da assembleia geral para sustentar a cotação das acções da sociedade. O critério terá, também aqui, de ser bastante restrito. A doutrina entende com razoabilidade que uma mera descida da cotação não é fundamento para uma actuação do órgão de administração. Não só porque as descidas de cotação implicam antes de mais prejuízos para os accionistas, e não para a sociedade mas também porque a actuação da sociedade actuaria contra a transparência do mercado ao visar alterar artificialmente a cotação da sociedade.

Assim, admite-se em geral esta intervenção apenas quando a descida da cotação represente um verdadeiro dano para a socie-

---

<sup>(85)</sup> BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanischen Recht*, cit., pág. 218, HEFERMEHL/BUNGEROTH, *Aktiengesetz, Kommentar*, cit., § 71, anotação 56, e LUTTER, *Kölnner Kommentar zum Aktiengesetz*, cit., § 71, anotação 15.

<sup>(86)</sup> CLARK, *Corporate Law*, cit., § 14.5, ao analisar um célebre caso do *Delaware Supreme Court*, de 1964, o caso *Cheff. v. Mathes*, defende que a solução melhor será a de os tribunais seguirem uma «no repurchase rule» sempre que a aquisição tenha o objectivo de evitar uma alteração do controlo da sociedade, visto entender que, *a posteriori*, é extremamente difícil avaliar a intenção dos administradores na sua actuação: «How on earth can a judge tell the true motive or purpose of incumbent management is in a situation like *Cheff*? Isn't it obvious that defendants can almost always produce some seemingly plausible rationalizations of their actions?».

Sobre as possíveis técnicas de defesa contra as tomadas hostis, ver, entre nós, por último, MENEZES CORDEIRO, «A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis», *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 58, 1998, I, págs. 133-145 (já anteriormente, na mesma Revista, em «Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa», 1994, págs. 761-777).

dade, o que ocorrerá quando a descida implicar uma ameaça para o crédito da sociedade.

Note-se, no entanto, que pelo menos à luz do ordenamento português, embora as situações referidas impliquem de facto um prejuízo para a sociedade, elas não são, por si só, suficientes para fundamentar uma intervenção autónoma do órgão de administração<sup>(87)</sup>. Qualquer actuação deste sobre os mercados de valores mobiliários<sup>(88)</sup>, terá que ter em conta a proibição geral de *manipulação do mercado*, tutelada penalmente pelo artigo 379.º do Código dos Valores Mobiliários.

Assim, é preciso ter em conta que uma forte descida da cotação, desde que motivada por um *normal* funcionamento do mercado, não pode originar qualquer intervenção exclusivamente dirigida a sustentar a cotação. Esta possibilidade deverá apenas ocorrer quando a descida da cotação se deva a actividades especulativas ou a *falhas* de informação motivadas por terceiros e dirigidas intencionalmente a provocar uma descida do preço das acções da sociedade. Nesses casos, a actuação da sociedade não visará mais que tentar repor um normal funcionamento do mercado<sup>(89)</sup>.

### 2.3. Alienação de acções próprias.

*A exigência de deliberação de autorização da assembleia geral.*

A Directiva 77/91/CEE nada estabelecia relativamente à competência para a prática de actos de alienação. Vários ordenamentos, entre os quais o Código das Sociedades Comerciais, acabaram

---

<sup>(87)</sup> Contra, FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., pág. 228, que entende que a mera ameaça efectiva do crédito da sociedade será suficiente.

<sup>(88)</sup> O que se diz vale tanto para as situações de aquisição sem prévia autorização da assembleia, como para os casos em que esta exista, devida à necessária compatibilização do Código das Sociedades Comerciais com as regras aplicáveis às transacções em bolsa.

<sup>(89)</sup> Note-se que no texto se refere aos casos em que exista um *ataque manipulador* contra a cotação da sociedade emitente. Diferentes são as situações em que a sociedade procede a *operações de estabilização de cotações*. Estas operações consistem numa actuação sobre o mercado com o objectivo de evitar flutuações excessivas de preços de valores mobiliários (cfr. hoje, em geral, o artigo 349.º, do Código dos Valores Mobiliários).

contudo por regulamentar a alienação de acções próprias, no sentido de atribuir também nestes casos à assembleia o poder de autorizar as alienações.

A intervenção da assembleia na alienação das acções é um momento tão essencial para a defesa da tutela dos accionistas, quanto o é na aquisição. Com a deliberação prévia à aquisição — afirmou-se acima — evita-se, ou, pelo menos, minora-se em muito, a possibilidade de o órgão de administração interferir na composição dos accionistas da sociedade, e a possibilidade de violações ao princípio da igualdade de tratamento. A *ratio* da necessidade de intervenção da assembleia na alienação é exactamente a mesma. Se o órgão de administração tiver liberdade na alienação das acções, poderá escolher livremente quem será o novo sócio da sociedade ou qual o sócio que terá a sua quota de poder aumentada. Aquisição e alienação são assim como que duas operações gêmeas, no que toca aos riscos que provocam. Daí que o tratamento de ambas deva ser igual <sup>(90)</sup>.

Existem no entanto algumas diferenças de conteúdo entre a deliberação de aquisição e a deliberação de alienação. Nesta última, tem apenas que ser indicado o preço mínimo para as acções, visto que agora os sócios procurarão, em regra, o máximo lucro <sup>(91)</sup>.

Exige-se agora, também, apenas que a deliberação indique a modalidade da operação. Esta modalidade terá, obviamente, que respeitar o princípio da igualdade de tratamento. O legislador é aqui menos exigente que na deliberação de aquisição <sup>(92)</sup>, visto que a alienação tanto poderá ser feita a sócios como a terceiros, sendo pois maior o leque das modalidades possíveis.

---

<sup>(90)</sup> O entendimento expresso é largamente maioritário na doutrina. Ver, por exemplo, FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., págs. 324-325, CÁNDIDO PAZ-ARES, «Negocios sobre las propias acciones», cit., págs. 23 e segs. Contra, por exemplo, ALESSI, «Il socio di sé stesso: l'art. 2357 c. c.», *Rivista delle società*, 1984, 3, pág. 482, que defende que a autorização para os actos de disposição atrasa inutilmente a operação, podendo traduzir-se num dano para a sociedade, e que com a alienação mais não se faz que recriar uma situação de normalidade.

<sup>(91)</sup> Cfr. o artigo 320.º, número 1, alínea *d*), por comparação com o artigo 319.º, número 1, alínea *d*).

<sup>(92)</sup> Artigo 319.º, número 1, alínea *c*).



Não existe qualquer previsão análoga à do artigo 319.º, número 3, que permita ao órgão de administração *alienar* acções para evitar um prejuízo grave e iminente para a sociedade. Mas, nem por isso se deverá admitir a possibilidade de ratificação por parte da assembleia de uma alienação anterior, quando esta tenha sido realizada sem o recurso a prévia deliberação da assembleia. Os perigos que acima justificaram que se não admitisse o mesmo para as aquisições de acções próprias são, aqui, ainda maiores, pois a assembleia que ratificasse a alienação, contaria já com a presença dos novos accionistas, escolhidos pelo órgão de administração, ou com o reforço da posição de sócios aos quais o mesmo órgão tivesse alienado as acções <sup>(93)</sup>.

Quando a alienação for feita a accionistas terá de ser respeitado o princípio da igualdade de tratamento. Não existe, no entanto, qualquer direito de preferência destes na aquisição das acções. É certo que a alienação irá alterar a estrutura de poder da assembleia e, quando feita a terceiros, alterar o peso de cada uma das participações pré-existentes. Mas, desde que a deliberação respeite o princípio da igualdade de tratamento, esse facto não é fundamento para uma lesão dos interesses dos accionistas. A alienação não implica mais que o retomar da posição e do peso que tinha cada accionista antes da aquisição <sup>(94)</sup>.

### *Alienação voluntária e alienação obrigatória.*

O legislador português estabeleceu, no entanto, uma diferença de regime entre o que se qualifica de situações de *alienação voluntária* e *alienação obrigatória* das acções <sup>(95)</sup>.

---

<sup>(93)</sup> A única possibilidade de permitir uma actuação rápida da sociedade na alienação das acções próprias será a da deliberação de autorização de aquisição de acções próprias permitir simultaneamente a alienação, fixando todos os requisitos exigidos pelo artigo 320.º, o que parece possível.

<sup>(94)</sup> Como afirma BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanischen Recht*, cit., pág. 281, «Nada mais é retirado aos accionistas que aquilo que antes da aquisição lhes havia sido dado».

<sup>(95)</sup> A terminologia é de FERREIRA DA ROCHA.

A alienação é *obrigatória* quando é imposta por lei, o que se verifica em duas situações: quando a sociedade detém um número de acções próprias superior a 10% do seu capital, mesmo que hajam sido licitamente adquiridas, caso em que dispõe de um prazo, até três anos, para alienar as acções que ultrapassem o referido limite, e quando as acções são ilicitamente adquiridas, hipótese em que deverão ser alienadas no prazo de um ano, a contar da aquisição <sup>(96)</sup>.

Nos casos de *alienação obrigatória*, esta pode ser decidida pelo conselho de administração ou pela direcção sem necessidade de deliberação prévia da assembleia geral <sup>(97)</sup>. Como *compensação* pela ausência da deliberação da assembleia, o órgão de administração deve expor, na primeira assembleia geral que se realize posteriormente à alienação, os motivos e todas as condições da operação efectuada <sup>(98)</sup>.

Em todas as restantes situações, em que a alienação não é imposta por lei, e é assim denominada de *voluntária*, é essencial a existência de deliberação prévia da assembleia geral.

A solução existente tem sido apresentada como «exemplar» <sup>(99)</sup>, visto não fazer sentido, «quando a alienação é imposta por lei, exigir sempre a autorização da assembleia. Constituindo a

<sup>(96)</sup> As acções são ilicitamente adquiridas, para efeitos do Código das Sociedades Comerciais, quando: (i) não exista deliberação da assembleia geral a autorizar a aquisição e não se trate de um caso de aquisição para evitar um dano grave e iminente; (ii) a deliberação da assembleia geral exista, mas seja inválida; (iii) a deliberação da assembleia geral seja válida, mas o órgão de administração a tenha desrespeitado; (iv) quando seja violado o princípio da igualdade de tratamento; (v) quando a aquisição exceda 10% do capital social fora das situações previstas no artigo 317.º, número 3, e (vi) quando seja desrespeitado o artigo 317.º, número 4.

Para estes efeitos, não é *ilícita* a aquisição de acções próprias não deliberadas fora do condicionalismo previsto na lei (artigo 318.º, número 1), visto que nesses casos a aquisição é nula, não dando pois origem à obrigação de alienar.

<sup>(97)</sup> Artigo 320.º, número 2.

<sup>(98)</sup> Artigo 320.º, números 2 e 3.

<sup>(99)</sup> Expressão utilizada por FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., pág. 297, e por CÂNDIDO PAZ-ARES, «Negocios sobre las propias acciones», cit., pág. 546, que considera ainda a solução portuguesa como «óptima» (pág. 566).

alienação um acto que é imposto, não deve necessariamente ficar dependente de uma eventual autorização» (100).

Crê-se, contudo, que a solução não é exemplar. Verificou-se já que o fundamento da intervenção da assembleia geral na alienação das acções próprias é igual ao da intervenção na aquisição. Num e noutro caso, a lei configura as operações sobre acções próprias como situações de competência repartida entre o órgão de administração e a assembleia, porque sente, em ambas as situações, o perigo de atribuir ao órgão de administração competência exclusiva para a prática destes actos. O interesse dos sócios é o de que a alienação não seja feita a preços subvalorizados, mas principalmente o de que a alienação não seja feita *cirurgicamente* a este ou aquele sócio ou a um terceiro que aja por conta da sociedade, o que pode perfeitamente ser alcançado pelo órgão de administração nestas situações (101).

Por isso, existe aqui uma quebra de critério dificilmente aceitável. O interesse dos sócios é tão digno de tutela quando a aquisição é lícita, como quando não o é (102). A intervenção prévia dos sócios permite-lhes tomar conhecimento anterior da operação e, principalmente, fixar *por que modo* e a *quem* as acções deverão ser alienadas. É certo que, neste caso, não se trataria de uma *autorização*, mas pura e simplesmente de reconhecer que a assembleia teria sempre de intervir no processo, para fixar um preço mínimo e a modalidade da alienação (103).

Não se concorda finalmente com a argumentação, desenvolvida por FERREIRA DA ROCHA, de que os riscos que subsistiriam para os accionistas, nestas situações, seriam obviados: pelo artigo 321.º, que impõe que a alienação de acções próprias respeite o princípio da igualdade de tratamento entre os accionistas; pelo artigo 320.º,

---

(100) FERREIRA DA ROCHA, *Ob. e loc. cit.*, entendendo ainda que, nestes casos, alguns dos perigos da actuação livre do órgão de administração se encontram afastados.

(101) Como afirma SBISÀ, «o poder de decisão é subtraído aos administradores, visto que, embora tratando-se de um acto devido, as operações com acções próprias transcendem sempre o exercício da actividade social e incidem directamente sobre a posição do sócio [...]». Cfr. SBISÀ, in FRÉ/SBISÀ, *Della società per azioni*, cit., pág. 394.

(102) Ou quando é motivada pela detenção lícita de mais de 10% do capital social.

(103) E note-se que o prazo de um ano não dificultaria em termos práticos a consulta da assembleia.

número 3, que impõe a já referida obrigação de informação na assembleia geral seguinte; e pelo artigo 323.º, número 4, que consagra a responsabilidade civil dos administradores. Segundo a Autora, a existência desta regulamentação seria suficiente para evitar possíveis ofensas aos interesses dos accionistas <sup>(104)</sup>.

A obrigação de informação serve, no entanto, de escassa tutela aos accionistas, dando-lhes, apenas, a conhecer o mal consumado. Os outros dois argumentos provariam demais. Sendo o artigo 321.º e o artigo 323.º, número 4, regras gerais quanto às operações com acções próprias, então, em nenhum caso — tanto nas alienações, como nas aquisições — se justificaria o recurso à assembleia geral, pois o órgão de administração estaria de qualquer forma vinculado ao princípio da igualdade de tratamento, e seria responsável pelas suas violações ao regime legal <sup>(105)</sup>.

#### 2.4. Deveres de informação.

Fundamental para uma adequada tutela dos accionistas é, finalmente, a existência de uma série de mecanismos que garantam a possibilidade do seu efectivo conhecimento da verificação destas operações. Por isso, o relatório anual de gestão deve conter o número e o valor nominal das acções próprias adquiridas durante o exercício ou alienadas durante o exercício, os motivos desses actos e o respectivo preço, bem como o número e o valor nominal de todas as acções próprias, detidas no fim do exercício <sup>(106)</sup>.

---

<sup>(104)</sup> FERREIRA DA ROCHA. *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., págs. 297-298.

<sup>(105)</sup> O regime das *alienações obrigatórias* é mesmo, de certa forma, um *incentivo* a actuações ilícitas. Em última análise, um órgão de administração que queira adquirir um lote de acções a accionistas próximos da administração a preços sobrevalorizados *prescindindo* da autorização exigida à assembleia geral, e que disso a não informe, tem a obrigação, imposta por lei, de alienar essas mesmas acções sem recorrer à assembleia, podendo aliená-las, de novo, aos mesmos accionistas, agora a preço subvalorizado.

<sup>(106)</sup> Artigo 324.º, número 2, e artigo 66.º, número 2, alínea *d*) (que praticamente reproduz o primeiro), do Código das Sociedades Comerciais. O artigo 70.º do mesmo diploma obriga ao depósito do relatório de gestão na Conservatória do Registo Comercial respectiva.

Sobre a necessidade de indicação dos motivos dos actos de aquisição e alienação, comenta VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, cit., pág. 131, que o

Entende-se bem a exigência legal, visto que os sócios, as mais das vezes, apenas autorizam a aquisição ou a alienação de acções entre valores mínimos e máximos, tanto no que toca a número de acções, quanto ao preço das operações. É natural que os sócios sejam informados das aquisições e alienações *efectivas* que se processaram ao abrigo da autorização, bem como das aquisições eventuais que os administradores tenham realizado, ao abrigo da cláusula geral do artigo 319.º, número 3. Quanto a estas, aliás, se houver uma assembleia geral da sociedade posterior à aquisição e anterior à assembleia anual, em que é apresentado o relatório de gestão, a administração da sociedade deverá, nessa assembleia, expor os motivos e as condições das operações efectuadas <sup>(107)</sup>. A informação sobre o número de acções detidas no final do exercício é também essencial, porque permite aos sócios conhecer a quantidade de acções que se não encontram em circulação e, assim, medir o impacto que as acções próprias têm sobre as relações de poder entre os accionistas.

É, no entanto, nas grandes sociedades com o capital disperso pelo público, que a necessidade de informação se manifesta de forma mais premente. Nestas sociedades, é ilusório pensar que os sócios participam na assembleia geral e se encontram ao corrente das operações com acções próprias realizadas pelo órgão de administração. Mas, também justamente aqui, é essencial que os accionistas-investidores se encontrem ao corrente das operações realizadas. Não porque as operações influam na sua quota de poder na sociedade (que é na maioria dos casos irrelevante, existam ou não acções próprias), mas, essencialmente, porque os fundos destinados à aquisição das acções são os mesmos que poderiam ser distribuídos como dividendos. O conhecimento das operações com acções próprias é, assim, essencial na avaliação que estes sócios fazem do investimento realizado, o que, na medida das suas expect-

---

relatório muitas vezes recorre «a expressões tão típicas (e ao mesmo tempo tão pouco concretas) como um «são investimento social», «outorgar uma maior liquidez ao activo», «aproximação do valor de cotação das acções ao seu valor real», etc., quando, na realidade, a operação de autocartera responde a finalidades bem mais enviesadas e difíceis de justificar perante os accionistas, [...]».

<sup>(107)</sup> Artigo 319.º, número 4.

tativas de lucro, pode levá-los a manter ou a alienar a sua participação <sup>(108)</sup>.

O Código dos Valores Mobiliários impõe, deste modo, aos emitentes de valores mobiliário admitidos à negociação a publicação do relatório de gestão anual <sup>(109)</sup>, e do relatório de gestão referente ao primeiro semestre do exercício <sup>(110)</sup>, onde se incluem todos os dados relativos às operações realizadas com acções próprias. Os emitentes de acções admitidas à negociação em Bolsa são, ainda, obrigados a prestar, trimestralmente, uma informação sobre a sua actividade, resultados e situação económica e financeira <sup>(111)</sup>. Também nesta informação se individualiza expressamente a obrigatoriedade de indicar o número de acções próprias detidas e qual a variação relativamente ao trimestre anterior.

A existência destes deveres não é, no entanto, suficiente, dada a delicadeza e os perigos envolvidos com estas operações, num mercado sensível como o é o dos valores mobiliários. Assim, para além das obrigações acima referidas, as sociedades têm, ainda, a obrigação de comunicar à entidade gestora do mercado em que os seus valores sejam transaccionados, as aquisições ou alienações de acções próprias efectuadas, desde que as transacções, por si só ou somadas às já realizadas desde uma anterior comunicação, perfaçam ou ultrapassem 1% do capital social, ou quando as referidas transacções, na mesma sessão de um mercado de Bolsa, por si só ou somadas às já realizadas, perfaçam ou ultrapassem 0,05% da quantidade admitida à negociação. Este dever de informar deverá ser cumprido até cinco dias contados da data da aquisição ou alienação que gerou o dever de comunicar, na primeira situação refe-

---

<sup>(108)</sup> Cfr., sobre os efeitos económicos que as acções próprias têm nos sócios, por todos, FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., págs. 89-91, VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, cit., págs. 88 e segs., e VELASCO SAN PEDRO, *La adquisicion por la sociedad emisora de sus propias acciones*, Valladolid, Lex Nova, 1985, págs. 43-44.

<sup>(109)</sup> Artigo 245.º, número 1, do Código dos Valores Mobiliários (CVM).

<sup>(110)</sup> Artigo 246.º, do CVM.

<sup>(111)</sup> Cfr. artigo 247.º, alínea e), do CVM, e artigo 8.º do Regulamento 11/2000, da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), de 10 de Fevereiro.

rida, e *imediatamente*, na segunda situação<sup>(112)</sup>. Avulta, aqui, a defesa da transparência do mercado, mas indirectamente são também tutelados os investidores.

O regime da prestação de informações por parte do órgão de administração é assim bastante completo no sentido de dar a conhecer ao público as operações realizadas com acções próprias. Coloca-se, no entanto, ainda uma dúvida.

Essa dúvida consiste em saber se as sociedades se encontram obrigadas a revelar *antecipadamente* que irão proceder à aquisição de acções próprias ou iniciar um programa de aquisição, ou proceder à alienação ou iniciar um programa de alienação (já se viu que são obrigadas a informar após a conclusão destas operações). A questão é a de entender se a aquisição (ou alienação) de acções próprias, que é, sem dúvida, um facto novo ocorrido na actividade da sociedade, é *ou não um facto do conhecimento geral, e se é susceptível de influir de maneira relevante no preço das acções*, ou seja, se as operações com acções próprias se subordinam à cláusula geral referente à informação contínua obrigatória para as sociedades com acções cotadas do artigo 248.º, do CVM<sup>(113)</sup>.

A aquisição e a alienação de acções próprias, ao contrário do que possa parecer, não são factos do conhecimento público. De facto, embora exista — na maior parte dos casos — uma deliberação da assembleia geral, essa deliberação não torna pública a operação. A deliberação da assembleia geral torna apenas público que existe uma autorização dada ao órgão de administração, não que este irá adquirir ou alienar acções, nem quando a operação será realizada<sup>(114)</sup>.

---

<sup>(112)</sup> Artigos 9.º e segs., do Regulamento 11/2000, da CMVM. A comunicação deve conter, entre outros elementos, a data de realização da operação, o mercado em que a operação teve lugar, a natureza da transacção, a quantidade de valores transaccionados e o preço unitário dos valores mobiliários objecto da transacção.

<sup>(113)</sup> Veja-se, sobre esta cláusula, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «A informação no direito do mercado de valores mobiliários», in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997, págs. 342 e segs., e GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, *O dever de informação sobre factos relevantes pela sociedade cotada*, Lisboa, Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 1998.

<sup>(114)</sup> Assim, BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanischen Recht*, cit., págs. 288-289.

A *relevância* da informação, ou seja, a sua susceptibilidade de influenciar a avaliação feita pelos investidores da sociedade emite-n-te ou das suas acções, poderá existir ou não, dependendo a sua existência de cada caso concreto (por exemplo, do número de acções próprias adquiridas, ou do motivo da aquisição).

Assim, nos casos em que a aquisição de acções próprias for *relevante*, o órgão de administração terá, não só que informar a entidade gestora do mercado em que as acções forem transaccionadas, após cada operação, como de informar o público do início da mesma. Aliás, *de jure condendo*, seria bastante mais adequado que as sociedades fossem, sempre, obrigadas a informar da realização de operações com acções próprias (pelo menos quando o volume da operação ultrapassasse as percentagens que impõem uma informação posterior às entidades gestoras dos mercados <sup>(115)</sup>), o que, para além de não acarretar qualquer prejuízo para a sociedade, teria a vantagem inegável de assegurar uma maior transparência a uma operação sempre delicada.

## 2.5. Regime das aquisições e alienações ilícitas.

Um dos aspectos em que a Directiva 77/91/CEE foi mais profundamente inovadora foi *no tratamento* a dar às aquisições ilícitas. O legislador comunitário afastou os meios tradicionais de reacção da ordem jurídica às actuações em desconformidade com o Direito, optando por prescrever que todas as acções adquiridas em contrariedade com o estabelecido na Directiva terão de ser alienadas no prazo de um ano a contar da data da aquisição <sup>(116)</sup>. Como se afirmou expressivamente, «a eliminação dos efeitos do acto de aquisição ilegítimo não se persegue mais intervindo sobre a sua validade ou eficácia, mas impondo a realização — dentro de um determinado prazo — de um novo acto em sentido inverso <sup>(117)</sup>. Se

---

<sup>(115)</sup> Cft. o citado Regulamento 11/2000, da CMVM.

<sup>(116)</sup> Artigo 21.º da Directiva 77/91/CEE.

<sup>(117)</sup> ANTONELLA ANTONUCCI, «Acquisto di azioni proprie: dall'invalidità del contratto all'obbligo di alienazione», in AA.VV., *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, cit., págs. 389-390.



as acções não forem alienadas dentro do prazo prescrito terão de ser anuladas.

O legislador português consagrou o regime prescrito pela Directiva <sup>(118)</sup>, exceptuando os casos em que a lei determine expressamente a nulidade da aquisição, o que se verifica, apenas, na aquisição de acções não liberadas fora dos casos em que tal é possível.

A *originalidade* do regime assenta em dois fundamentos <sup>(119)</sup>. A obrigação de alienação apresenta, por um lado, a vantagem de não afectar a segurança na circulação das acções, ao estabelecer a validade das aquisições ilícitas, salvaguardando sempre a posição do sócio alienante, e apresenta-se, por outro, como um sistema bem mais eficaz que o da invalidade da aquisição. «É bastante mais fácil, menos moroso e dispendioso poder tranquilamente alienar as acções no mercado de títulos, inclusivamente podendo proporcionar um lucro, impedindo assim os efeitos patrimoniais nocivos causados, do que tentar recuperar pela via judicial a soma despendida na aquisição» <sup>(120)</sup>

O regime é, pois, instituído, porque não só assegura melhor a circulação dos valores e se apresenta menos dispendioso para a sociedade, como — este fundamento fica subentendido — não prejudica em nada os interesses de terceiros, pano de fundo de toda a regulamentação comunitária.

De facto, a anulabilidade ou nulidade da aquisição não aumentaria as garantias dos credores sociais mais do que a obrigatoriedade por parte da sociedade de alienar as acções. Caso a sociedade

---

<sup>(118)</sup> Artigo 323.º, número 2, do Código das Sociedades Comerciais (são os acima referidos casos de *alienação obrigatória*).

<sup>(119)</sup> Sobre as vantagens da obrigação de alienar em relação às categorias tradicionais de ilicitude, por todos, FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., págs. 286 e segs., e VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, cit., págs. 389-391.

<sup>(120)</sup> FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., págs. 288. A mesma ideia se encontra em ANTONELLA ANTONUCCI, «Acquisto di azioni proprie: dall'invalidità del contratto all'obbligo di alienazione», cit., pág. 391, que afirma ainda que é certo que permanece o risco de a alienação ser feita a preço inferior ao da aquisição, mas que sempre será menor que o da infrutuosa execução sobre os bens do proprietário originário das acções.

não aliene as acções no prazo devido, procede-se à anulação das acções, o que fará equivaler novamente a cifra do capital social à realidade.

A aquisição de acções próprias prejudica directamente os credores sociais *apenas* numa situação especial, que é aquela em que a sociedade adquire acções não liberadas. Nessa situação, no entanto, o artigo 318.º do Código das Sociedades Comerciais interveio em defesa dos interesses dos credores.

A obrigação de alienação respeita assim todos os interesses em jogo, à excepção de um único, o dos accionistas. De facto, uma aquisição por parte do órgão de administração que viole directamente o princípio da igualdade de tratamento, ou uma aquisição efectuada sem sequer existir uma prévia deliberação da assembleia será, por certo, impugnável. Essa impugnação terá, no entanto, efeitos apenas internos — fala-se numa «indiscriminada intangibilidade do sócio alienante» <sup>(121)</sup> —, levando à responsabilidade civil e penal dos membros do órgão de administração. Resultado este que é bem escasso — reconheça-se — em termos de tutela dos accionistas, porque as acções, essas, continuarão na titularidade da sociedade.

O regime consagrado não é justo, nem é necessário.

Não é *necessário*, porque a segurança e facilidade de circulação dos títulos é um valor fundamental do direito dos valores mobiliários e dos títulos de crédito em geral, onde não se sentiu, até hoje, qualquer necessidade de criar um regime semelhante ao das acções próprias <sup>(122)</sup>. Como se afirma, «[...] se os títulos têm na realidade um mercado, ou seja, se a alienação respeita a acções cotadas em bolsa, [...], a validade da aquisição é assegurada pelas modalidades de circulação dos títulos. Se, pelo contrário, se trata

---

<sup>(121)</sup> Cfr. DOLMETTA, «Sulle conseguenze civilistiche dell'acquisto di azioni proprie compiuto in violazione dei divieti di legge», *Rivista delle Società*, 1996, 2-3, pág. 348.

<sup>(122)</sup> Regime esse que também tem de ser considerado uma excepção às regras de vinculação da sociedade pelos administradores (artigo 409.º), que, quando adquirem acções próprias sem a prévia deliberação da assembleia, o fazem sem que a lei lhes dê poder para tal. Cfr., sobre a segurança e circulação dos títulos, por exemplo, entre nós, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Valores Mobiliários. Conceito e espécies*, cit., págs. 14 e segs., e PAULA COSTA E SILVA, «Efeitos do registo e valores mobiliários. A protecção conferida ao terceiro adquirente», *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 58, 1998, II.

de títulos de difusão restrita, não existem razões para entender que o interesse do terceiro adquirente seja digno de maior tutela que os interesses de carácter geral prosseguidos com a disciplina das acções próprias» (123).

E não é *justo*, em todas as outras situações, especialmente naquelas em que a sociedade adquira as acções a um accionista determinado. Quando a sociedade adquire um lote de acções, após negociação, a um accionista, oferecendo-lhe um preço especialmente *inflacionado*, ou quando prescinde totalmente da autorização da assembleia e adquire acções a um grupo de accionistas, ou quando adquire por meio de um único contrato mais de 10% das acções, não existe qualquer motivo válido para tutelar o sócio que aliena as acções. Aliás, se se entende que é correcto postergar a defesa da circulação dos títulos para defesa dos credores sociais quando a sociedade adquire acções não liberadas, impondo aí a nulidade, esse raciocínio dever-se-ia logicamente estender à tutela dos accionistas.

A *impunidade* do sócio alienante levou aliás a que, doutrinariamente, se tenham ensaiado várias interpretações no sentido da defesa da solução da nulidade para certos tipos de aquisições, solução que, pelo menos à luz do direito português, não parece possível, dado o teor perfeitamente claro do artigo 323.º, número 2 (124).

---

(123) SBISÀ, in FRÉ/SBISÀ, *Della società per azioni*, cit., págs. 417-418, que utiliza este argumento a propósito da *alienação* ilícita de acções próprias.

(124) A defesa da nulidade de certas aquisições de acções próprias encontra-se principalmente na doutrina italiana. Veja-se CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, cit., pág. 109, DOLMETTA, «Sulle conseguenze civilistiche dell'acquisto di azioni proprie compiuto in violazione dei divieti di legge», págs. 349 e segs., RAFFAELE NOBILI, «Osservazioni in tema di azioni proprie», cit., págs. 88-89, MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, cit., págs. 145 e segs., e PARTESOTTI, «Le operazioni sulle azioni» in *Trattato delle società per azioni*, 2\*\*, Torino, UTET, 1991, pág. 392. Em Espanha, VELASCO SAN PEDRO — «Acciones propias e igualdad de los accionistas (cuestiones de Derecho de sociedades y de Derecho del mercado de valores)», cit., págs. 3948-3949.

Entre nós, também JOÃO LABAREDA, *Das acções das sociedades anónimas*, Lisboa, Associação Académica da Faculdade de Direito, 1988, defendeu que a aquisição de acções próprias que violem o artigo 317.º, número 4, são nulas, devido ao dever de restituição dos sócios previsto no artigo 34.º.

A posição de RAÚL VENTURA não é aqui particularmente clara, pois embora afirme a dado passo que «a nulidade só constitui sanção da ilicitude das aquisições quando a lei

Em conclusão, o regime das aquisições ilícitas acaba por lançar de certa forma nas trevas, tudo quanto se referiu acerca das medidas destinadas a tutelar os interesses dos sócios, especialmente as exigências legais de deliberação da assembleia e de fixação do respectivo conteúdo. Se a única consequência do desrespeito das regras que tutelam o interesse dos sócios é a obrigação de alienação (conjuntamente com a responsabilidade civil e penal dos administradores), de algum modo todo um conjunto de regras acaba por levar ... a nada, pois a responsabilidade dos administradores não impede que, após a aquisição, as relações de poder dentro da assembleia sejam alteradas, nem que o sócio alienante se tenha aproveitado das suas relações com a administração para alienar as acções. Com a última conclusão — também ela absurda — de que a única outra obrigação que nasce da aquisição ilícita é a de o órgão de administração ser obrigado a alienar as acções. Alienação essa da sua exclusiva competência, não tendo os sócios que deliberar sobre ela <sup>(125)</sup>.

Curiosamente, o sistema inovador da directiva não foi expressamente transposto pelo nosso legislador para o domínio da *alienação* de acções próprias. Levanta-se, pois, a dúvida sobre se será

---

expressamente a decreta; as restantes aquisições ilícitas são válidas, mas sujeitas à obrigação de alienar [...]», afirma no entanto também que [«Já vimos que as aquisições violadoras do preceituado quanto a acções não integralmente liberadas são nulas»].

Nulas serão também as aquisições efectuadas sem necessária autorização da assembleia.

Afigura-se-me que nulas serão ainda as aquisições efectuadas com violação do disposto no art. 319.º, n.º 2». Cfr. RAÚL VENTURA, *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais: Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, cit., págs. 385 e 366, respectivamente.

<sup>(125)</sup> Dê-se um exemplo de como o regime leva a soluções caricatas. Numa sociedade com o capital de 10.000, existe um sócio *A* com 5.600, *B* com 1.400 e os sócios *C*, *D*, e *E*, com 1000 cada um. Se a sociedade adquire 1.000 ao sócio *A* ilicitamente a preço especialmente sobrevalorizado, a aquisição é válida. O sócio *A* fica no entanto com 4.600, aos quais se podem opor apenas 4.400 dos outros quatro sócios. Durante um ano, a sociedade pode alienar as 1.000 acções, com dispensa legal de consulta à assembleia. Pode alienar ao sócio *A* novamente, agora a preço de *saldo*. De qualquer forma, se decidir não alienar, e tiver que posteriormente anular as acções, a situação do sócio *A* consolidar-se-á como o sócio dominante da sociedade. O regime das infracções acaba por ser ele próprio uma violação ao princípio da igualdade de tratamento.

de aplicar o regime geral, ou, em alternativa, considerar válidos os actos de alienação.

A aplicação do regime geral implica a nulidade dos actos de alienação praticados pelo órgão de administração em contrariedade com a lei. Como se referiu, a ilicitude da alienação não decorre da violação de *limites estatutários* ao poder de representação <sup>(126)</sup>, mas sim de limites *impostos por lei*; esta subordina a validade dos actos de alienação a uma série de requisitos. Se estes não forem cumpridos, a solução lógica é a da nulidade do acto <sup>(127)</sup>. Também a aplicação analógica do artigo 323.º, número 2, causa bastantes dificuldades. Este prevê, como alternativa à invalidade, a alienação das acções. Nesta situação o que está em causa é, exactamente, uma alienação, impossibilitando pois qualquer analogia.

A doutrina maioritária defende, no entanto, a validade das alienações ilícitas, que terão por consequência, apenas, a responsabilidade, civil e penal, dos membros do órgão de administração <sup>(128)</sup>. A validade das alienações seria exigida pela coerência do sistema — não faria sentido declarar válida uma aquisição ilícita e invalidar uma alienação — e seria explicada pela menor preocupação do legislador com a alienação do que com a aquisição de acções próprias: a alienação será vista com algum alívio, por terminar com uma série de efeitos perniciosos na estrutura da sociedade.

Os argumentos da doutrina maioritária impressionam, mas a solução correcta deverá ser a da nulidade das alienações ilícitas. A coerência do sistema imporá eventualmente uma identidade de soluções entre aquisição e alienação, mas o legislador português

---

<sup>(126)</sup> Cfr. artigo 409.º, do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>(127)</sup> SBISÀ, in FRÉ/SBISÀ, *Della società per azioni*, cit., págs. 417-418. Este Autor refere ainda, que mesmo que existisse uma «regra tácita» pela qual os actos de disposição se devessem considerar válidos, ter-se-ia sempre de averiguar, caso a caso, se não se verificam os pressupostos do negócio em fraude à lei, e que a validade da alienação estaria, ainda, condicionada pela boa fé do comprador. Curiosamente, SBISÀ não parece discordar do regime consagrado para a aquisição.

<sup>(128)</sup> Neste sentido, por exemplo, CARBONETTI, *L'acquisto di azioniproprie*, cit., pág. 127, GALGANO, in *Commentario al Codice Civile*, V. Art. 2247-2642, Torino, UTET, 1991, anotação ao artigo 2358, pág. 968, e PARTESOTTI, «Le operazioni sulle azioni», cit., pág. 431.

não se manifestou, minimamente, nesse sentido. O que faz apontar como melhor solução a da aplicação do regime geral. E, refira-se, a referida «menor preocupação do legislador com a alienação do que com a aquisição» apenas se explica, mais uma vez, à luz dos interesses dos credores. Para os accionistas, a alienação será, em tese, mais perigosa do que a aquisição. É que, repare-se, a aquisição poderá ter efeitos na estrutura accionista, mas não implica a título definitivo a entrada *de um novo accionista* para a sociedade, por negociação directa entre este e o órgão de administração. Mas é isso que se verifica na alienação.

### 3. Detenção de acções próprias.

#### 3.1. A suspensão dos direitos inerentes às acções.

Não é apenas no momento em que as acções *entram e saem* do património social que podem ser postos em causa os interesses dos accionistas. Durante o período em que as acções pertencem à sociedade, determina o Código das Sociedades Comerciais que se devem considerar suspensos todos os direitos inerentes às acções <sup>(129)</sup>. Esta suspensão dos direitos, qualificada como a «peça mais significativa de todo o sistema regulador das acções próprias» <sup>(130)</sup>, entende-se bem. A acção simboliza, para além de fracção do capital social, uma posição do sócio perante a sociedade. A partir do momento em que sócio e sociedade se tornam um só, a permanência do conjunto de direitos (e deveres) do sócio perante a sociedade deixa de fazer sentido.

Ao suspender os direitos inerentes às acções, o legislador, *moldando* um pouco os conceitos, consegue admitir que a sociedade possa possuir e ser titular das suas próprias acções, sem que isso a transforme num accionista. Ou, nas palavras de RAÚL VENTURA, «o fundamento mais simples e em última análise aquele a que todos os outros se reconduzem, quando se defende uma suspensão

---

<sup>(129)</sup> Com a excepção do direito a receber novas acções no caso de aumento de capital por aumento de reservas. Cfr. artigo 324.º, número 1, alínea a).

<sup>(130)</sup> CÁNDIDO PAZ-ARES, «Negocios sobre las propias acciones», cit., pág. 551.

total, é a impossibilidade de a sociedade ser accionista de si própria, de participar nela mesma, subentendendo-se que, por meio da suspensão, a sociedade não fica realmente accionista de si própria»<sup>(131)</sup>.

A suspensão compreende naturalmente os direitos de conteúdo patrimonial. Defender o direito da sociedade aos lucros de exercício implicaria que a sociedade assumisse simultaneamente a posição de credora e devedora do direito ao dividendo, o que, para além de levar à extinção da obrigação da sociedade, por confusão, consistiria num contra-senso lógico, pois estar-se-iam a atribuir à sociedade lucros, que teriam de ser por esta como tais contabilizados, para, no futuro, serem distribuídos aos accionistas, quando, na realidade, deveriam ter sido distribuídos desde logo. Atribuir o direito a participar na liquidação social significaria atribuir à sociedade uma parte resultante da sua própria extinção. E, finalmente, o direito de preferência em caso de aumento de capital por entradas em dinheiro, violaria os interesses dos credores sociais, pelo facto de a nova cifra do capital social não corresponder a entradas efectivamente realizadas na sociedade<sup>(132)</sup>.

Mas o principal objectivo visado pelo mecanismo da suspensão dos direitos é a tutela da chamada *função organizativa* da sociedade. O principal perigo aqui implicado é o do exercício do direito de voto<sup>(133)</sup>. A suspensão deste direito evita a influência *directa* do órgão de administração na formação da vontade social,

---

<sup>(131)</sup> RAÚL VENTURA, *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais: Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, cit., pág. 320.

<sup>(132)</sup> A esta suspensão generalizada exceptuou o legislador português o direito de receber novas acções no caso de aumento de capital por incorporação de reservas (artigos 324.º e 92.º), excepção que é motivada — como quase sempre no regime das acções próprias — por considerações de ordem prática. A aquisição gratuita nos casos de incorporação de reservas não prejudica nenhum dos interesses (sociedade, sócios e credores sociais) envolvidos. O aumento de capital nestes casos consiste apenas numa reorganização contabilística da sociedade, e a solução tem a vantagem de não «desvalorizar» o lote de acções próprias, que assim mantém a sua proporção com as acções em circulação.

<sup>(133)</sup> Os outros direitos de conteúdo político ou administrativo não levantam especiais problemas. De facto, não se imagina a *sociedade*, por exemplo, a exigir a fiscalização dos livros sociais e da actuação da administração em geral, ou a participar na assembleia, ou a exercer o seu direito à informação.

influência essa que tanto poderia ter por objectivo a consolidação da posição da própria administração (a administração accionista por certo que não se controlará a si própria), como o benefício de accionistas ou de grupos de accionistas maioritários <sup>(134)</sup>. Para este objectivo de evitar a intervenção directa do órgão de administração no sentido das deliberações, tomadas em assembleia, concorre também a proibição de encarregar outrem de, em nome próprio mas por conta da sociedade, subscrever ou adquirir acções desta, e a proibição de conceder empréstimos ou prestar garantias para que um terceiro subscreva ou adquira acções da sociedade <sup>(135)</sup>.

Curiosamente, se a suspensão evita que o órgão de administração da sociedade possa influenciar a assembleia através do uso do direito de voto, ela pode não ser suficiente para evitar efeitos nocivos das acções próprias na organização social. E o que se verá de seguida.

### 3.2. A influência das acções próprias na constituição da assembleia e nas deliberações sociais.

Questão, desde há muito debatida, é a de saber se, para efeitos internos da organização societária, o número de acções próprias (quando estas confirmam normalmente o direito de voto) deverá ou não ser *excluído* da cifra total do capital social, sempre que seja exigido um *quorum* constitutivo, ou sempre que alguma deliberação, por força da lei ou dos estatutos, tenha de ser tomada por certa percentagem de acções em relação com o capital social <sup>(136)</sup>.

---

<sup>(134)</sup> Cfr. FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., pág. 250, que entende que a suspensão garante a «salvaguarda do correcto funcionamento da sociedade baseado no equilíbrio de poderes entre a assembleia e a administração».

<sup>(135)</sup> Artigo 316.º, número 2, e artigo 322.º, do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>(136)</sup> Poder-se-ia discutir também se as acções próprias deverão ser excluídas do total do capital social para efeitos do cálculo das percentagens necessárias requeridas para o exercício de determinados direitos ditos de *minoría*. O entendimento unânime actual é que as acções próprias deverão naturalmente ser incluídas. Se o legislador exige uma certa percentagem para o exercício de determinado direito, tal é independente da existência ou não de acções próprias.



Assim, por exemplo, numa sociedade que detenha 10% do seu capital social em acções próprias, discute-se se o *terço* do capital social necessário para que a assembleia possa deliberar validamente em primeira convocação sobre a alteração do contrato de sociedade, deve ser calculado sobre a totalidade do capital social ou, apenas, sobre a percentagem de acções que não têm os seus direitos suspensos (90%). Na mesma linha, quando os estatutos da sociedade exijam, para uma qualquer deliberação, uma maioria de  $\frac{3}{4}$  dos votos em relação com o capital social, pode defender-se que a maioria será calculada sobre os 90% em circulação ou sobre a totalidade do capital social.

Um sector doutrinal, tradicionalmente designado como maioritário mas que hoje já não o é <sup>(137)</sup>, entende que as acções próprias deverão nestes casos ser *excluídas* da base de cálculo, defendendo que para o apuramento do *quorum* constitutivo ou das maiorias exigidas em relação com o capital social, se deverá ter em conta *apenas a parte do capital não detida pela sociedade*. Os argumentos utilizados são, essencialmente, os seguintes:

- i) A suspensão dos direitos que se verifica nas acções próprias implica que estas não tenham qualquer relevância na vida da sociedade. Visto que apenas as acções que permanecem em circulação (o chamado *capital circulante*) têm o poder de tomar decisões, só em relação a estas deve ser calculado o *quorum* constitutivo da assembleia.
- ii) Na mesma linha, afirma-se que se as exigências legais ou estatutárias visam garantir uma certa percentagem de votos para determinadas deliberações, essa percentagem deve estabelecer-se em função dos accionistas que podem assistir à assembleia e tomar decisões.
- iii) A solução contrária, de inclusão das acções próprias no capital social, originaria o perigo de paralisação da vida

---

<sup>(137)</sup> Representado entre nós por FERRER CORREIA. Cfr. «A representação dos menores sujeitos ao pátrio poder na assembleia geral das sociedades anónimas. Apêndice II: acções adquiridas pela própria sociedade emitente e direito ao voto», in *Estudos Jurídicos — II. Direito Civil, Comercial e Criminal*, Coimbra, Atlântida, 1965, págs. 121-127 (Estudo originariamente publicado na *Revista de Legislação e Jurisprudência*, Anos 95.º, 96.º e 97.º).

social, nos casos em que o volume de acções próprias em carteira fosse excessivamente elevado.

- iv) Finalmente, invoca-se, por analogia, o regime das acções preferenciais sem voto, que expressamente determina que estas acções *não contam* «para a determinação da representação do capital, exigida na lei ou no contrato de sociedade para as deliberações dos accionistas» <sup>(138)</sup>

Do lado oposto, hoje claramente maioritário <sup>(139)</sup>, entende-se que não existe qualquer motivo para excluir nestas situações as acções próprias, visto que:

- i) As acções próprias, apesar da suspensão de direitos, não deixam de fazer parte do capital social e não podem ser tratadas como se não existissem para estes efeitos <sup>(140)</sup>.
- ii) Excluir as acções próprias do cálculo da verificação do *quorum* constitutivo significaria permitir que a mera actuação do órgão de administração ou dos accionistas que controlassem a sociedade fosse suficiente para fixar o *quorum* necessário. Quanto maior o número de acções próprias adquiridas, menor o *quorum* necessário.
- iii) Naturalmente que o mesmo se passaria nas deliberações que exigissem uma certa percentagem de votos em relação com o capital social. Todas estas deliberações seriam tomadas, afinal, com um menor número de votos do que o previsto na lei ou nos estatutos, situação que se afirma ser especialmente grave, no caso de maiorias estabelecidas no contrato, por alterar percentagens que as partes haviam expressamente previsto no momento da celebração do mesmo contrato.

---

<sup>(138)</sup> Artigo 341.º, número 4, do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>(139)</sup> Posição desde sempre defendida, entre nós, por RAÚL VENTURA. Cfr. a posição deste Professor, por último, em *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais: Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, cit., pág. 398.

<sup>(140)</sup> RAÚL VENTURA, *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais: Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, cit., pág. 398: «Literalmente, o capital social é ... o capital social e não apenas uma parte dele; tomar em consideração apenas uma parte, é uma liberdade que não pode justificar-se pela aposição de um nome a essa parte» (criticando a expressão *capital circulante*).

O segundo dos caminhos apontados é, claramente, o mais adequado. A regulamentação da detenção pela sociedade das suas próprias acções obedece principalmente à necessidade de evitar que a gestão da sociedade ou accionistas maioritários possam utilizar as acções em proveito próprio, alterando as relações de poder no seio da colectividade, sem qualquer motivo justificativo.

A suspensão do direito de voto — tudo o indica — significa, mais que impedir que o órgão de administração possa votar, a intenção de que as acções, pelo facto de serem detidas pela sociedade, tenham a possibilidade de intervir na vida social o *menos possível*. As acções próprias devem ser pois, imparciais, ou melhor, nada deve ser alterado pelo mero facto de a sociedade deter acções próprias.

Mas a exclusão das acções próprias da cifra do capital social, para estes efeitos, permite que se consiga, indirectamente, o que se não pode directamente; não se pode votar com as acções próprias, mas, separando-as da cifra do capital social, consegue-se fazer descer o *quorum* constitutivo, e consegue-se, também, fazer com que sejam necessários menos votos para obter vencimento nas deliberações que tenham de ser tomadas em relação com o capital <sup>(141)</sup>.

As acções próprias devem, pois, tornar-se o mais *invisíveis* possível, e tal objectivo apenas se atinge incluindo o seu montante na cifra do capital social. Do qual, como já referido, obviamente não deixam de fazer parte <sup>(142)</sup>.

Reconheça-se que a solução defendida não implica a *imparcialidade total* das acções próprias, ao contrário do que, normalmente, se afirma. A imparcialidade total é, por definição, impossível nas acções próprias. A inclusão das acções próprias na base de cálculo significa, é certo, que o peso percentual de cada accionista em relação ao capital social permanecerá o mesmo, mas significa

---

<sup>(141)</sup> Visto que a medida de referência passa a ser o capital em circulação e não a totalidade do capital.

<sup>(142)</sup> CÁNDIDO PAZ-ARES, «Negocios sobre las propias acciones», cit., págs. 565: «...de acordo com a ideia de neutralidade, o que não pode pretender-se é que o capital que foi fixado no contrato de sociedade e as percentagens que os sócios outorgaram no momento de prestar o seu consentimento fiquem dependentes do evento fortuito de que a sociedade adquira ou não os seus próprios títulos».

também que será mais difícil tomar as deliberações, pois as acções próprias, na medida do seu concreto montante, *nunca votarão a favor* da deliberação. Numa sociedade com 10% de acções próprias, em que sejam necessários 50% do capital para vencer uma deliberação, os 10%, necessariamente, nunca votarão a favor. A solução dificulta, pois, a obtenção de maiorias (da mesma forma que dificulta a constituição da assembleia geral). Mas é, de todo o modo, bem mais equilibrada que a solução contrária, que para além de tornar mais fácil a obtenção de tais deliberações (e a constituição da assembleia), se prestaria a manobras por parte de quem controlasse a sociedade.

Qual a solução dada a esta questão pelo ordenamento português?

Fundamental é o artigo 386.º, número 5, do Código das Sociedades Comerciais, que dispõe que «quando a lei ou o contrato exijam uma maioria qualificada determinada em função do capital da sociedade, não são tidas em conta para o cálculo dessa maioria as acções cujos titulares estejam legalmente impedidos de votar, quer em geral quer no caso concreto, nem funcionam, a não ser que o contrato disponha diferentemente, as limitações de voto permitidas pelo artigo 384.º, n.º 2, alínea b) (143)».

Assim, o direito português, ao contrário da solução que se entendeu salvaguardar melhor a natureza das acções próprias, ordena que quando seja exigida uma *maioria qualificada, determinada em função do capital social*, as acções próprias não sejam tidas em conta para a determinação desse capital (144). Como afirma RAÚL VENTURA, «a sociedade titular de acções próprias está legalmente impedida de votar em geral» (145), por isso as acções próprias encontram-se no âmbito de aplicação da norma.

---

(143) A *limitação* de voto permite que se estabeleça no contrato de sociedade que não sejam contados votos acima de um certo número, quando emitidos por um só accionista, em nome próprio ou como representante de outro.

(144) Assim, por exemplo, no artigo 294.º, número 1, para se apurar a maioria dos  $\frac{3}{4}$  exigida pela lei não se terão em conta as acções próprias detidas; se numa sociedade com capital de 100.000, 10.000 forem acções próprias, os  $\frac{3}{4}$  não serão 75.000, mas sim 67.500.

(145) RAÚL VENTURA, *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais: Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, cit., pág. 397. Não se pode deixar de criticar alguma flutuação de conceitos no artigo 386.º, número 5. *O impedimento de voto* ocorre por natu-

O objectivo do artigo 386.º, número 5, é, claramente, o de evitar situações em que as deliberações se poderiam tornar impossíveis ou muito difíceis de obter — os chamados casos de *inextricabilidade deliberativa* <sup>(146)</sup> —, e daí aplicar-se apenas a *maiorias qualificadas* e não a situações em que seja exigida uma maioria absoluta ou uma determinada percentagem em função do capital.

Da *ratio* do artigo 386.º, número 5, é possível extrair duas conclusões. A primeira, que o preceito se justifica nas verdadeiras situações de impedimento. Em situações em que sejam exigidas *maiorias qualificadas*, incluir na base de cálculo do capital social as acções cujo titular esteja impedido, significará, muitas vezes, a impossibilidade prática de ser tomada uma deliberação. A sociedade não dispõe, nestas situações, de qualquer outra alternativa, visto que a situação que motiva o impedimento se manterá, impedindo que o accionista exerça o direito de voto inerente às suas acções. O mesmo se passa com os accionistas em mora. A inclusão das suas acções para a base de cálculo poderia significar — nestas situações — a paralisação da vida social, implicando aí o que representa afinal um *castigo* para o accionista em mora um *castigo* para a sociedade.

*Mas já não se justifica a aplicação do preceito às acções próprias.* Aqui, ao contrário das situações atrás referidas, existe a alternativa, bem simples, para a sociedade, caso se veja perante uma impossibilidade de deliberar, de alienar as acções. Para além disso, nas situações de impedimento e de mora dos accionistas, é impossível à lei controlar qual a percentagem de acções que verá inibido o direito de voto (um accionista impedido pode deter menos de 1% ou mais de 90% das acções), daí que prudentemente se estabeleça que, em qualquer caso, sempre que se exija uma

---

reza num caso concreto, em que existe uma situação pontual de conflito de interesses entre o sócio e a sociedade, que o leva a não poder exercer o seu direito de voto (artigo 384.º, número 6). O preceito, ao falar em *impedimento de votar em geral* refere-se afinal a situações de *suspensão do direito de voto*, como as que ocorrem quando o accionista está em mora (artigo 384.º, número 4), com as acções próprias detidas pela sociedade, ou nas sociedades em relação de participações recíprocas (artigo 485.º, número 3).

<sup>(146)</sup> Na expressão de PINTO FURTADO, *Deliberações dos Sócios*, Coimbra, Almedina, 1993, pág. 136.

maioria qualificada, as acções serão excluídas do capital social. Esta situação não se passa nas acções próprias, em que a *lei terá de presumir* que será sempre respeitado o limite máximo permitido de detenção de acções próprias de 10%, limite esse que evitará, à partida, as referidas situações de impossibilidade deliberativa.

A submissão das acções próprias ao artigo 386.º, número 5, resulta, assim, num regime totalmente inadequado.

Mas retira-se, ainda, uma segunda conclusão. Se o artigo 386.º, número 5, «norma integradora daquelas que exigem maioria qualificada»<sup>(147)</sup>, é, claramente, uma norma excepcional, que pretende evitar casos de impossibilidade de deliberação, então não deve ser, como foi defendido, aplicado a nenhuma outra hipótese, nomeadamente às situações, *fora dos casos de maioria qualificada*, em que seja necessário calcular uma percentagem em função do capital social<sup>(148)</sup>. O artigo 386.º, número 5 reporta-se exclusivamente, a maiorias qualificadas, e nada faz pensar que possa ser aplicado a outras situações.

Assim, sempre que é exigido um *quorum* constitutivo<sup>(149)</sup> ou sempre que seja exigida uma maioria *não qualificada* ou, pura e simplesmente, uma determinada percentagem em relação com o capital social<sup>(150)</sup>, na ausência de preceito expresso em contrário, deve aplicar-se a regra geral. E a regra geral é a de que a base de cálculo é a *totalidade do capital social*. Esta solução aplica-se, aliás, tanto às acções próprias, como nas situações em que existam accionistas impedidos de votar ou em que o contrato de sociedade tenha estabelecido a limitação de voto, permitida pelo artigo 384.º. Não se aplica às acções preferenciais sem voto, visto que, nessas acções, por definição, não existe o direito de voto e o legislador,

---

<sup>(147)</sup> RAÚL VENTURA, *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais: Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, cit., pág. 399.

<sup>(148)</sup> É a posição de RAÚL VENTURA, *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais: Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, cit., pág. 397, que entende que «por igualdade de razão, as acções próprias não serão contadas quando houver que calcular para efeitos de voto uma percentagem em função do capital: é o caso da metade do capital social para os efeitos do art. 386.º, n.º 3, e bem assim será o caso de cláusulas contratuais que exijam a maioria simples dos votos correspondentes ao capital social».

<sup>(149)</sup> Ver artigo 383.º, número 2.

<sup>(150)</sup> Ver artigo 386.º, número 4.

expressamente, as exclui da determinação do capital em qualquer situação <sup>(151)</sup>.

Curiosamente, as situações analisadas — embora sejam aquelas a que a doutrina sempre deu maior importância — não são o exemplo mais importante de *influência* das acções próprias sobre as deliberações sociais. As deliberações para as quais se exija uma maioria em relação com o capital social, ou uma determinada percentagem em relação com este ocorrem muito raramente. Na grande maioria das deliberações tomadas numa sociedade anónima, a regra é a da maioria absoluta dos votos presentes, e, mesmo para deliberações que impliquem alteração do contrato, fusão, cisão, transformação ou dissolução da sociedade, é apenas necessária uma maioria de dois terços dos votos *presentes*. Mas, também nessas situações, a existência de acções próprias *aumenta sempre a importância que cada um dos votos possui na tomada de decisões*.

Apontem-se dois exemplos: imagine-se, em primeiro lugar, uma sociedade com o capital de 10.000 e apenas seis accionistas, um (A) com 4.000, outro (B) com 2.000 e 4 (C,D,E,F) com 1.000. Se um dos accionista com 1.000 vende à sociedade as suas acções, o accionista maioritário, com 40% das acções (4.000) precisa, agora, apenas do apoio de um dos accionistas com 10% (1.000), para vencer todas as votações. Isto porque, contra os 5.000 resultantes da união destes dois accionistas, apenas existem 4.000 (2.000+1.000+1.000). Aumenta, pois, em termos de peso, a participação de todos os accionistas. Mas o resultado mais visível é a maior facilidade para um accionista de tomar o controlo da empresa.

E se este é um exemplo nítido, repare-se ainda neste outro: A mesma sociedade, mas agora apenas com cinco accionistas, em que A tem 4.600 (46%), B 3.900 (39%) e os restantes 1.500 (15%) são divididos, por cabeça, entre C,D e E. A sociedade tem agora dois grandes accionistas, a que se juntam três pequenos que servem, de certa forma, de *balança* da sociedade, o que lhes garante, ao mesmo tempo, uma posição forte, apesar de cada um apenas

---

<sup>(151)</sup> Artigo 341.º, número 4.

dispor de 5%. Se a sociedade adquirir as acções de *D* e *E* (conjuntamente, 10%), *A* continua, parece, apenas com 46% das acções, mas como 10% estão suspensos, apenas se lhe poderão opor 43% das acções, ou seja, o conjunto de *B+C*. *A* tornou-se, assim, accionista maioritário da sociedade, não tendo tido para isso necessidade de adquirir qualquer acção.

Em resumo, pode afirmar-se que, sempre que a aquisição de acções próprias não seja realizada numa base *pro rata*, terá sempre influência nas relações de poder dentro da assembleia<sup>(152)</sup>. E essa influência manifesta-se na esmagadora maioria das situações em que a assembleia é chamada a intervir. Não se preocupou com esta realidade o Código das Sociedades Comerciais, que permite que, na sua zona mais sensível, as acções próprias possam ser utilizadas como instrumento para alterar as relações de poder dentro da assembleia. Preocupou-se com esta realidade, por exemplo, o ordenamento espanhol, que, expressamente, prevê que as acções próprias se computarão no capital para o efeito de calcular as quotas necessárias para a constituição e *adopção de deliberações* na assembleia, norma que é, igualmente, aplicável às deliberações ordinárias da assembleia<sup>(153)</sup>. Cria-se assim uma *fiction iuris*, que consiste em considerar as acções próprias como *presentes* em todas as assembleias. Esta presença implica que a maioria necessária será, em cada caso, mais alta, pois soma-se ao capital presente ou representado o montante global de acções próprias, que, obviamente, não vota a favor da deliberação<sup>(154)</sup>. Assim, por exemplo, na segunda das situações apresentadas acima, se numa assembleia geral estiverem presentes os sócios *A*, *B* e *C*, cujas acções perfazem 90% do capital social, a lei entende que se encontra presente

---

(152) BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanis-chen Recht*, cit., pág. 40.

(153) Cfr. o artigo 79.º, número 2, da TRLSA espanhola.

(154) VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, cit., pág. 540, que critica no entanto a norma por levar à atribuição de uma importância excessiva às minorias. A interpretação do preceito não é, aliás, unânime, visto haver quem proceda a uma interpretação restritiva, no sentido de a norma se referir apenas àquelas deliberações que tenham de ser tomadas em relação com o capital social. Cfr., neste sentido, VICENT CHULIÁ, «El régimen de las acciones en el Proyecto de Ley de Reforma», in AA.VV., *El nuevo derecho de las sociedades de capital*, dirigido por Ignacio Quintana Carlo, Zaragoza, Trivium, 1989, pág. 119.



na assembleia a totalidade do capital social, e que serão necessários 50% para tomar a deliberação.

A adopção desta medida seria a única que — elevando, embora, em cada caso, as maiorias necessárias para a adopção de deliberações — evitaria a possibilidade de utilizar as acções próprias como instrumento do grupo de controlo da sociedade e tutelaria os interesses dos accionistas, que se vêem, deste modo, na contingência da sociedade passar a ter um accionista maioritário que alcançou essa posição à custa de fundos da sociedade, ou que, à custa desses mesmos fundos, a sociedade adquira acções a um accionista maioritário que, por força da suspensão do direito de voto das acções, se mantém como maioritário.

Poder-se-á afirmar que se exagera nos perigos que resultam para os accionistas deste regime, visto que, em última análise, o volume de acções próprias detido não poderá ultrapassar, como regra, o limite dos 10%.

Mas não parece que assim seja. Especialmente em sociedades de grande dimensão, em que a aquisição em bolsa é possível, e não será feita proporcionalmente ao peso de cada accionista, tendo em conta a frequente atomização das participações nestas sociedades e a comparação deste facto com a baixa percentagem de participação com que se consegue o controlo da assembleia geral, uma pequena variação do peso da participação pode ter um significado importante <sup>(155)</sup>. Se se combinar esta realidade com a existência de acções preferenciais sem voto e de relações de grupo entre as sociedades, a influência da aquisição de acções próprias sobe exponencialmente <sup>(156)</sup>.

---

<sup>(155)</sup> A alteração do peso da participação — deixa-se subentendido — refere-se apenas a accionistas com um certo peso. De facto, não existe qualquer lesão para aqueles accionistas que possuam percentagens irrisórias, pois mesmo com a aquisição de acções próprias, a sua participação permanecerá sempre irrelevante.

<sup>(156)</sup> Ver CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, cit., pág. 39. Como diz este autor, se o capital for constituído por metade de acções ordinárias e por metade de acções privilegiadas, privadas do direito de voto, uma aquisição de 10% do capital, permite reduzir de 25% para 20% a participação necessária para controlar a sociedade. Se quem detém esta participação nesta sociedade for uma outra, cujo único activo seja a participação na primeira, e se esta última tiver, também, 50% do seu capital constituído por acções sem direito de voto e 10% de acções próprias, então, para o controlo da primeira sociedade, passa a ser necessário apenas o equivalente a 4% do capital social (20% de 20%).

#### 4. Penhor e o usufruto de acções próprias.

##### *O penhor de acções próprias.*

Nos termos do artigo 325.º, número 1, as acções próprias que uma sociedade receba em penhor *são contadas* para o limite de 10% do capital social estabelecido no artigo 317.º, número 2. Assim, onde o legislador comunitário ordenava uma *equiparação* ao regime da aquisição a título definitivo de acções próprias<sup>(157)</sup>, o legislador português entendeu fazer, apenas, incluir as acções recebidas a título de penhor no *limite quantitativo* dos 10%<sup>(158)</sup>.

A não equiparação de regimes leva, em tese, a que se retirem duas conclusões. Em primeiro lugar, não será necessária qualquer deliberação da assembleia geral para a lícita aceitação em garantia das acções. Em segundo lugar, não sendo as acções aceites em garantia nunca legalmente consideradas *pertença* da sociedade, então a elas não se deve aplicar a suspensão dos direitos inerentes às acções, especialmente o direito de voto, prevista no artigo 324.º, número 1.

A segunda das conclusões não é verdadeira. Como dispõe o artigo 23.º, número 4, do Código das Sociedades Comerciais, os direitos inerentes à participação podem ser exercidos pelo credor pignoratício, quando tal for convencionado pelas partes. Tal con-

---

(157) Artigo 24.º, número 1, da Directiva 77/91/CEE: «A aceitação em penhor pela sociedade das suas próprias acções, quer por si mesma, quer por intermédio de uma pessoa que actue em nome próprio mas por conta da sociedade, é *equiparada às aquisições* indicadas no artigo 19, no n.º 1 do artigo 20.º e nos artigos 22.º e 23.º». Sobre o penhor de acções próprias, ver, ainda hoje, por todos, SABINO FORTUNATO, «Accettazione in garanzia di azioni proprie», in AA.VV., *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, cit., págs. 461 e segs.

(158) O legislador foi aqui sensível a uma série de incompatibilidades de adaptação entre o regime da aquisição e o da aceitação em garantia, das quais se destaca o problema da ilicitude da aquisição. A obrigação de alienar não pode ser imposta à sociedade, visto que, na aceitação em garantia, não se torna titular das acções. Sobre as dificuldades de adaptação do regime da aquisição ao da aceitação em garantia, RAÚL VENTURA, «Auto-participação da sociedade: as acções próprias», cit., págs. 451 e segs., e 475 e segs. Também FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., pág. 322, nota 697. Esta última Autora entende não haver desrespeito do legislador nacional relativamente ao regime estabelecido na Directiva, o que, dado o teor expresso do citado artigo 24.º, parece difícil.

venção implicaria que o credor pignoratício *sociedade* pudesse votar nas assembleias gerais, o que representaria uma forma *demandadamente fácil* de iludir todo o regime das acções próprias e da sua preocupação em evitar a influência do órgão de administração na assembleia.

O legislador, na defesa dos interesses dos sócios, tomou duas medidas fundamentais: a exigência de deliberação da assembleia geral para a lícita aquisição e alienação de acções próprias, e a suspensão dos direitos (em especial, o direito de voto) inerentes às acções, com o fim de evitar que a sociedade possa por alguma forma ser, efectivamente, *sócia de si mesma*. Para este objectivo, é essencial que a sociedade nunca possa votar. Assim sendo, é forçoso que as acções aceites em garantia pela sociedade, no caso eventual de se convencionar o exercício do direito de voto por parte do credor, tenham o seu direito ao voto suspenso <sup>(159)</sup>. A solução ideal, em termos de direito a constituir, seria, no entanto, a da suspensão do direito de voto em qualquer situação de aceitação em garantia das acções, com ou sem convenção, o que traria maior transparência a todo o processo, e evitaria eventuais tentativas de defraudar a lei pelo caminho da aceitação de acções em garantia <sup>(160)</sup>.

Já quanto à primeira das conclusões acima atingidas, ela parece certa. Na ausência de qualquer preceito, afigura-se que não será necessária qualquer deliberação da assembleia para a lícita aceitação em garantia de acções próprias.

Essencial para a decisão do nosso legislador terá sido o facto de a aceitação em garantia não ser uma *aquisição* e o facto, de entre nós, apenas em situações excepcionais, o penhor poder levar à aquisição das acções por parte do credor, como no caso de convenção prévia de adjudicação ao credor pelo preço que o tribunal

---

<sup>(159)</sup> Assim também, RAÚL VENTURA que entende que quando o penhor atribuir ao credor pignoratício o exercício do direito de voto, este deverá ser suspenso, por «mais conforme com os princípios reguladores das acções próprias». Cfr. RAÚL VENTURA, «Auto-participação da sociedade: as acções próprias», cit., págs. 454-455.

<sup>(160)</sup> A doutrina refere aqui o perigo de o órgão de administração, valendo-se da sua superioridade em face do devedor, induzir o accionista a exercitar o seu direito de voto em determinado sentido. Cfr., por exemplo, VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, cit., pág. 464.

vier a fixar ou de aquisição pelo credor em venda judicial <sup>(161)</sup>. Nestas situações, obviamente que será necessária a autorização da assembleia, mas nas situações normais, em que a sociedade não adquire o bem, tal autorização não será necessária.

A solução adoptada, entre nós, não deixa de suscitar algumas reservas. A aceitação em garantia das acções, embora não signifique uma aquisição, implica, necessariamente, que um lote maior ou menor de acções fique subtraído à circulação. Em certos casos, como se viu, é imperioso que os direitos de voto permaneçam suspensos. Nestes casos, a aceitação em garantia vai ter os mesmos efeitos sobre a estrutura da sociedade que a aquisição. As restantes participações aumentarão proporcionalmente o seu peso, e será suficiente uma participação mais baixa para controlar a sociedade. Mas, em todas as situações, a aceitação em garantia pode ser um meio de frustrar os cuidados do legislador na regulamentação da aquisição de acções próprias. Relembre-se que este mandou expressamente contabilizar as acções aceites em garantia para o limite dos 10% do capital social, o que não pode deixar de significar que se atribui às acções recebidas em penhor os mesmos perigos que às adquiridas, pois senão não faria sentido aquela contabilização.

A necessidade de prévia deliberação da assembleia (com um conteúdo necessariamente diferente do previsto no artigo 319.º, número 1) teria, assim, a clara vantagem de permitir que todos os sócios se pronunciassem sobre a aceitação em penhor das acções, e que ficassem, por essa forma, informados da existência do mesmo e do montante de acções que seriam assim subtraídas de circulação. Esta medida, acompanhada pela suspensão do direito de voto, minoraria, em muito, os riscos que esta operação comporta.

Problemas semelhantes coloca a situação inversa, a qual o Código das Sociedades Comerciais não previu <sup>(162)</sup>. Nada impede que a sociedade, agora *devedora*, ofereça acções próprias como

---

<sup>(161)</sup> Artigo 675.º, do Código Civil. Cfr. RAÚL VENTURA, «Auto-participação da sociedade: as acções próprias», cit., pág. 453.

<sup>(162)</sup> A não ser para proibir a prestação de garantias, por parte da sociedade, para que um terceiro subscreva ou adquira acções representativas do seu capital (artigo 322.º).

garantia de uma dívida sua. E aqui se levantam as questões paralelas de saber se será necessária uma deliberação da assembleia geral a autorizar a operação e o que sucede ao direito de voto inerente às acções.

A sociedade pode convencionar que as acções sejam adjudicadas ao credor, ou pode sempre ocorrer que a sociedade não cumpra a sua obrigação, o que levará à venda judicial das acções <sup>(163)</sup>. Essencial é que, em qualquer entrega de acções em penhor, a sociedade se pode ver obrigada a dispor das mesmas, perdendo o *controllo* sobre as acções a partir do momento da sua entrega. Por este motivo, parece razoável exigir que a entrega em garantia de acções próprias deva ser autorizada pelos sócios, sob pena de poder ser utilizada pelo órgão de administração como forma de escapar à regra da autorização da assembleia para a alienação <sup>(164)</sup>.

Quanto ao exercício do direito do voto, a solução deveria ser a de, nada se convencionando, ele permanecer junto do titular das acções, a sociedade, e por isso suspenso de acordo com o artigo 324.º, ou convencionando-se o seu exercício por parte do credor pignoratício, este poder exercê-lo. De qualquer forma, esta atribuição do direito de voto ao credor pode constituir uma forma indirecta de permitir que o direito de voto *reviva* a favor da sociedade, o que leva a que se veja como mais «prudente» não atribuir ao credor o direito de voto <sup>(165)</sup>. Uma solução possível será a de considerar a regra que permite a atribuição do direito de voto ao credor, norma especial relativamente ao artigo 324.º do Código das Sociedades Comerciais.

---

<sup>(163)</sup> Cfr. o citado artigo 675.º do Código Civil.

<sup>(164)</sup> No mesmo sentido, RAFFAELE NOBILI, «Osservazioni in tema di azioni proprie», cit., págs. 110-111. No ordenamento italiano a situação é no entanto mais clara, visto que a lei afirma expressamente que os «administradores não podem *dispor* das acções adquiridas» sem prévia deliberação da assembleia. Cfr. artigo 2357 *ter* (1), do *Codice Civile*.

GALGANO justifica a exigência legal da proibição de disposição das acções adquiridas com o fundamento que os administradores «poderiam, de outra forma, dá-las em penhor ou em usufruto... para exercitar por essa forma o voto». Ver *COMMENTARIO AL CODICE CIVILE*, cit., anotação ao artigo 2358.º, pág. 968.

<sup>(165)</sup> RAFFAELE NOBILI, «Osservazioni in tema di azioni proprie», cit., págs. 110-111. Veja-se, ainda, SBISÀ, in FRÉ/SBISÀ, *Della società per azioni*, cit., págs. 414.

Continuando as acções a *pertencer* à sociedade, os direitos inerentes às acções permanecerão forçosamente suspensos <sup>(166)</sup>

*O usufruto de acções próprias.*

Também no que diz respeito ao usufruto de acções próprias será necessário distinguir duas situações: o usufruto que é constituído a favor da sociedade por parte de um *sócio proprietário*, e a situação inversa, o usufruto que é constituído a favor de um terceiro, pela *sociedade sócia*.

O usufruto constituído a favor da sociedade não deve ser considerado válido. O usufrutuário de acções tem como direitos principais, o direito aos lucros, o direito a votar nas assembleias gerais, exceptuando-se as matérias que importem alteração dos estatutos ou dissolução da sociedade, em que esse direito é exercido, conjuntamente, com o titular de raíz, e o direito a usufruir dos valores que caibam à parte sobre que incide o usufruto no acto de liquidação da sociedade <sup>(167)</sup>. O usufruto de participações sociais tem, pois, como único objecto, nesta situação, direitos que a sociedade se vê impedida de exercer por força do artigo 324.º. Se a sociedade não pode exercer nenhuma das faculdades que o usufruto lhe outorgaria, parece não ser de admitir o negócio em si <sup>(168)</sup>.

Já a situação contrária parece ser possível. A sociedade pode constituir um usufruto a favor de terceiro sobre as suas acções, porque nada o impede, mas será sempre difícil encontrar uma justificação económica para essa operação, e permanecerá sempre o risco de o usufruto ser constituído apenas como forma indirecta de permitir à sociedade exercer o direito de voto <sup>(168)</sup>.

---

<sup>(166)</sup> Interpretação proposta por PARTESOTTI, «Le operazioni sulle azioni», cit., pág. 430.

<sup>(167)</sup> Artigo 1467.º, do Código Civil. Ver ainda o artigo 293.º, do Código das Sociedades Comerciais, que atribui ao usufrutuário o direito à informação, e o artigo 462.º, que atribui em certos termos o direito de participar num aumento de capital.

<sup>(168)</sup> RAFFAELE NOBILI, «Osservazioni in tema di azioni proprie», cit., págs. 72-73.

<sup>(169)</sup> RAFFAELE NOBILI, «Osservazioni in tema di azioni proprie», cit., pág. 111, afirma que «permanece a suspeita que termine por ser apenas um instrumento, dirigido a iludir a «esterilização» do direito ao dividendo e ao voto».

## 5. Aquisição de acções da sociedade dominante pela sociedade dependente.

### 5.1. Aquisição e alienação de acções.

São conhecidos os efeitos da aquisição de acções de uma sociedade dominante pela sua dependente no plano do capital social. A subscrição ou aquisição de acções da sociedade dominante pela dependente provoca uma *debilitação* do património da primeira, semelhante ao que se verifica na aquisição de acções próprias. De facto, as acções da sociedade dependente representam o seu património líquido. Se esta sociedade adquire acções da sociedade que a domina, as acções que a sociedade dominante detém (da dependente), passam a representar, em parte, o próprio património da dominante, provocando, assim, uma duplicação que, na realidade, desvaloriza o património da sociedade dominante<sup>(170)</sup>.

As relações de domínio produzem, no entanto, também graves riscos para a organização societária, visto que possibilitam aos membros do órgão de administração da sociedade dominante um expediente bem prático de influenciar as *suas próprias* assembleias gerais, através do poder de voto que é conferido pela participação na outra sociedade dependente. A suspensão do direito de voto imposta às acções próprias e a proibição de a sociedade encarregar terceiro de subscrever ou adquirir acções por conta da sociedade, mas em nome próprio, seria facilmente iludida se os administradores da sociedade dominante tivessem o poder de votar na sua assembleia utilizando as acções (da sociedade dominante) detidas pela sociedade dependente.

Daí que, com alguma naturalidade, o anteprojecto da Segunda Directiva regulamentasse a aquisição de acções da sociedade dominante pela dependente, em termos muito semelhantes ao do regime das acções próprias, tendo, no entanto, desaparecido a

---

<sup>(170)</sup> Tome-se um exemplo dado por FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., pág. 344: «se a sociedade A é detentora de 70% do capital de B, a aquisição por B de 10% das acções de A “debilita” o capital de A, já que uma parte do seu património — as suas participações em B — está integrada, indirectamente, pelas suas próprias acções».

regulamentação no texto definitivo<sup>(171)</sup>. Posteriormente, a directiva 92/101/CEE veio preencher a lacuna, ao aditar um novo artigo (o artigo 24.º-A) ao texto da directiva 77/91/CEE. O único conteúdo verdadeiramente imperativo desse preceito foi o de considerar que, a partir de 1 de Janeiro de 1995, a *subscrição, aquisição ou detenção* de acções da sociedade dominante por parte da sociedade *directamente* dependente seria considerada como efectuada pela própria sociedade dominante<sup>(172)</sup>. O objectivo da Directiva foi não só o de evitar o desrespeito às regras da aquisição de acções próprias, mas também o de preparar, de certa forma, o caminho para a projectada Directiva sobre a *tomada duma sociedade*<sup>(173)</sup> (*takeover*), prevenindo, assim, que a sociedade dominante se pudesse valer das dependentes para se defender nestas situações. A possibilidade de ilusão das regras sobre acções próprias através de aquisições realizadas por sociedades dependentes foi, aliás, evidenciada por um estudo efectuado por ordem da Comissão Europeia sobre medidas defensivas contra um *takeover*<sup>(174)</sup>.

A transposição do aditamento à Directiva 77/91/CEE resultou, entre nós, nos artigos 325.º-A e 325.º-B, do Código das Sociedades Comerciais<sup>(175)</sup>.

---

(171) Possivelmente por se entender que a sede própria para esta matéria seria o Projecto da Nona Directiva, sobre grupos de sociedades. Cfr., sobre este aspecto, FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., pág. 345.

(172) Ver GIUSEPPE SBISÀ, «La (mancata) attuazione della direttiva 92/101/CEE in tema di azioni proprie», *Rivista delle società*, 1994, 4, págs. 870-893, e ainda em FRÉ/SBISÀ, *Della società per azioni*, cit., pág. 510; veja-se também GIULIANA SCOGNAMILGIO, «L'acquisto di azioni della controllante nel d. leg. 1994, n.º 315», *Rivista di diritto civile*, XLI, 1, 1995, págs. 49-75.

(173) Utiliza-se a tradução de *takeover* proposta por MENEZES CORDEIRO. Cfr. «A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis», cit., pág. 133.

(174) BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US — amerikanis-chen Recht*, cit., págs. 200 e segs., e SBISÀ, in FRÉ/SBISÀ, *Della società per azioni*, cit., pág. 509.

(175) Fundamental para a redacção dos novos preceitos foi o parecer dado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, que se encontra hoje publicado sob o título «A equiparação da subscrição, aquisição e detenção de acções de uma sociedade anónima por uma sociedade dela dependente ao regime das acções próprias. Trabalhos preparatórios do Decreto-Lei N.º 328/95, de 9 de Dezembro que alterou o Código das Sociedades Comerciais. Parecer e proposta da CMVM», *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliá-*



O artigo 325.º-A, número 1, em consonância com a Directiva, estabelece que «as acções de uma sociedade anónima, subscritas, adquiridas ou detidas por uma sociedade daquela dependente, directa ou indirectamente nos termos do artigo 486.º, consideram-se para todos os efeitos, acções próprias da sociedade dominante»<sup>(176)</sup>. O legislador português, tal como a Directiva sugeria mas não impunha<sup>(177)</sup>, estendeu a equiparação às situações de influência dominante *indirecta*<sup>(178)</sup>. Como forma de tutela dos accionistas da sociedade dominante, estabeleceu-se, ainda, que a equiparação se aplicará sempre que a sociedade dominante esteja sujeita à lei portuguesa, independentemente da localização da sede efectiva ou estatutária da sociedade dependente.

### *Aquisição e alienação.*

Na aquisição das acções da sociedade dominante, o legislador realizou um corte radical com o princípio relativo à dualidade de personalidade jurídica entre sociedade dominante e dependente. Assim, a aquisição de acções por parte da sociedade dependente está sujeita *apenas* a deliberação da sociedade dominante<sup>(179)</sup>. Ou seja, é a assembleia geral da sociedade dominante que delibera a autorização para a aquisição das acções, embora a aquisição seja posteriormente realizada pela sociedade dependente<sup>(180)</sup>.

---

*rios*, 2, primeiro semestre de 1998, págs. 133-144. A proposta de articulado da Comissão é exactamente igual ao texto definitivo da lei (pág. 143).

Refira-se ainda que a Directiva 92/101/CEE, que obrigava os Estados-membros a fixar a data da entrada em vigor das disposições a transpor para o direito interno «o mais tardar em 1 de Janeiro de 1995» (artigo 3.º, número 2, da Directiva), foi transposta pelo Decreto-Lei 328/95, de 9 de Dezembro.

<sup>(176)</sup> São exceptuadas da equiparação as operações que a sociedade dependente realize em nome próprio mas por conta de terceiros (terceiros que não sejam a sociedade dominante ou outra sociedade em que a sociedade dominante exerça uma influência dominante). Ver artigo 325.º-A, número 2.

<sup>(177)</sup> Artigo 24.º-A/1/2 da Directiva.

<sup>(178)</sup> Cfr. artigo 486.º, número 1, com o significado da influência indirecta.

<sup>(179)</sup> Artigo 325-B, número 2.

<sup>(180)</sup> O exposto pressupõe que a sociedade dominante seja a *sociedade anónima*. Quando esta for uma sociedade por quotas continuar-se-á a aplicar o regime do artigo 487.º, número 2, com a regra da nulidade de tais aquisições. O legislador terá entendido por bem não equiparar o regime das sociedades anónimas dominantes com o das

A solução é correcta, visto ser a que melhor tutela os accionistas da sociedade dominante, sem prejudicar os accionistas livres da sociedade dependente <sup>(181)</sup>. Os sócios *livres* da sociedade dependente não têm qualquer prejuízo merecedor de tutela nestes casos, visto que, de outra forma, também não teriam o poder de determinar o sentido de voto da própria assembleia ou o poder de controlar a respectiva administração. Para a sociedade *dependente* esta será uma aquisição de participações noutra sociedade, não levantando problemas especiais <sup>(182)</sup>.

Poder-se-á argumentar, no entanto, que a solução adoptada terá sido excessivamente *radical*, e que resultado semelhante se teria alcançado estabelecendo, apenas, a suspensão do direito de voto das acções adquiridas pela sociedade dependente, evitando-se, por aí, qualquer influência do órgão de administração da sociedade dominante na sua própria assembleia. Mas o resultado obtido não seria semelhante. O fundamento da intervenção da assembleia da sociedade dominante é idêntico ao fundamento da intervenção (da assembleia) na aquisição de acções próprias. A mera suspensão do direito de voto não evitaria influências na estrutura de poder da assembleia, que se verificam, necessariamente, sempre que a aquisição não seja realizada em base *pro rata*. Como se viu acima, a aquisição tem perigos para a estrutura organizativa da sociedade que a suspensão do direito de voto não resolve. A assembleia, cujas quotas de poder são alteradas, é a assembleia da sociedade dominante, pelo que se justifica que seja esta a deliberar a aquisição.

---

sociedades por quotas dominantes, pelo menos até «se proceder a uma revisão do regime destas», Cfr. o citado «[...] Parecer e proposta da CMVM», pág. 143.

<sup>(181)</sup> Como afirma SBISÀ, permitir que fosse a sociedade dominada a tomar a decisão significa frustrar por completo o objectivo do regime, visto que não submeteria a qualquer limitação os administradores da sociedade dominante. Cfr. SBISÀ, in FRÉ/SBISÀ, *Della società per azioni*, cit., pág. 514.

<sup>(182)</sup> Veja-se, mais uma vez, SBISÀ, «La (mancata) attuazione della direttiva 92/101/CEE in tema di azioni proprie», cit., págs. 877-879, que critica a solução adoptada pelo ordenamento italiano, de atribuir competência para autorizar a aquisição de acções da sociedade dominante à assembleia geral da sociedade *dependente*, defendendo que o fundamento da escolha legislativa terá sido, apenas, a de «salvaguardar até às últimas consequências o princípio da distinta subjectividade conexo à personalidade jurídica das sociedades de capitais».

Todo o conteúdo da deliberação é plenamente aplicável a esta situação. A deliberação da assembleia da sociedade dominante terá que respeitar todas as alíneas do artigo 319.º, número 1. Discutível é, no entanto, a possibilidade nestas situações de uma aquisição para evitar um dano *grave ou iminente* para a sociedade. A sociedade cujo dano grave se pretende evitar terá de ser a sociedade dominante. Daí que o órgão que decida, em primeiro lugar, a aquisição, tenha de ser o órgão de administração da *sociedade dominante*, pois só este pode ter competência para avaliar a iminência de um prejuízo grave para a sociedade dominante. Resta saber se este terá o poder de decidir a aquisição, sendo que esta será realizada com meios pertencentes à *sociedade dependente* e terá pois os seus efeitos projectados nesta. A ausência de qualquer preceito proibitivo parece levar à conclusão que serão possíveis estas aquisições. De qualquer forma, a possibilidade não poderá levar à ilusão do regime sobre acções próprias, não podendo nunca (por determinação do órgão de administração ou da assembleia) recorrer-se a uma aquisição, com efeitos na *sociedade dependente*, naquelas situações em que a sociedade dominante não disponha de meios para proceder à aquisição (no sentido do artigo 317.º, número 4). A equiparação deve resultar, pois, numa proibição da sociedade dominante de adquirir acções por intermédio da dependente, quando o não puder fazer por si própria<sup>(183)</sup>.

O limite de 10%, exigido pelo artigo 317.º, número 1, mantém-se, de qualquer forma, plenamente aplicável. O que significa que a sociedade dominante terá que ter em conta, não apenas com as suas acções próprias, mas também com as acções adquiridas

---

(183) Neste sentido, expressamente, o artigo 75.º, parágrafo 3.º, da TRLSA espanhola, que dispõe que «Quando a aquisição tenha por objecto acções da sociedade dominante, será ainda necessário que esta *tivesse podido* dotar tal reserva», e também o parágrafo 72, números 1 e 2 do *Aktiengesetz* alemão. Não se impõe nestas situações que a sociedade dominante constitua uma reserva, mas sim que, fosse ela a realizar a aquisição, o pudesse fazer.

A generalidade dos ordenamentos exige também que a aquisição por parte da sociedade dependente se possa realizar apenas à custa de bens distribuíveis e ainda a constituição de uma reserva (artigo 75.º, parágrafo 3.º, da TRLSA espanhola, artigo 2359.º *bis* do *Codice Civile*, e parágrafo 272 do *Handelsgesetzbuch* alemão). O ordenamento português não o exigiu e não parece que tal obrigação se possa deduzir da equiparação estabelecida.

pelas sociedades dependentes, ao abrigo da autorização dada pela assembleia geral da sociedade dominante, para evitar ultrapassar o limite máximo de acções próprias permitido <sup>(184)</sup>.

Como acima se referiu, a Directiva 77/91/CEE nada estabelece no tocante à alienação de acções próprias. Por coerência de sistema, também o aditamento provocado pela Directiva 92/101/CEE apenas se referiu à subscrição, aquisição ou detenção de acções. O legislador português, ao contrário da Directiva 77/91/CEE, entendeu por bem regulamentar a alienação de acções próprias. Mas por falta de coerência do sistema, aquando da transposição da Directiva 92/101/CEE, nada estabeleceu relativamente às situações em que a sociedade dependente decida alienar as acções que detém da sociedade dominante <sup>(185)</sup>.

Esta ausência de regulamentação parece significar que o órgão de administração da sociedade dependente é totalmente livre na alienação das acções da sociedade dominante, o que permitirá ao órgão de administração da sociedade dominante, que *domina* o seu homólogo da sociedade dependente, escolher quais os novos accionistas da sociedade dominante, sem que os restantes accionistas (da sociedade dominante) se possam opor à escolha do órgão de administração. Esta solução implica uma disparidade de regime para a alienação de acções próprias que não se consegue justificar senão através de um *esquecimento* legislativo <sup>(186)</sup>, pois as razões que justificam a intervenção da assembleia na alienação de acções próprias são as mesmas que justificariam, aqui, a mesma intervenção. A única saída viável — parece — será a de considerar existir uma lacuna, e defender a aplicação analógica do artigo 320.º do Código das Sociedades Comerciais, obrigando a mesma assembleia que deliberou a autorização para aquisição de acções a deliberar a autorização para alienação.

---

<sup>(184)</sup> Ver SBISA, in FRÉ/SBISA, *Della società per azioni*, cit., págs. 530-531.

<sup>(185)</sup> Como se depreende claramente do teor do artigo 325-B, número 1, que manda aplicar todo o regime das acções próprias, à excepção do artigo 320.º, que tem por objecto a alienação das acções.

<sup>(186)</sup> Esquecimento que é indiciado por uma total ausência de referência à alienação de acções próprias no citado «[...] Parecer e proposta da CMVM».

Também, todos os deveres de informação, referidos a propósito da aquisição e alienação de acções próprias, se aplicam ao órgão de administração da sociedade dominante. Embora não tenha sido expressamente imposto à sociedade dependente qualquer dever de informação das concretas aquisições efectuadas à sociedade dominante, este dever tem de considerar-se implícito na equiparação ordenada pelo artigo 325.º-A. Este dever de comunicação das aquisições efectuadas à sociedade dominante será aliás essencial para que a sociedade dominante tenha conhecimento do *quantum* das suas acções em posse das sociedades dependentes, só assim tendo a possibilidade de evitar a ultrapassagem do limite de 10% permitido pelo artigo 317.º.

No relatório anual do órgão de administração da sociedade dominante, terão também de constar o número de acções da sociedade adquiridas pela sociedade dependente <sup>(187)</sup>. A justificação parece óbvia. Os sócios da sociedade dominante autorizam a operação, mas a sua tutela exige o conhecimento de quantas acções terão sido, efectivamente, adquiridas ao abrigo de tal autorização. O mesmo raciocínio se aplica a todos os outros deveres de informação mencionados, bem como às situações de alienação das acções, caso se entenda, como parece, estar-se efectivamente perante uma lacuna.

### *Regime das aquisições ilícitas.*

Naturalmente que, também, o regime das aquisições ilícitas <sup>(188)</sup> será aplicado à aquisição de acções da sociedade dominante por parte da dependente <sup>(189)</sup>. A simplicidade desta aplicação é, no

---

<sup>(187)</sup> Cfr., por exemplo, o artigo 79.º, parágrafo 4.º, da TRLSA espanhola, que prevê que o relatório de gestão tenha de conter «o número e o valor nominal do total das acções adquiridas e conservadas em carteira pela própria sociedade ou por pessoas interpostas e a fracção do capital social que representam».

<sup>(188)</sup> Ou as aquisições que levem a que a sociedade (dominante) detenha licitamente mais de 10% do capital social.

<sup>(189)</sup> Valem, aqui, as considerações feitas acima sobre o regime das *alienações ilícitas*.

entanto, também aparente. Quem adquirirá, formalmente, as acções será sempre o órgão de administração da *sociedade dependente*. Mas certos pressupostos de licitude da aquisição estão dependentes da actuação do órgão de administração da *sociedade dominante*. Os membros do órgão de administração não podem executar ou continuar a executar a deliberação da assembleia se, no momento da aquisição, não se verificarem os pressupostos dos artigos 317.º, números 2, 3 e 4, e 318.º, n.º 1<sup>(190)</sup>. O único órgão com poder para controlar a verificação de tais pressupostos é o órgão de administração da sociedade dominante, pois, apenas este, pode ter conhecimento se o limite de 10% do capital social está ou não ultrapassado, ou se a sociedade (dominante) disporia ou não dos meios para adquirir as acções.

Daqui se retira a conclusão que a responsabilidade pela aquisição ilícita de acções próprias continua a ser, em primeiro plano, uma responsabilidade dos membros do órgão de administração da sociedade dominante. Salvo situações excepcionais, como uma aquisição pela sociedade dependente sem prévia deliberação de autorização da assembleia da sociedade dominante, os administradores da sociedade dependente não poderão ser responsabilizados pela aquisição ilícita de acções da sociedade dominante.

Mas, também, a aplicação do regime da ilicitude, para além da responsabilização dos administradores, é problemática. As acções ilicitamente adquiridas deverão ser alienadas dentro do ano seguinte à da sua aquisição. Não sendo alienadas dentro do prazo previsto, deverão ser anuladas. Mas qual o órgão com competência para a alienação e anulação? O órgão de administração da *sociedade dependente* terá competência para alienar as acções, visto que lhe pertencem, mas já não para anular as acções e proceder à redução do capital da sociedade dominante. A administração da *sociedade dominante* tem poder para anular as acções e promover o processo de redução do capital, mas não pode alienar as acções. O Código das Sociedades Comerciais parece assim levar à solução, não inteiramente satisfatória, de repartir a

---

<sup>(190)</sup> Artigo 319.º, número 2.

competência nestas situações entre os dois órgãos de administração <sup>(191)</sup>.

## 5.2. Detenção de acções.

### *Direitos de conteúdo político ou administrativo.*

Fundamental em todo o regime agora instituído é, como se viu, a suspensão do direito de voto inerente às acções detidas pela sociedade dependente. A suspensão do direito de voto foi a principal razão que terá levado à consagração do novo regime, impedindo, assim, que a administração da sociedade dominante se possa controlar a si própria, utilizando os votos da sociedade dependente na assembleia geral <sup>(192)</sup>.

---

<sup>(191)</sup> A solução mais adequada é, nestas situações, a dada pelo *Aktiengesetz*, que impõe, em geral (não apenas para as situações de aquisições ilícitas) a transmissão da titularidade das acções da sociedade dependente para a sua dominante, após pedido desta, tendo a sociedade dominante, naturalmente, que pagar a contrapartida das acções. Assume a titularidade das acções, a sociedade assume toda a gestão da auto-carreira. Cfr. parágrafo 71d, números 5 e 6.

<sup>(192)</sup> Como se referiu acima, o regime anterior encontrava-se no artigo 487.º, que foi parcialmente revogado, compreendendo hoje apenas as situações em que a sociedade dominante seja uma sociedade *por quotas*.

O anterior regime impunha a proibição de aquisição de acções da sociedade dominante, a menos que se tratasse de aquisições a título gratuito, por adjudicação em acção executiva movida contra devedores ou em partilha de sociedades de que a dependente fosse sócia (artigo 487.º, número 1). Quanto às restantes aquisições, a lei abria uma distinção (artigo 487.º, número 2): seriam nulas, a menos que a aquisição fosse realizada em bolsa, situação em que a lei remetia para o regime das sociedades em relação de participações recíprocas (artigo 485.º, número 3). Como resulta da remissão, e como havia já referido FERREIRA DA ROCHA (*Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., pág. 350), a aplicação do artigo 485.º, número 3, implicava que a sociedade dependente *pudesse exercer o direito de voto até o montante de 10% do capital social*.

O referido «[...] Parecer e proposta da CMVM» veio no entanto criticar a interpretação de FERREIRA DA ROCHA, por entender que a sociedade dependente não poderia exercer qualquer direito derivado da sua participação na sociedade dominante. Como aí se pode ler (pág. 137, nota 14), «O erro da autora está na interpretação que faz da remissão do artigo 487.º, n.º 2, para o artigo 485.º, n.º 3. Com efeito, e como é lógico, a remissão é apenas para a consequência jurídica desta última disposição (a suspensão) que se coa-

A única questão relevante que a suspensão do direito de voto levanta quanto a sociedades em relação de domínio, é a de saber se as acções próprias deverão ou não ser *excluídas da contagem do capital social*, para a averiguação da existência de uma relação de domínio provocada por uma participação maioritária (superior a 50%) ou para a averiguação de uma participação de 90% nas sociedades em relação de grupo <sup>(193)</sup>.

Em conformidade com o que se disse acima, parece claro que as acções próprias terão de ser *excluídas* desse cálculo. De facto, para a maioria das deliberações sociais não é necessária qualquer maioria determinada em função do capital social, o que significa que, quando existam acções próprias, as outras participações têm o seu peso proporcionalmente aumentado. Como se afirma, «ao legislador não interessa obviamente qualquer participação maioritária, mas apenas aquela que traduza efectivamente uma tal influência ou domínio» <sup>(194)</sup>. Numa sociedade que detenha 10% de acções próprias, por exemplo, um accionista que detenha uma percentagem *no capital social* de 46% a 49,9%, terá sempre o domínio por dispor efectivamente de uma participação maioritária no capital. Tal apenas não se passaria se as acções próprias fossem incluídas no capital, para o efeito de calcular o *quantum* necessário na adopção de deliberações.

---

duna com a referência da primeira disposição a 'todas as acções assim adquiridas', e não para a percentagem dos 10% referidos no artigo 485.º, n.º 3.

E nem podia ser de outro modo, já que o artigo 487.º, n.º 1, proíbe, sem mais, qualquer aquisição de acções, sem estabelecer qualquer "plafond" permitido».

A crítica transcrita não tem fundamento. O «erro da autora» apontado consiste, pura e simplesmente, em respeitar o comando da lei, que remete para o artigo 485.º, número 3, e não para a «consequência jurídica» do preceito. E afirmar que «nem podia ser de outro modo, já que o artigo 487.º, n.º 1, proíbe, sem mais, qualquer aquisição de acções, sem estabelecer qualquer "plafond" permitido», também não convence. O autor (CMVM) utiliza o argumento da proibição do n.º 1, quando o que está em causa é a excepção a essa proibição, contida no n.º 2. E nem mesmo tem razão quando afirma que o artigo 487.º, n.º 1 proíbe qualquer aquisição de acções, visto que o mesmo individualiza, desde logo, três modalidades possíveis de aquisição.

<sup>(198)</sup> Artigos 483.º e 490.º. Ver, sobre o problema, ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos de sociedades*. Coimbra, Almedina, 1993, págs. 270 e segs., 327, 397 e segs. e 718, e FERREIRA DA ROCHA, *Aquisição de acções próprias no Código das Sociedades Comerciais*, cit., págs. 256 e segs.

<sup>(199)</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos de sociedades*, cit., pág. 275.



### *Direitos de conteúdo patrimonial.*

No que diz respeito aos direitos de conteúdo patrimonial, a solução não poderá ser agora a da suspensão total. Por isso, o artigo 325.º-B, número 3, considera apenas suspensos os direitos de conteúdo patrimonial incompatíveis com o número 1 do artigo 316.º. Essa incompatibilidade refere-se, principalmente, ao direito de preferência no caso de aumento de capital por entradas em dinheiro, visto que a participação da sociedade dependente violaria, indirectamente, o artigo 316.º, pois entraria a sociedade dependente com bens que, no fundo, já pertenceriam, em parte, à dominante por causa da participação detida nesta <sup>(195)</sup>.

Todos os outros direitos de conteúdo patrimonial deverão ser atribuídos à sociedade dependente, accionista da dominante; a tutela que está, agora, em causa é a dos accionistas da sociedade *dependente*. Esta sociedade pode ter accionistas livres, que seriam prejudicados pela suspensão, em geral, dos direitos patrimoniais inerentes às acções. Não existe, aqui, qualquer razão para suspender, por exemplo, o direito da sociedade dependente aos lucros de exercício, pois, a verificar-se o contrário, a suspensão beneficiaria, de forma injustificada, os accionistas da sociedade dominante.

## **6. Conclusão.**

As acções próprias, de acordo com uma classificação que fez escola, são usualmente apresentadas como um instituto progressivo, ou seja, um instituto cada vez mais utilizado, e que encontra continuamente novas funções <sup>(196)</sup>.

A auto-carreira facilita um conjunto de operações, como a redução do capital social, fusões, ou aquisições tendentes ao domí-

---

<sup>(195)</sup> VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, cit., págs. 525-526.

<sup>(196)</sup> A classificação tem origem em ASCARELLI, «Varietà di titoli di credito e investimento», *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1959, 1, pág. 1, que contrapunha os institutos *progressivos* aos *regressivos*, em decadência, os quais «progressivamente diminuíam as funções com as quais poderiam coordenar-se». Apontam esta característica das acções próprias, por exemplo, CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, cit., pág. 11, e VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocartera*, cit., pág. 128.

nio total; pode ser utilizada como meio *normal* de investimento da sociedade; permite que a sociedade proceda a operações de estabilização da cotação das suas acções; e permite, ainda, na prática, pese embora o que se referiu a propósito da aquisição para evitar um dano grave e iminente, fazer face a ataques hostis, de accionistas que tentem tomar o controlo da sociedade (197). A pressão de argumentos económicos levou a que não se possa, hoje, falar de um princípio proibitivo de aquisição de acções próprias (198).

Salienta-se, por isso, mais uma vez, que o presente trabalho introduziu — de forma deliberada — um corte na realidade, ao pretender analisar apenas um dos *aspectos* relacionados com as operações de auto-carreira, o dos perigos que tais operações podem implicar para os accionistas de uma sociedade anónima.

O regime das acções próprias, como resulta do caminho percorrido, é manifestamente insuficiente para tutelar os interesses dos accionistas. As insuficiências existentes, no entanto, não têm uma origem única.

Em primeiro lugar, existem *insuficiências* relacionadas com a própria admissibilidade da existência de acções próprias. Se é certo que quaisquer dificuldades dogmáticas parecem poder ser ultrapassadas por via legislativa, a aquisição por uma sociedade das suas acções não deixa de ser um acto *rebelde* ao fundamento da existência de uma sociedade, normalmente composta por sócios, que não ela própria. E este afastamento do conceito de sociedade tem, naturalmente, consequências. Essas consequências traduzem-se, essencialmente, na dificuldade em encontrar um regime *adequado*, o que aliás, em regra, se verifica quando se colocam *micro-*

---

(197) Sobre as possíveis operações realizadas com acções próprias, ver, por todos, VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico de la autocarreira*, cit., págs. 127-214.

(198) O último ordenamento a resistir a esta *pressão*, como se referiu já, foi o alemão, em que apenas no ano de 1998, se permitiu a aquisição livre de acções próprias até ao montante de 10%. O principal motivo da alteração foi, como se adivinha, o de não privar as sociedades alemãs de um instrumento de gestão utilizado permitido pela generalidade dos direitos societários. Veja-se a análise, do ponto de vista económico, de HANS JOACHIM KOPP, *Erwerb eigener Aktien. Ökonomische Analyse vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes*, Wiesbaden, Gabler Verlag, Deutscher Universitäts Veriag, 1996.

-regimes inovadores, em sistemas inspirados por princípios e concepções radicalmente diferentes.

O maior perigo para os accionistas, resultante das operações com acções próprias, repousa na actuação de membros do órgão de administração, ou dos sócios (ou do grupo) que controlem a sociedade. A este perigo reage-se com duas medidas: a consagração do princípio da igualdade de tratamento dos accionistas, e a exigência da deliberação da assembleia geral, a par de uma série de deveres de informação impostos ao órgão de administração.

O princípio da igualdade de tratamento, já se viu, não tem, no entanto, substância para, por si só, garantir uma adequada tutela dos accionistas. Também a deliberação da assembleia, e a consagração dos deveres de informação, não são suficientes. Serão, reconhece-se, as medidas mais adequadas a tutelar os interesses dos accionistas, mas verificou-se, também, o grande *leque* de possibilidades que existe de, facilmente, defraudar tais exigências.

Em segundo lugar, apontam-se *insuficiências* à legislação comunitária. Esta, sob a capa da *modernidade*, entendeu por bem recuperar, de certa forma, a *lex minus quam perfecta* romana<sup>(199)</sup>, ao não impor, em qualquer caso, a nulidade das aquisições ilícitas (exceptuada a aquisição de acções não liberadas, em que, directamente, o interesse tutelado é o dos credores, e não os dos sócios). A validade *indiscriminada* das aquisições ilícitas, como se viu, não tem qualquer fundamento, especialmente naquelas situações em que existia necessidade de tutelar a circulação dos títulos.

Finalmente, existem insuficiências imputáveis ao legislador nacional. A distinção criada entre os regimes de alienação *voluntária*, e alienação *obrigatória*, não tem, também, razão de ser, visto que retira a tutela aos accionistas, precisamente, naquelas situa-

---

(199) A *lex minus quam perfecta* é aquela que pune o violador da norma, mas não anula o acto contrário ao Direito. Estas leis traduziriam uma fase intermédia das relações entre as *leges*, direito novo criado pelos comícios, durante a República, e o antigo *ius romano* (marcado por elementos religiosos), em que as assembleias populares já teriam poder para impor penas ao violador da proibição imposta, mas não, para ir, directamente, contra o *ius*, decretando a nulidade do acto violador. Cfr., por todos, ANTONIO GUARINO, *Storia del diritto romano*, 11.ª ed., Napoli, Jovene editore, 1996, págs. 291 e 423.

O fundamento do regime criado pelo legislador comunitário e da *lex minus quam perfecta* é, naturalmente diferente, mas a sua estrutura é idêntica.

ções, em que a própria aquisição terá sido ilícita. Também o regime do penhor de acções próprias, em que, ao contrário do comando comunitário, não se procedeu à equiparação com o regime das acções próprias, levanta dificuldade de interpretação que poderiam ter sido evitadas. Refira-se, finalmente, o Decreto-Lei 328/95, em que o legislador ignorou a necessidade de autorização da assembleia geral, também, para as alienações de acções próprias.

A única tutela verdadeiramente existente para os accionistas é, pois, a responsabilidade civil e penal dos administradores pelos prejuízos causados com a aquisição ilícita <sup>(200)</sup>. Esta tutela será, no entanto, meramente *compensatória*, visto que os efeitos das aquisições e alienações ilícitas se projectarão sempre na esfera da organização societária.

O que permite deduzir, em última análise, uma confissão, mais ou menos tácita, da impossibilidade de se atingir um regime adequado. Não deixa de permanecer, no entanto, a dúvida, se, na regulamentação comunitária e nacional, os accionistas não terão merecido uma menor atenção que os interesses dos credores e do mercado <sup>(201)</sup>.

---

<sup>(200)</sup> Artigos 79.º, e 510.º, do Código das Sociedades Comerciais. Note-se que, em sede penal, onde a pena máxima aplicável é de multa até 120 dias, mais uma vez, o legislador discriminou a alienação ilícita de acções próprias. Apenas será punido quem adquirir ilicitamente acções próprias.

<sup>(201)</sup> Aponte-se, como último indício do que se afirma, o preceito que estabelece, em geral, a responsabilidade dos membros do órgão de administração pelas operações com acções próprias, que dispõe que estes «são responsáveis, nos termos gerais, pelos prejuízos sofridos pela sociedade, seus credores ou terceiros por causa da aquisição ilícita de acções, [...]» (artigo 323.º número 4). Não existe, curiosamente, qualquer referência aos prejuízos sofridos pelos accionistas.