

UNIVERSIDADE DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO



FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE LISBOA

ACIONISTAS MINORITÁRIOS E GOVERNO SOCIETÁRIO

*Um estudo breve sobre a posição do “acionista investidor”
nas sociedades em Portugal*

Dissertação de Mestrado Científico em Direito Comercial

Orientação: Prof. Dra. Ana Perestrelo de Oliveira

Diana Serrinha Rosa

Lisboa, 2018

“Lawyers, I suppose, were children once.”
- CHARLES LAMB

Índice

ABREVIATURAS:	4
RESUMO:	5
1. INTRODUÇÃO	8
1.1. RAZÃO DE ORDEM	8
1.2. DELIMITAÇÃO DO TEMA	12
2. A POSIÇÃO DO ACIONISTA NA SOCIEDADE	14
2.1. GENERALIDADES: A PERSPETIVA TRADICIONAL DA POSIÇÃO DO ACIONISTA NA SOCIEDADE ANÓNIMA	14
2.2. O CONTEÚDO DA POSIÇÃO JURÍDICA DO ACIONISTA: DIREITOS E DEVERES PRINCIPAIS	27
2.2.1. O conteúdo ativo da posição jurídica do sócio: os direitos dos sócios	28
2.2.2. O conteúdo passivo da posição jurídica do sócio: os deveres dos sócios	52
2.3. O ACIONISTA MINORITÁRIO ENTRE OS VÁRIOS TIPOS DE ACIONISTA	59
2.3.1. A relevância clássica do acionista minoritário na sociedade comercial	60
2.3.2. O acionista minoritário, o acionista ativista e o governo das sociedades	66
3. O ACIONISTA INVESTIDOR E O ACIONISTA EMPRESÁRIO	69
3.1. NOTAS GERAIS: A BIPARTIÇÃO ACIONISTA EMPRESÁRIO / ACIONISTA INVESTIDOR	69
3.2. O CONFLITO DE INTERESSES COMO PARTE DA RELAÇÃO ENTRE ACIONISTAS	71
4. O ACIONISTA INVESTIDOR E OS DIREITOS ESPECIAIS	77
4.1. OS DIREITOS ESPECIAIS E A SOCIEDADE ANÓNIMA: NOTAS GERAIS	77
4.2. A CONSTITUIÇÃO DE DIREITOS ESPECIAIS A FAVOR DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS	83
5. O ACIONISTA INVESTIDOR E O SEU PAPEL NO CONTEXTO DE REALIDADES SOCIETÁRIAS ESPECÍFICAS: NOTAS BREVES	87
5.1. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO: EM ESPECIAL, O CAPITAL DE RISCO	87
5.2. OS <i>HEDGE FUNDS</i>	90
5.3. AS EMPRESAS FAMILIARES	91
6. SÍNTESE CONCLUSIVA	96
7. BIBLIOGRAFIA CITADA	98

Abreviaturas:

AAFDL – Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa

CC – Código Civil

cfr. – conferir

cit. – citada(o)

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DSR – Direito das Sociedades em Revista

ed. – edição

e.g. – exempli gratia

FDUL – Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa

i.e. – *id est*

IDET – Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho

n.º – número

OIC – Organismo de Investimento Coletivo

p. (pp.) – página (páginas)

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

Vd. – *vide*

Vol. – volume

Resumo:

O direito societário clássico português dedica-se, em grande medida, ao estudo do sócio enquanto sujeito de direitos e deveres complexos que compõem a participação social. Os elementos que compõem esta participação social, por um lado, e a própria posição do sócio em relação à sociedade e perante outros sócios, por outro, são conceitos merecedores de estudo aprofundado, na tentativa de compreensão global do que significa ser-se sócio de uma sociedade ao abrigo do direito societário português, e dentro da prática dos negócios nacional atual.

Por outro lado, o sócio minoritário, enquanto sujeito detentor de uma participação social reduzida no capital social de uma sociedade, suscita algumas questões ao nível da proteção que o direito societário lhe quis garantir na relação entre sócios, em especial tendo em consideração o princípio da igualdade de tratamento dos sócios.

No que diz respeito às sociedades anónimas, em concreto, a postura do acionista minoritário na sociedade está tradicionalmente associada a uma passividade e, na maioria dos casos, desinteresse, em relação à gestão da mesma. O facto de a participação social detida pelo acionista minoritário na sociedade ser reduzida implica que a sua intervenção, em especial, na Assembleia Geral não parece, em princípio, ter um peso substancial na tomada de decisões, já que o seu voto nunca seria preponderante.

Nesta dissertação procuramos entender, por um lado, qual o papel desempenhado pelo sócio minoritário nas sociedades comerciais portuguesas, em geral, e na sociedade anónima clássica, em especial, bem como qual a tutela dada pelo direito societário nacional a este perfil de sócio numa sociedade de substrato capitalista como é a sociedade anónima.

Por outro lado, tentamos descortinar as novas formas de exercício dos direitos atribuídos aos acionistas minoritários por um “novo” tipo de acionista: o acionista ativista, qualificado, que investe em pequenas participações de curto prazo em grandes sociedades anónimas com o objetivo de maximizar o seu retorno a favor dos seus investidores finais e que, para o efeito, usará da sua influência para intervir na gestão da sociedade investida.

Por fim, debruçamo-nos sobre a forma de atribuição de determinadas vantagens a estes acionistas investidores e fazemos uma breve análise a algumas figuras relevantes do investimento societário atual, bem como de realidades societárias onde o acionista minoritário ganha uma outra conotação.

Palavras-chave: direito comercial, acionistas minoritários, ativismo societário, fundos de investimento, capital de risco.

ABSTRACT:

Classic Portuguese corporate law is dedicated, to a great extent, to the study of the shareholder as a subject of complex rights and obligations that form a share participation. The elements that form this share participation, on the one hand, and the specific position of the shareholder towards the company and before other shareholder, on the other hand, are concepts deserving of a thorough examination, in the attempt of a general comprehension of what it means to be a shareholder of a company under Portuguese corporate law, and within the current national business practice.

On the other hand, the minority shareholder, as holder of a reduced share participation in the share capital of a company, raises some questions regarding the protection that national corporate law intended to grant it within the relationship between shareholder, especially considering the principle of equal treatment of shareholders.

In what concerns private limited liability companies by shares (“*sociedades anónimas*”) specifically, the posture of the minority shareholder in the company is traditionally associated with a passivity and, in most cases, lack of interest, towards the management of the company. The fact that the share participation held by the minority shareholder in the company is small implies that its intervention, in particular, in the General Meeting does not seem, in principle, to have a substantial weight on the actual decision-making process, as the minority shareholder’s vote would never be relevant.

In this dissertation we search to understand, on the one hand, what is the role played by the minority shareholder in Portuguese companies, in general, and in the classic private limited liability company by shares (“*sociedade anónima*”), in particular, as well as what is the protection granted by national corporate law to this type of shareholder within a company with a capitalist nature as is the private limited liability company by shares.

On the other hand, we try to understand the new ways of exercise of the rights granted to minority shareholders by a “new” type of shareholder: the activist shareholder, qualified, that invests in small share participations in the short term in big private limited liability companies by shares with the purpose of maximizing its profit in favour of its final investors and that, for such purpose, shall use its influence to intervene in the management of the invested company.

Lastly, we dwell on the way of granting certain advantages to these investor shareholders and make a brief analysis to some relevant players of the current corporate investment, as

well as of specific corporate realities where the minority shareholder gains a new connotation.

Keywords: corporate law, minority shareholders, corporate activism, investment funds, private equity.

1. Introdução

1.1. Razão de ordem

A gestão e administração das sociedades comerciais, em sentido lato, há muito que vem sendo estudada em Portugal e internacionalmente. De um ponto de vista clássico, vários autores já se debruçaram sobre o regime legal e construções doutrinárias que ao longo dos anos foram sendo avançadas acerca do modo como a organização da sociedade se processa – ou deve processar – em toda a sua estrutura, dos perfis dos vários protagonistas das sociedades (desde os seus sócios aos seus administradores e passando também muitas vezes pelos seus credores e outros detentores de posições relevantes na sociedade para estes efeitos) às relações que se estabelecem entre eles, e todas as matérias com estas conexas que relevam para a vida e gestão diária da sociedade.

Por outro lado, as várias e naturais modificações verificadas ao longo do tempo no panorama económico e negocial, quer nacional quer internacional, ditaram também a evolução da organização das sociedades comerciais, cujo estudo assumiu outras preocupações. Neste âmbito, e em conjugação com o fenómeno da globalização, olhou-se para fora e importaram-se conceitos e construções retirados daquilo que havia sido feito no estrangeiro – em especial em países anglo-saxónicos – nestas áreas. Assim, começamos a falar, em Portugal, no *corporate governance*, expressão que hoje em dia já é utilizada de forma jurídica na sua tradução portuguesa: o governo das sociedades¹.

O conceito de governo das sociedades pode ser apresentado de diferentes modos, por recurso a definições mais abrangentes ou mais específicas, não existindo uma única definição apresentada. De um modo amplo, poderemos definir o conceito de governo das sociedades como “(...) o sistema de normas jurídicas, de práticas e de comportamentos relacionados com a estrutura de poderes decisórios – incluindo a administração, a direção e demais órgãos diretivos – e a fiscalização das organizações, compreendendo nomeadamente a determinação do perfil funcional dos atores organizativos e titulares de órgãos e corpos organizativos e as relações entre estes, os titulares de capital, os associados ou os fundadores e os outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da organização (*stakeholders*)”².

¹ Assim o diz ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2017, pág. 11: “A expressão portuguesa – em tradução do original *corporate governance* – tem já tradição suficiente entre nós, imediatamente convocando um núcleo problemático claramente identificado e dispensando o recurso à expressão inglesa correspondente”.

² PAULO CÂMARA, *Vocação e influência universal do Corporate Governance: uma visão transversal sobre o tema*, in *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, Almedina, Coimbra, 2011, p. 14.

O foco do nosso estudo, contudo, não será, nem poderia ser, o governo das sociedades em termos gerais ou como um todo. Tal análise revelar-se-ia muito mais extensa e abrangente, o que contenderia com o objetivo final desta nossa exposição.

No seio do governo das sociedades e, mais concretamente, se olharmos para esta temática de um ponto de vista dos seus vários atores, encontramos uma das figuras principais do governo societário: os sócios da sociedade.

Com efeito, os detentores do capital social da sociedade são, desde logo, a génese da mesma, quando a sua qualidade de sócio exista desde o momento inicial da sociedade, mas são também quem, em última instância, detém o poder decisório principal³: são os sócios quem toma as decisões mais estruturais da sociedade, nomeadamente no respeitante a designação de gerentes / administradores, distribuição de lucros, entre outras situações relevantes.

Assim, o papel que os sócios assumem na sociedade e, não menos importante, as relações que se geram entre si e os inevitáveis conflitos que daí advêm são de sobremaneira relevantes para o (são) governo da sociedade. Por esse e outros motivos, o estudo específico do papel dos sócios no governo societário apresenta-se como extremamente importante e de essencial relevância para a melhor compreensão do governo societário.

Dentro desta realidade específica que compõem os sócios da sociedade, existem ainda inúmeras diferenciações entre sócios que podem ser feitas, por recurso aos mais diversos critérios. Desde logo, essas diferenciações podem ser criadas pela própria sociedade, *ab initio* ou ao longo da sua vida, através de distinções no conteúdo da participação social do sócio que atribuem mais ou menos direitos a um sócio ou grupo de sócios⁴. Por outro lado, a própria posição do sócio perante a sociedade e na relação com os restantes sócios pode ser

³ Mesmo que a sua posição na sociedade varie conforme o tipo societário em causa. Com efeito, enquanto que na sociedade em nome coletivo a posição de um sócio é de enorme relevo, dado o seu substrato muito pessoal, no polo oposto o acionista da sociedade anónima é bastante mais fungível, sendo a sua participação em regra livremente transacionável (salvas exceções da lei ou vertidas nos estatutos da sociedade) e constando a sua identificação apenas do(s) seu(s) título(s) de ações e do livro de registo da emissão de valores mobiliários da sociedade (o que é agora a regra, depois da proibição de emissão de ações ao portador, operada pela Lei n.º 15/2017, de 3 de maio). Para a diferenciação genérica entre estas várias posições do sócio perante a sociedade, cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 39-41.

⁴ No caso específico das sociedades anónimas, estas distinções são feitas especificamente por recurso à criação de categorias de ações, e não por atribuição de um direito especial a um sócio específico (ao contrário do que sucede nas sociedades por quotas, dado o seu substrato pessoal). Esta distinção gera algumas dúvidas quanto à possibilidade de criação de categorias de ações de natureza não patrimonial. Em relação a esta distinção, genericamente, cfr. CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais dos Sócios*, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 321 ss. e PAULO OLAVO CUNHA, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, pp. 143 ss.

alvo de várias distinções conforme o comportamento assumido pelo sócio e os seus objetivos em relação à sociedade⁵.

Independentemente dos vários tipos de distinções que podem ser feitas entre sócios, atendendo ao mais variado leque de critérios a utilizar, a distinção mais simples e que é em todo o caso geralmente utilizada como base para o estudo da posição do sócio na sociedade é, sem dúvida, a da distinção entre sócios majoritários e sócios minoritários: o sócio majoritário é detentor de uma percentagem do capital social da sociedade significativa, que lhe atribui o poder decisório em relação à maior parte das matérias sujeitas a aprovação da Assembleia Geral (por apenas exigirem maioria simples, que o sócio majoritário possui em si). Por outro lado, o sócio minoritário detém uma participação no capital social da sociedade diminuída, o que tornaria, em regra, irrelevante a sua posição quanto às matérias sujeitas a aprovação dos sócios, já que o seu voto pouco ou nada conta para o cômputo geral.

Esta dicotomia clássica, sobre a qual discorreremos em maior pormenor abaixo⁶, assenta, como se conclui facilmente, na participação social detida pelo sócio em causa. De fácil conclusão será também o facto de ser desta dicotomia sócio minoritário / sócio majoritário que surgem muitas das tensões existentes na relação entre sócios, na medida em que os interesses de cada sócio na sociedade são divergentes entre si também em função do peso da participação de cada um na mesma.

Ainda que existam outros fatores geradores de conflitos entre sócios, bem como possamos verificar a existência de tensões também entre sócios minoritários e entre sócios majoritários separadamente – na medida em que para cada sócio existe um interesse, nem sempre convergente ainda que a sua participação tenha o mesmo peso –, podemos dizer que o aspeto que aqui ressaltamos tem um peso significativo no governo societário, quando olhado do ponto de vista dos sócios da sociedade.

Considerando os sócios de um ponto de vista individual, ou seja, da sua posição perante a sociedade e não da sua relação entre si, podemos observar que ambas as posições em análise – a de sócio majoritário e a de sócio minoritário – suscitam interesse de um ponto de vista dogmático, mas também de um ponto de vista prático. Com efeito, ambos têm papéis específicos no governo das sociedades e o estudo de qualquer um seria da maior relevância. Não obstante, e para que possamos construir uma análise mais detalhada, revela-

⁵ Por exemplo, quanto ao tipo de frequência de comportamentos desleais, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS distingue entre vários tipos de sócios (o sócio corsário e o sócio flibusteiro, o sócio parasita, o sócio tirano, o sócio abutre, o sócio predador e o sócio assassino). Vd. *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, cit., pp. 358 – 363.

⁶ Vd. ponto 3.1.

se necessário concretizar um pouco mais a perspectiva do sócio sobre o qual iremos discorrer ao longo deste trabalho.

Chegados aqui, importa então fazer duas precisões quanto ao âmbito e razão de ser do nosso presente estudo. Uma delas diz respeito, conforme adiantado acima, ao perfil do sócio que pretendemos tratar. Entendemos, aqui, que a evolução do mundo dos negócios e a tendência cada vez mais forte de realização de investimentos variados, muitas vezes pequenos, em várias sociedades – as mais das vezes através de fundos de investimento, como veremos – trouxe consigo o crescimento da importância do sócio minoritário no governo societário, que agora assume uma motivação diferente e, conseqüentemente, uma posição distinta na sociedade. Com efeito, a postura do sócio minoritário na sociedade está tradicionalmente associada a uma passividade e, na maioria dos casos, desinteresse, em relação à gestão da mesma. O facto de a participação social detida pelo sócio minoritário na sociedade ser reduzida implica que a sua intervenção, em especial, na Assembleia Geral não parece, em princípio, ter um peso substancial na tomada de decisões, já que o seu voto nunca seria preponderante. No entanto, mais recentemente este paradigma tem vindo a ser alterado, com o sócio minoritário a assumir um papel mais ativo na sociedade, o qual é da maior relevância quando falamos em tipos societários específicos, como veremos abaixo.

Assim, iremos dedicar-nos sobretudo ao estudo do sócio minoritário enquanto protagonista no governo societário, sem prejuízo das várias, e necessárias, menções que irão ser feitas ao longo da nossa exposição acerca do sócio maioritário, por um lado, mas também de outras personagens relevantes do governo das sociedades, como sejam os administradores da mesma.

A outra precisão que aqui releva fazer diz respeito ao tipo de sociedade no qual importa, para os efeitos aqui pretendidos, estudar o papel do sócio minoritário. Aqui, embora vá existir em vários momentos a necessidade de falar dos variados tipos societários existentes e da posição que o sócio minoritário tradicionalmente ocupa aí, não podemos deixar de reconhecer que o campo de inovação nesta matéria está nas sociedades onde a participação social é geralmente mais diluída e menos pessoal. Falaremos portanto, e de um modo geral, no acionista minoritário nas sociedades anónimas e, em especial, na sua posição nas sociedades cotadas.

Esta “inovação” resulta do facto de, como dissemos acima, ter existido um aumento considerável no investimento através de fundos e outros veículos em várias sociedades através da subscrição de participações minoritárias. Além do mais, os problemas aliados à fraca participação dos acionistas minoritários já se verificavam nas sociedades cotadas, onde

o capital é bastante diluído, em regra. Em consequência destes variados fatores, tem-se assistido, por um lado, a um esforço no sentido de criar incentivos à participação de todos os acionistas – incluindo os minoritários – na gestão da sociedade (e.g. através da recente alteração à Diretiva dos Direitos dos Acionistas⁷). Por outro lado, um novo tipo de acionista minoritário tem surgido, mais interessado, participativo e ativo na gestão da sociedade (pelo que se tem falado de um “ativismo societário”). Este tipo de acionista está particularmente associado à existência de participações detidas por *hedge funds* em sociedades, mas poderá eventualmente ser observada em circunstâncias específicas em relação a outros perfis de acionistas.

Tendo suficientemente delimitado, pelo menos de forma preliminar e abstrata, o escopo do nosso estudo, bem como explanado em traços gerais o porquê da nossa escolha de análise para estes efeitos, cabe então agora concretamente delimitar os pontos que pretendemos abordar, sendo para esse fim necessário ainda fazer uma abordagem ao tema sobre o qual nos debruçaremos.

1.2. Delimitação do tema

Neste nosso trabalho pretendemos fazer uma abordagem à evolução da posição dos acionistas e, em particular, dos acionistas minoritários na vida e gestão corrente da sociedade. Para tal, começaremos por observar a posição jurídica do acionista nas sociedades, parte em que pretendemos tratar a evolução do estudo do acionista, acompanhado por aquilo que tem ocorrido na prática, e entrando no final no conceito de “acionista investidor” com maior detalhe.

A partir deste ponto, o nosso trabalho focar-se-á no acionista investidor, abordando algumas matérias consideradas mais relevantes para a compreensão da sua importância na sociedade: por um lado, a da sua relação com o chamado “acionista empresário” (acionista maioritário), na qual assume especial relevo os conflitos de interesses que daí podem decorrer; depois, abordaremos, ainda que mais brevemente, a constituição de direitos especiais (*ab initio* ou durante a vida da sociedade) que beneficiam (ou prejudicam, quando atribuídos a acionistas maioritários) o acionista investidor e o seu peso no balanceamento de interesses na gestão da sociedade.

Por fim, abordaremos três realidades societárias específicas que cremos que, por poderem levantar particularidades em relação aos problemas que normalmente se colocam

⁷ Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo, publicada no JOUE L-132 de 20 de maio de 2017.

nestas matérias, poderão ser de especial interesse analisar, ainda que de forma breve. Esta parte do trabalho deter-se-á sobre (i) os fundos de investimento (OIC) enquanto “acionistas” investidores (de resto, onde faz mais sentido falar na expressão) e as particularidades que surgem da sua relação com outros acionistas da(s) sociedade(s) participada(s); (ii) os *hedge funds*, dentro da realidade mais abrangente dos OIC, enquanto acionistas e a particular relevância de todo o estudo dos acionistas minoritários para esta realidade; e (iii) as empresas familiares, agora já saindo do estudo de perfis particulares de acionista para a abordagem de um “tipo” (em sentido não jurídico) de sociedade pouco estudada em Portugal e que, pelas relações particulares que surgem entre os seus acionistas, pode levantar questões particulares quanto a este nosso estudo.

2. A posição do acionista na sociedade

2.1. Generalidades: a perspectiva tradicional da posição do acionista na sociedade anónima

A melhor forma de podermos observar em que medida a posição (jurídica e factual) do acionista se foi alterando ao longo do tempo e quais os fatores determinantes nas modificações observadas à própria “mentalidade” assumida por cada acionista passa sem dúvida por tentar entender melhor as coordenadas do estudo tradicional do acionista, ou seja, como tem vindo a ser construída, na teoria e na prática, a figura do acionista numa perspectiva mais clássica na sociedade. Só a partir desses dados poderemos então avançar para um estudo do “moderno” acionista e, em concreto, do “moderno” acionista minoritário.

(i) *O sócio perante sociedades de pessoas e sociedades de capitais*

Em primeiro lugar, e como já havia sido avançado anteriormente, a posição de um sócio em relação à sociedade na qual detém uma participação varia consoante o tipo societário em causa, já que o substrato de cada tipo difere em função da preponderância do elemento do capital ou dos indivíduos na sociedade⁸.

Encontramos no direito societário português, como sabemos, quatro tipos distintos de sociedades comerciais, tal como tipificados na lei: sociedades em nome coletivo (artigos 175.º a 196.º CSC⁹); sociedades por quotas (artigos 197.º a 270.º-G CSC, incluindo-se aqui as sociedades unipessoais por quotas); sociedades anónimas (artigos 271.º a 464.º CSC); e sociedades em comandita (artigos 465.º a 480.º CSC, incluindo-se aqui as sociedades por comandita simples e por ações).

Se atentarmos no regime legal de cada um destes tipos societários, assim como nas suas características diferenciadoras, veremos que encontramos, de um lado, tipos societários nos quais o elemento pessoal, isto é, o conjunto de sócios (ou sócio único) que compõem a sociedade, assume um peso significativo, sendo a posição pessoal do sócio na sociedade

⁸ Com esta afirmação não se pretende concluir que estes dois elementos (pessoal e patrimonial) não estejam presentes em todos os tipos societários, mas sim evidenciar que, dependendo do tipo societário em causa, um poderá assumir maior relevância tendo em conta as características e regime legal do tipo. Com efeito, nas sociedades genericamente consideradas (cuja aceção se retira do artigo 980.º CC), encontramos quatro elementos, conforme identificados por JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU: “(...) a) a associação ou agrupamento de pessoas; b) o fundo patrimonial; c) o objeto (exercício em comum de certa atividade económica que não seja de mera fruição); d) o fim (obtenção de lucros para serem repartidos pelos associados)”. Vd. *Curso de Direito Comercial, volume II – Das Sociedades*, 4.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 5-23, onde o Autor densifica o conceito de cada um dos elementos identificados.

⁹ Todas as referências a artigos que não sejam seguidas da identificação da legislação a que pertencem devem presumir-se como pertencendo ao CSC.

muito mais relevante do que o substrato patrimonial da mesma – o capital social. É este o caso nas sociedades em nome coletivo e nas sociedades em comandita, em relação aos sócios comanditados. Já nas sociedades por quotas o relevo dado aos seus sócios encontra-se a meio caminho entre uma sociedade substrato pessoal e patrimonial, já que a identidade dos mesmos é conhecida do público (através do registo), embora já não se verifique uma ligação tão forte entre sócios e entre estes e a sociedade como existirá na situação extrema das sociedades em nome coletivo¹⁰.

No polo oposto encontramos as sociedades anónimas, no âmbito das quais o substrato patrimonial assume uma relevância bastante superior ao elemento pessoal. Com efeito, a identidade dos acionistas das sociedades anónimas não é, em regra, pública, com exceção da sua inscrição no livro de registo da emissão de ações da sociedade e dos seus respetivos títulos de ações, não constando dos estatutos sociais da sociedade¹¹.

Este pendor da sociedade anónima para a valorização preferencial do capital social e tendente fungibilidade dos seus acionistas não é, de resto, exclusiva ao ordenamento jurídico português. A clássica posição pessoal do acionista em relação à sociedade anónima portuguesa encontra paralelo em variados ordenamentos jurídicos estrangeiros e, em especial, europeus, existindo em geral diversas semelhanças de natureza e regime entre os tipos societários em questão.

Exemplo disso é o ordenamento jurídico francês, que opõe as *sociétés par intérêts*, caracterizadas por serem sociedades “de pessoas”, constituídas tendo em consideração as pessoas que detêm o capital social da mesma – fazendo parte deste conceito tipicamente as *sociétés en nom collectif* e as *sociétés en commandite* –, às *sociétés par actions*, que se caracterizam por serem sociedades “de capital”, remetendo para segundo plano a identidade dos seus acionistas, e podendo ser reconduzidas a este tipo as *sociétés anonymes* e as

¹⁰ Para uma melhor compreensão da posição pessoal dos sócios em cada tipo societário, cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social...*, cit., pp. 39-41.

¹¹ Com a entrada em vigor da Lei n.º 89/2017, de 21 de agosto (Regime Jurídico do Registo Central do Beneficiário Efetivo), contudo, foram instituídas algumas regras relacionadas com a identificação dos detentores diretos e indiretos do capital social das sociedades que vieram de certo modo retirar alguma da natureza “anónima” a este tipo societário. Exemplo disso é o artigo 3.º do referido diploma, que determina que “os documentos que formalizem a constituição de sociedades comerciais devem conter a identificação das pessoas singulares que detêm, ainda que de forma indireta ou através de terceiro, a propriedade das participações sociais ou, por qualquer outra forma, o controlo efetivo da sociedade, sem prejuízo dos demais requisitos previstos na lei”, estabelecendo assim uma obrigatoriedade de identificação dos acionistas e dos detentores indiretos do capital social (beneficiário(s) efetivo(s)) no momento de constituição de sociedade perante a Conservatória do Registo Comercial. Esta declaração deve, de acordo com o artigo 12.º, n.º 1, alínea b) da referida Lei, incluir, entre outros, a “(...) identificação dos titulares do capital social, com discriminação das respetivas participações sociais”. Está prevista também a atualização desta declaração, quando ocorram alterações à estrutura inicialmente apresentada.

*sociétés en commandite par actions*¹². Conforme expressado por ALFRED JAUFFRET, neste tipo societário “*ce qui compte, ce sont les capitaux apportés, non la personne de l’apporteur*”¹³.

Também no ordenamento jurídico espanhol encontramos uma construção semelhante no que diz respeito à grande separação entre sociedades de tipo “*personalista*” e sociedades de tipo “*capitalista*”¹⁴. De uma parte, encontramos as *sociedades colectivas* e as *sociedades en comandita o comanditarias*, ambas de carácter tipicamente pessoal, embora a primeira em maior medida do que a segunda¹⁵; de outra parte, a *sociedad anónima* apresenta-se como “*prototipo de sociedad capitalista, que no toma en cuenta las condiciones personales de los socios, sino su aportación de capital (intuitu pecuniae) (...)*”¹⁶. Entre os dois polos, encontramos a *sociedad de responsabilidad limitada*, uma figura próxima da nossa sociedade por quotas, assim como a *sociedad comanditaria por acciones*, ainda que mais próxima do polo “pessoalista” dos tipos societários espanhóis.

Os sistemas anglo-americanos apresentam também bastantes semelhanças em relação aos tipos europeus clássicos, embora a sua denominação possa variar, assim como o número de tipos presentes nos ordenamentos jurídicos em causa.

No caso do Reino Unido, a dicotomia base encontrada assemelha-se em grande medida àquela dos sistemas europeus clássicos, podendo ser encontradas sociedades de pessoas (*partnerships*) e sociedades de capitais (*companies*).

As primeiras subdividem-se em *general partnerships* e em *limited partnerships*, as primeiras podendo ser equiparadas em traços gerais às nossas sociedades civis e em nome coletivo, encontrando-se nas segundas sociedades em que “(...) algum ou alguns sócios (mas não todos) têm uma responsabilidade limitada: correspondem, de certa forma, às comanditas

¹² Para um maior desenvolvimento acerca dos regimes das *sociétés par intérêts* e das *sociétés par actions*, cfr. ALFRED JAUFFRET, *Manuel de Droit Commercial*, 18.ª edição por Jacques Mestre, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, 1986, pp. 127-216.

¹³ Vd. ALFRED JAUFFRET, *Manuel de Droit Commercial*, cit., p. 146.

¹⁴ ADOLFO RUIZ DE VELASCO diferencia os tipos societários desta forma com base num **critério económico**, que serve para “*diferenciar a una sociedad de otra el motivo de la asociación, es decir, la necesidad que impulsa a las personas a unirse con otras para lograr una finalidad común*”. Assim, estaremos perante uma sociedade de tipo *personalista* quando “*los miembros que contratan se agrupan para completar la capacidad individual de trabajo*”; a sociedade *capitalista*, por outra, identifica-se “*si la razón que anima a las personas a asociarse para conseguir un interés común no es completar la capacidad de trabajo, ni conseguir el capital necesario sino la de obtener una rentabilidad a un ahorro conseguido*”. Vd. *Manual de Derecho Mercantil*, Ediciones Deusto S.A., Bilbao, 1996, pp. 174-175.

¹⁵ De acordo com RODRIGO URÍA, “*la sociedad colectiva, de carácter esencialmente personalista por estar fundada sobre vínculos de mútua confianza personal entre los asociados (intuitu personae), gira bajo una razón social integrada por el nombre de todos o alguno de los socios (...)*”, ao passo que a *sociedad en comandita o comanditaria*, embora também de carácter pessoalista, é-o num grau inferior ao da anterior. Vd. *Derecho Mercantil*, reimpressão da 13ª edição, Marcial Pons, Madrid, 1986, pp. 128-129.

¹⁶ RODRIGO URÍA, *Derecho Mercantil*, cit., p. 129.

continentais”¹⁷. Acresce que a este tipo de sociedades não é reconhecida personalidade jurídica.

Quanto às referidas *companies*, estas poderão ser *limited companies* ou *unlimited companies*: a diferenciação entre as duas baseia-se, conforme o seu nome indica, na limitação da responsabilidade dos seus sócios (no caso das primeiras) ou não (nas segundas). Quando a responsabilidade seja limitada, esta limitação poderá decorrer quer das suas ações (*limited companies by shares*) quer de outra contribuição que os sócios façam para a sociedade (*limited companies by guarantee*), existindo ainda a distinção entre *public companies* e *private companies*, conforme o capital social da sociedade em causa esteja ou não, respetivamente, aberto a subscrição pelo público.

Por fim, e olhando para a construção dogmática dos tipos societários e da posição que os sócios ocupam na sociedade fora da Europa, atentamos no sistema seguido pelos Estados Unidos da América, onde podemos avistar alguns paralelos com a dogmática britânica, embora a nomenclatura sofra algumas alterações. Neste sistema a distinção é essencialmente feita entre *partnerships* – sociedades de pessoas, onde encontramos *general* e *limited partnerships* tal como no Reino Unido, sendo idêntica também a sua definição – e *corporations*, estas identificando-se então com as sociedades de capitais, onde podemos encontrar *public corporations* e *closed corporations*, aquela figura próxima da nossa sociedade anónima, e esta com maiores semelhanças com as nossas sociedades por quotas¹⁸. É de notar, no entanto, que a construção jurídica dos tipos de sociedades norte-americanos é bastante trabalhada ao nível dos Estados federais, pelo que a cada momento pode variar a concreta legislação aplicável consoante o Estado em que nos encontramos, muitas vezes de modo a dar resposta às necessidades do mercado – e a questões de índole política.

Como resulta claro do que até agora foi exposto, a sociedade anónima, sendo por excelência uma sociedade de capitais, dentro da qual a importância dada aos seus acionistas individualmente considerados resulta de certa forma mais enfraquecida em face da tendente fungibilidade destes, pode apresentar maiores desafios de uma perspetiva da proteção dos interesses dos acionistas e garantia do exercício dos seus direitos – e cumprimento dos seus deveres – na gestão e tomada de decisões da sociedade, sendo certo que os acionistas com participações sociais menos significativas na sociedade serão, em princípio, aqueles em relação aos quais mais frequentemente se verifica esta situação.

¹⁷ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades, I, Parte Geral*, 3.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 106-107 (107).

¹⁸ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades...*, cit., p. 108.

Foquemo-nos então agora apenas na posição específica do acionista da sociedade anónima no seio desta, começando pelos aspetos mais gerais da qualidade de acionista para passarmos, posteriormente, à análise mais concreta dos seus direitos e deveres¹⁹.

(ii) A participação social, a ação e o acionista na sociedade anónima

Quando nos referimos aos conceitos de “participação social” e de “ação”, podemos ser reconduzidos a várias noções ou definições, já que se utilizam as expressões, e em especial a palavra “ação”, para identificar mais do que uma única situação.

Por um lado, e em relação ao conceito de “participação social”, para os efeitos aqui pretendidos utilizaremos como ponto de partida a definição de COUTINHO DE ABREU, segundo a qual a participação social consiste “[n]o conjunto unitário de direitos e obrigações atuais e potenciais do sócio (enquanto tal)”²⁰. Esta definição coloca o foco na posição do acionista face à sociedade, ou seja, concretiza a participação social nos direitos e obrigações que o sócio tem perante a sociedade, i.e., na sua relação com esta.

Quanto à natureza desta relação entre sócio e sociedade ou, mais simplesmente, a natureza da participação social, o seu estudo mais aprofundado implicaria a análise dos vários modos através dos quais a participação social pode ser entendida, por recurso a diversos critérios, nenhum dos quais menos acertado dependendo da perspetiva pela qual olhamos para o tema em questão²¹. Contudo, não sendo o objetivo desta nossa dissertação debruçarmo-nos aprofundadamente sobre a natureza jurídica da participação social, faremos apenas uma breve síntese acerca do enquadramento que tem sido dado à questão de um ponto de vista doutrinário.

Por um lado, e conforme já indicado acima, a perspetiva através da qual é vista a participação social influencia a sua qualificação, na medida em que várias são as construções dogmáticas que podem ser pensadas quanto à mesma²².

¹⁹ As considerações que faremos sobre estes temas, embora aproximadas ao máximo ao caso concreto dos acionistas, são na sua maioria e em geral aplicáveis à qualidade de sócio em qualquer tipo societário, já que o estudo do sócio enquanto tal (e nomeadamente no que diz respeito à aquisição dessa qualidade e dos seus direitos e deveres) é comum a qualquer tipo societário. No entanto, e conforme mencionado, na medida em que esta nossa dissertação se foca em especial na figura do acionista, o objetivo será o de aplicar os aspetos comuns ao acionista da sociedade anónima em concreto.

²⁰ *Curso de Direito Comercial...*, cit., p. 209.

²¹ Podendo depender, por exemplo, do tipo legal em questão, sobre o qual entendemos fazer maior sentido concentrar esta breve análise. Como bem denota ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Conforme o tipo de sociedade considerado, assim nos situaríamos dentro da escala indicada: nas sociedades de pessoas teríamos a qualidade de sócio; nas mistas, a titularidade de uma posição; nas de capitais, a própria posição, independentemente do seu titular”. Vd. *Direito das Sociedades...*, cit., p. 612.

²² Deste modo, podemos ter em conta por exemplo o tipo de sociedade (social e legal) em causa: todos os tipos legais “(...) têm sentidos diferentes que não podem deixar de se refletir na participação social de cada sócio”, e mesmo vários tipos sociais apresentam diferenças entre si, já que, e.g., “[N]ão são iguais em sentido, as

Em qualquer caso, e independentemente de sabermos que a participação social em si varia consoante o tipo de sociedade ou a forma como olhamos para os direitos e obrigações que dela resultam para o sócio, assumindo-se com diferentes especificidades em cada caso, existem certos aspetos comuns a qualquer “género” de participação social que permitem a sua generalização.

Assim, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS apresenta uma construção dogmática pela qual assume uma natureza plural da participação social: é, por um lado, uma relação jurídica “(...) em princípio, duradoura e da qual, como tal, vão emergindo poderes e vinculações com uma elasticidade que a sua duração no tempo vai exigindo”²³; por outro lado, é também um direito subjetivo do sócio que é titular da participação social, já que “enquanto posição jurídica pessoal de vantagem, de livre exercício, predominantemente ativa, inerente à afetação com êxito de bens e dos correspondentes meios, isto é, de poderes jurídicos e materiais, necessários, convenientes ou simplesmente úteis, à realização de um fim pessoal e específico do sócio, individualmente considerado (...)” assim deve ser qualificada, denominando-se então a participação social como um *direito social*, não real ou de crédito, mas um *tertium genus*²⁴; por fim, a participação social deve igualmente ser qualificada como um *status socii*, ou seja, o estatuto jurídico do sócio enquanto tal²⁵⁻²⁶.

Uma das qualificações que pode também ser atribuída à participação social, e que PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, de resto, não exclui, é a de posição jurídica. Neste ponto, vários são os Autores que qualificam, embora unitariamente, a participação social como tal²⁷, embora PEDRO PAIS DE VASCONCELOS afirme que o “recurso à posição jurídica (...) não exclui a referência à relação jurídica. A posição jurídica é frequentemente inserida numa relação jurídica”²⁸.

participações em sociedades familiares; em pequenas sociedades por quotas em que todos os sócios exercem a gerência e trabalham efetivamente; em sociedades instrumentais que estruturam sectores diferenciados, por exemplo os serviços de contabilidade, de um grupo; ou em sociedades *offshore* que se limitam a parquear imóveis ou participações sociais”. Vd. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social...*, cit., p.391.

²³ *A Participação Social...*, cit., p. 404.

²⁴ *A Participação Social...*, cit., pp. 497 – 498 (497).

²⁵ *A Participação Social...*, cit., p. 503.

²⁶ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS qualifica ainda a participação social como objeto de direito, embora subsuma esta qualificação à parte social, que é objeto da participação social. “Na verdade, o regime jurídico de transmissão e da oneração demonstra que o que é transmitido ou onerado, não é propriamente a participação social, mas antes o seu objeto, a parte social”. Vd. *A Participação Social...*, cit., p. 501.

²⁷ Cfr., por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades...*, cit., p. 506; JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial...*, cit., p. 222.

²⁸ *A Participação Social...*, cit., p. 409.

Também ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA assume a natureza da participação social de forma unitária, qualificando-a apenas como um *status* ou *situação jurídica*²⁹, na medida em que estamos perante “um complexo unitário e indivisível de direitos, poderes, obrigações, ónus e sujeições do sócio face à sociedade que decorre da sua participação social”³⁰⁻³¹.

Como podemos ver, a natureza jurídica da participação merece longas e variadas considerações a seu respeito, não podendo ser encontrada, pelo menos totalmente, uma resposta unívoca no que diz respeito à alocação que deve ser feita da participação social no seio das figuras jurídicas conhecidas do nosso ordenamento jurídico. Esta pluralidade de conceções não deve ser, no entanto, considerada nefasta para o estudo da participação social. O facto é que, com efeito, o conceito de participação social e os propósitos que ela serve ao sócio que é seu titular e à sociedade a cujo capital social pertence não são, eles mesmos, unívocos, podendo alterar-se conforme a situação em concreto e o momento da vida da própria participação social em que nos encontremos, servindo, portanto, as várias aceções expostas – e outras igualmente válidas também pensadas por outros autores – o propósito de (in)definição do conceito de participação social.

O conceito de ação, por outro lado, apresenta-se de definição algo mais simples e concreta.

O ponto de partida para esta definição deve ser encontrado na definição de capital social, que assume um papel importante na sociedade anónima. Desde logo, o capital social é um dos elementos do contrato de sociedade, conforme nos diz o artigo 9.º, n.º 1, alínea f) do CSC. Embora não seja um elemento essencial de qualquer tipo de sociedade³², nas

²⁹ Sobre o conceito de situação jurídica e respetivo desenvolvimento da matéria, cfr. et al. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, I, 4.ª edição, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 863 ss; PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Teoria Geral do Direito Civil*, 8.ª edição, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 217 ss.

³⁰ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Volume 1 – As Sociedades Comerciais*, 7.ª edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2013, pp.110-111.

³¹ Esta qualificação feita por ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA surge como conclusão da exposição de posições divergentes quanto à natureza da participação social. Com efeito, a sua qualificação como *status* ou situação jurídica não se apresenta pacífica doutrinariamente, existindo posições que defendiam a qualificação da participação social como um direito subjetivo, e dentro deste como direitos reais ou de crédito, alguma doutrina adotando posições intermédias que viam no direito dos sócios à participação social um direito *sui generis*, misto de direito real e de crédito. Estas posições eventualmente deram lugar à conceção da participação social como uma situação jurídica, embora nem todos os Autores a construam assim, como veremos. Para um desenvolvimento acerca deste percurso doutrinário, vd. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais...*, cit., pp. 107-111.

³² Isto porque nem todas as sociedades têm um capital social atribuído, perdendo também este elemento alguma essencialidade em alguns tipos societários nas quais o substrato é pessoal. Mesmo nas sociedades por quotas – geralmente classificadas de tipo misto – o artigo 201.º do CSC estabelece que “O montante do capital social é livremente fixado no contrato de sociedade, correspondendo à soma das quotas subscritas pelos sócios”, sendo certo que cada quota deverá ter um montante mínimo nominal de um euro (artigo 219.º, n.º 3 do CSC) e a sociedade terá de ter no mínimo dois sócios (exceto se estivermos perante uma sociedade unipessoal por quotas). Vemos portanto que, desde a alteração ao referido artigo 201.º do CSC, o capital social perdeu a

sociedades anónimas o capital social ganha importância, o que não se afigura como pouco usual tendo em conta estarmos perante uma sociedade de substrato capitalista, e não pessoalista, como já tivemos oportunidade de observar acima.

O capital social das sociedades em geral representa, então, “o conjunto das entradas a que os diversos sócios se obrigaram ou irão obrigar”³³, o que significa que o capital social da sociedade anónima não é mais, em termos simplistas³⁴, do que a soma de todas as ações subscritas pelos acionistas, as quais formam conjuntos pertencentes a cada acionista – a sua entrada no capital social³⁵.

Cabe-nos ainda dizer, a respeito do capital social, que este deve ser sempre expresso numa cifra monetária, existindo uma limitação mínima obrigatória do capital social – deve ser, pelo menos, no montante de cinquenta mil euros.

Pelo exposto, podemos então concluir que as ações, consideradas individualmente, são parcelas do capital social que, no seu conjunto, compõem a totalidade deste. A sociedade anónima emite estas ações, que obrigatoriamente devem também ter um valor nominal expresso em euros – artigo 276.º, n.º 1 do CSC – e que se encontram representadas, em regra geral, por títulos representativos de ações³⁶. Cada título deve ser identificado com o nome do acionista a quem pertencem as ações aí representadas³⁷⁻³⁸.

sua importância neste tipo societário, podendo ser afirmado que este elemento fará mais sentido e adquire essencialidade quando estejamos perante sociedades puramente de capitais, i.e. perante sociedades anónimas. Também defendendo esta posição, vd. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Do capital social – Noção, princípios e funções*, Coimbra Editora, Coimbra, 1998, pp. 19 ss. (em especial, pp. 23 ss.), que embora defenda que o capital social não é elemento essencial das sociedades comerciais em geral, já que o artigo 9.º do CSC, ao listar os elementos que deve conter o contrato de sociedade, “(...) logo consagra a possibilidade de se constituir uma sociedade comercial (...) sem capital”, na medida em que “(...) neste tipo social são admissíveis as chamadas «entradas de indústria», i.é., aquelas entradas que se traduzem na contribuição do trabalho ou dos serviços prestados pelos sócios”, logo vem abrir uma exceção a este facto para as sociedades de capitais – para este efeito considerando as sociedades anónimas e sociedades por quotas – nas quais o elemento do capital social é “(...) elemento não apenas essencial mas essencialíssimo, uma vez que (...) desempenha um papel insubstituível. Por um lado, porque é em função dele que se determina o poder dentro da sociedade; por outro, porque o capital social é imprescindível para a própria existência da mesma sociedade, uma vez que os sócios o são unicamente em função da sua entrada de capital, sendo igualmente em função desta que se fixam, em princípio, os seus direitos sociais”. Assim, conclui o Autor, o capital social nas sociedades de capitais é “(...) não apenas funcional mas fundacional”.

³³ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades*, I, cit., p. 511.

³⁴ Em termos contabilísticos, o capital social é na verdade apenas “uma cifra ideal que representa as entradas estatutárias, surgindo, como tal, nos diversos instrumentos de prestação de contas”. Assim, o capital social torna-se durante a vida da sociedade apenas um montante identificado no balanço da sociedade mas que em nada ou muito pouco influenciará o valor económico da sociedade. Vd. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades*, I, cit., pp. 511-512.

³⁵ Sobre as entradas no capital social e as suas distinções no que toca às sociedades anónimas, cfr., por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, II, *Das Sociedades em Especial*, 2.ª edição, Almedina Coimbra, 2007, pp. 562-567; PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 172 ss.

³⁶ Embora as ações possam ser escriturais e não tituladas, caso em que não serão representadas por títulos de ações, mas sim registadas em conta aberta junto de intermediário financeiro, integrada em sistema centralizado; ou conta aberta junto de um único intermediário financeiro indicado pelo emitente; ou conta aberta junto do

Com esta breve descrição, podemos observar que o conceito de ação e o conceito de participação social são distintos, existindo uma muito maior concretização e simplicidade de descrição no conceito de ação e uma maior abstração e discussão dogmática acerca da sua natureza jurídica quando falamos do conceito de participação social.

De resto, e embora distintos, os dois conceitos não são opostos, mas sim, por outra, complementam-se: a participação social, como já acima dissemos, pode ser definida em termos gerais como o conjunto de direitos e obrigações dos quais o sócio é titular ao deter essa mesma participação numa sociedade comercial; por outro lado, podemos dizer que a ação corporiza e concretiza a participação social, representando a parcela do capital social detida pelo acionista na sociedade anónima³⁹.

Aqui chegados, resta-nos agora aproximar os conceitos até agora discutidos à figura central e comum a todos eles: o acionista.

O acionista da sociedade anónima, como vimos acima neste ponto, assume um papel bastante distinto do papel assumido pelo sócio nas sociedades de substrato pessoal, tendo este uma posição de relevo que não se verifica nas sociedades de substrato capitalista, como seja a sociedade anónima.

Os motivos para esta diferenciação no papel do sócio (ou acionista) na sociedade, mais uma vez retomando conceitos introduzidos no início deste ponto da nossa dissertação, encontram-se precisamente no substrato da sociedade em causa. O tipo societário sociedade anónima é construído com base na “soberania” do capital, e não da pessoa do acionista. Ou seja, não importará tanto numa sociedade anónima a pessoa do acionista que subscreve parte do capital social, sendo inclusivamente a sua identidade em poucos locais assinalada; nas sociedades cujo capital se encontra aberto a subscrição pública, a figura do acionista terá

emitente ou de intermediário financeiro que o representa (artigo 61.º do CVM). Para uma visão integral e comentada do regime jurídico geral aplicável aos valores mobiliários titulados e escriturais, vd. NUNO RICARDO DA PENA, *Código dos Valores Mobiliários Anotado e Comentado*, www.livrodireito.pt, Lisboa, 2015, pp. 125 ss.

³⁷ Até à entrada em vigor da Lei n.º 15/2017, de 3 de maio, existia também a possibilidade de emitir ações ao portador, de cujos títulos representativos (ou registo em conta) não constava a identificação do respetivo titular. Com a referida Lei, veio a ser proibida a emissão de ações ao portador, com a obrigação de converter todas as ações ao portador existentes em nominativas no prazo fixado por lei.

³⁸ No âmbito do conjunto de conceitos em conexão com a participação social e, em especial, com a ação, podemos falar também em valores mobiliários. Os valores mobiliários podem corresponder a ações, sendo emitidos por sociedades anónimas (fechadas ou abertas, i.e., de subscrição pública), mas podem também corresponder a outras figuras conhecidas no seio do Direito dos Valores Mobiliários, como sejam as obrigações (que neste caso correspondem a dívida, e não ao capital social, de uma sociedade anónima). Para um maior aprofundamento do conceito de valor mobiliário e dos conceitos a ele subjacentes e conexos, cfr., por todos, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª edição, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 93 ss.

³⁹ Nas sociedades por quotas, por exemplo, a participação social encontra-se concretizada e corporizada na quota, que representa a parcela do capital social detida pelo sócio em determinada sociedade por quotas (ou sociedade unipessoal por quotas, caso exista um único sócio detentor de uma única quota).

ainda menor relevo, caso em que se torna um puro investidor – de resto, onde veremos adiante fazer mais sentido explorar o tema que nos propomos tratar neste nosso breve estudo.

O papel do acionista na sociedade anónima assume, então, uma relevância menor em relação à posição dos sócios noutros tipos societários. Este facto pode ser comprovado, por exemplo, se atentarmos na estrutura orgânica da sociedade anónima, por oposição à de outros tipos societários.

O artigo 278.º do CSC permite a uma sociedade anónima escolher uma de três estruturas⁴⁰, em todas elas sendo pressuposta a existência da assembleia geral de acionistas:

- Estrutura clássica: composta por um conselho de administração e um conselho fiscal (alínea a) do número 1 do artigo 278.º);

- Estrutura anglo-saxónica: composta por um conselho de administração, o qual inclui uma comissão de auditoria, e um revisor oficial de contas (alínea b) do número 1 do artigo 278.º); e

- Estrutura germânica: composta por um conselho de administração executivo, um conselho geral e de supervisão e um revisor oficial de contas (alínea c) do número 1 do artigo 278.º).

A primeira estrutura é a mais tradicional e geralmente adotada pela maioria das sociedades anónimas fechadas (i.e., cujo capital social é de subscrição particular); no polo oposto, o modelo de raiz anglo-saxónica apresenta uma estrutura mais complexa e sofisticada, mais adequada a sociedades com o capital social aberto a subscrição pública.

Independentemente do modelo escolhido pela sociedade anónima de entre os acima expostos, podemos identificar um ponto comum a todos eles que revela bem a diferenciação quanto à posição do acionista neste tipo societário em oposição a outros: a estrutura repartida da administração da sociedade anónima entre vários órgãos deixa pouco espaço ao acionista (que não ocupe um cargo no Conselho de Administração) para se imiscuir na gestão da sociedade.

De facto, um dos fatores distintivos da gestão das sociedades anónimas em relação a outros tipos societários é o facto de existir nas primeiras uma estrutura orgânica de maior

⁴⁰ A redação atual do artigo 278.º do CSC resultou da reforma ao Código das Sociedades Comerciais de 2006, cujo objetivo passou pela “ampliação da autonomia societária, designadamente através da abertura do leque de opções quanto a soluções de governação” das sociedades, segundo o próprio Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março. Este objetivo concretizou-se, entre outros, neste alargamento das opções de estruturas governativas pensadas para sociedades com o seu capital social aberto a subscrição pública a todas as sociedades anónimas. Para um maior aprofundamento acerca da evolução das estruturas de administração das sociedades e da reforma de 2006 a este respeito, cfr, por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, II, cit., pp. 769 ss.

complexidade, que torna mais vincada a separação entre propriedade e gestão. De um lado, temos a Assembleia Geral de acionistas, a qual permite a estes obter informações acerca da gestão da sociedade, bem como votar nas propostas apresentadas e que dizem respeito, genericamente, à condução dos negócios da sociedade e matérias mais fraturantes da vida da sociedade⁴¹. Por outro lado, e embora assista ao acionista o direito de participar nos órgãos da sociedade⁴², não será de esperar que todos os acionistas – e em especial em grandes sociedades anónimas, onde o capital social se encontra mais disperso – tenham um papel ativo na gestão corrente da sociedade, relegando-se esse papel a órgãos como o Conselho de Administração (e outros órgãos que possam ser constituídos em função de decisão da sociedade e/ou do modelo orgânico escolhido)⁴³.

Assim, podemos ver que nas sociedades anónimas, propriedade e gestão encontram-se, em princípio, separadas, não se confundindo os órgãos que gerem a sociedade dos seus acionistas, que assumem um papel diferente na mesma, sendo muitas vezes mais relevante saber identificar quem pertence ao Conselho de Administração da sociedade, por exemplo, do que quem são os titulares do capital social a dado momento da vida da sociedade, já que em regra o capital social de uma sociedade anónima encontra-se mais disperso e as transmissões de propriedade de ações podem ocorrer mais frequentemente quanto maior a dimensão da sociedade.

Sendo certo que a possibilidade de o acionista intervir ativa e diretamente na gestão da sociedade anónima na qual detém uma participação social se mostra mais reduzida tendo em consideração o acima exposto, também é certo que a lei criou mecanismos que possibilitam ao acionista, dentro de certos limites, exercer algum tipo de poder em relação ao modo como a sociedade é gerida. Por outro lado, e a par de um conjunto de poderes ou direitos que são atribuídos aos acionistas, também podemos encontrar um conjunto de deveres que os mesmos devem cumprir enquanto participantes no capital social de uma sociedade anónima.

⁴¹ O direito dos acionistas a participar nas deliberações sociais da sociedade será desenvolvido abaixo, no ponto 2.2.

⁴² Vd. *infra*, ponto 2.2.

⁴³ Nas sociedades de substrato mais pessoalista o panorama é distinto do apresentado em relação às sociedades anónimas. Com efeito, naquelas os sócios acabam por se confundir com a gerência da sociedade em grande parte dos casos, o que faz sentido tendo em conta que a sociedade é formada em razão da pessoa dos seus sócios e tendo em conta as suas competências e vontade de constituir a sociedade, sendo o seu objetivo geri-la em conjunto e não relegar essa tarefa a outros indivíduos. Mesmo na sociedade por quotas – identificada como de tipo misto ou até, por alguns Autores, já de capitais – podemos encontrar a figura do sócio-gerente, que cumula então estes dois papéis na sociedade. Para maiores considerações sobre a natureza e tipo das sociedades por quotas em geral, cfr., por todos, RAÚL VENTURA, *Sociedades por Quotas*, Volume I – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, 4.^a reimpressão da 2.^a edição, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 29 ss.

É precisamente acerca dos conteúdos ativo e passivo da posição jurídica de acionista que nos iremos debruçar no ponto seguinte deste nosso estudo.

Contudo, antes de entrarmos na análise dos direitos e deveres dos acionistas numa sociedade anónima, cabe-nos salientar ainda um breve ponto acerca da temática dos princípios subjacentes ao exercício da posição de acionista, em concreto acerca do princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, o qual revela maior interesse no âmbito da diferenciação que posteriormente faremos entre acionistas majoritários e minoritários.

(iii) O princípio da igualdade de tratamento dos acionistas (entre os restantes princípios)

Tal como podemos verificar noutras figuras e institutos do direito português, também as sociedades comerciais se regem por princípios comuns a todos os tipos societários, mas que podem assumir especial relevância em relação a determinado tipo.

Em termos gerais, as sociedades comerciais devem reger-se por princípios que, de resto, são potencialmente aplicáveis a várias figuras do nosso direito privado, podendo ser destacados, entre eles: em primeiro lugar e assumindo relevância significativa, o princípio da autonomia privada atribuí aos sócios de uma sociedade a liberdade de livremente celebrar o contrato de sociedade com os elementos pretendidos, dentro dos limites decorrentes da lei (e.g. que impõem certas limitações aos próprios tipos societários), bem como da boa fé em geral, dos bons costumes e ordem pública⁴⁴; também a boa fé assume relevância neste plano, de uma forma mais abstrata e encontrando a sua principal concretização no princípio da tutela da confiança e, num passo adiante, os deveres de lealdade dos sócios, acerca dos quais falaremos em maior pormenor adiante⁴⁵; por outro lado, a autonomia funcional e patrimonial devem ser entendidos como princípios regentes das sociedades, com base no paradigma de que as sociedades comerciais funcionam de modo coletivo e, como tal, as regras que se estabelecem para as mesmas não são dirigidas a pessoas concretas mas, sim, ao ente coletivo sociedade, o que significa que esta deve ter autonomia, quer funcional, quer patrimonial (e.g. tem fins e património próprios)⁴⁶; por fim, podemos encontrar entre estes princípios dois que farão especial sentido quando tratamos de sociedades anónimas, assumindo relevo acrescido tendo em consideração a temática que nos propusemos a abordar nesta dissertação – são eles o princípio da igualdade de tratamento e, ligado a este, a tutela das minorias.

O princípio da igualdade de tratamento no âmbito das sociedades anónimas traduz-se, utilizando uma velha máxima que deve sempre ser tida em conta quando falamos deste

⁴⁴ Vd. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades*, I, cit., pp. 279-280.

⁴⁵ Vd. *infra*, ponto 2.3.

⁴⁶ Vd. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades*, I, cit., pp. 286-287.

princípio em geral, no tratamento igual das situações que se afiguram iguais, e tratamento diferente das situações que são diferentes, na medida da sua respetiva diferença. Quer isto dizer que a igualdade de tratamento não significa que se dê um tratamento absolutamente idêntico a todos os acionistas o que, de resto, não se mostra possível tendo em consideração a natural diferenciação entre acionistas, desde logo, na quantidade de ações que detêm na sociedade e respetivos direitos que lhes são atribuídos em função dessa participação social.

Deste modo, o princípio da igualdade no tratamento revela-se importante em situações em que é necessário acautelar o cumprimento da lei e impedir desigualdades surgidas à margem dos limites da legalidade e mesmo do contrato de sociedade. São exemplos desta igualdade de tratamento, na nossa lei, a proibição de pactos leoninos (artigo 22.º, número 3 do CSC) ou a obrigatoriedade de convocação de todos os acionistas para a assembleia geral poder deliberar validamente (artigo 56.º, número 1 do CSC).

Este princípio assume especial relevância no seio das sociedades anónimas porque, conforme já nos foi possível adiantar, as disparidades entre participações sociais dos acionistas e o facto de estarmos perante uma sociedade de capitais, onde o capital social se encontra mais disperso e a identidade dos acionistas pode ser menos relevante, podem dar azo a situações onde não é possível garantir a todos os acionistas o mesmo tipo de direitos.

Como podemos ver, mais do que apenas visar garantir a igualdade entre acionistas, é por vezes imperativo garantir que em situações diferentes, medidas distintas sejam aplicadas. E é neste ponto que surge um outro princípio, ligado ao princípio da igualdade no tratamento, que nos reconduz ao cerne da nossa temática: o princípio da tutela das minorias.

Nas sociedades anónimas torna-se patente o facto de que os acionistas minoritários, detentores de participações sociais menores, que lhes dão menores direitos na participação da sociedade – conforme veremos no ponto imediatamente a seguir –, não só poderão ficar numa posição de perda de interesse no envolvimento societário, como também podem ver a sua posição enquanto acionista potencialmente fragilizada.

O princípio da tutela das minorias assegura precisamente que, em ocasiões em que os sócios minoritários poderiam encontrar-se numa situação de desigualdade desproporcional, existem mecanismos para assegurar que tal não sucede. Exemplos disso são, por um lado, a existência de matérias cuja deliberação exige maiorias qualificadas ou, inclusive, a unanimidade dos sócios (artigo 86.º, número 1 do CSC) ou, por outro lado, a possibilidade de proposição de ações sociais de responsabilidade contra os administradores por sócios que representem 5% do capital social (artigo 77.º, número 1 do CSC), descendo esta

percentagem para 2% quando estejamos perante sociedades cotadas, embora variados outros exemplos pudessem ser dados.

Podemos ver, assim, que o princípio da igualdade de tratamento e, aliado a este, o princípio da tutela das minorias, servem propósitos relevantes no âmbito da relação entre sócios, em geral, e entre acionistas no contexto de uma sociedade anónima, em especial, na medida em que servem como um guia genérico para a consagração de soluções que asseguram, no seio do nosso direito societário, a paridade entre todos os sócios.

Para os acionistas minoritários, cuja posição na sociedade se encontra, em geral, mais fragilizada no que concerne ao seu poder de influenciar, pelo menos de forma direta, as deliberações da sociedade, estes princípios e as suas várias concretizações são da maior importância.

Dito isto, e sem prejuízo de nos debruçarmos mais adiante acerca deste tipo particular de acionista de forma mais aprofundada, para já cabe-nos avançar ainda um pouco mais em termos amplos na dogmática jurídica dos acionistas no contexto societário, desta feita entrando um pouco mais em pormenor no conteúdo da sua posição jurídica, quer de uma perspetiva ativa – os seus direitos ou poderes –, quer de uma perspetiva passiva – os seus deveres. É sobre aqueles que falaremos primeiro, no ponto que se segue.

2.2. O conteúdo da posição jurídica do acionista: direitos e deveres principais

Vimos acima os vários aspetos que caracterizam e definem a posição jurídica do acionista no seio da sociedade anónima. Discorreremos sobre o que significa deter uma participação social numa sociedade, qual a sua natureza jurídica, quais as implicações da qualidade de acionista numa sociedade anónima e, por fim, os princípios que devem reger as sociedades e, em especial, que protegem certos sócios na sua relação com a sociedade e com outros sócios.

Tendo ficado assentes todos estes aspetos, chegou agora o momento de analisarmos o efetivo conteúdo da posição jurídica do sócio, em geral, transpondo sempre que possível as nossas considerações para a realidade do acionista da sociedade anónima.

Podemos afirmar que o conteúdo da posição jurídica do sócio tem duas vertentes, uma ativa e outra passiva, que juntas representam o conjunto de atribuições e imposições dos sócios no contexto societário.

De um lado, encontramos situações jurídicas ativas, que se traduzem em direitos atribuídos aos sócios da sociedade⁴⁷. De um outro lado, encontram-se deveres a serem cumpridos pelos sócios – estes correspondem a situações jurídicas passivas.

Vejamos então, em primeiro lugar, em que consiste o conteúdo ativo da posição jurídica do sócio, isto é, os seus direitos no seio da sociedade e em relação a esta.

2.2.1. O conteúdo ativo da posição jurídica do sócio: os direitos dos sócios

Neste ponto trataremos dos principais direitos que constituem a componente ativa da posição jurídica do sócio na sociedade. Atenderemos, para estes efeitos, a um critério de classificação assente no bem jurídico tutelado por cada direito e a sua natureza. O recurso a este critério de classificação é, na verdade, um de tantos outros que poderiam ser utilizados para classificar os direitos dos sócios, mas afigura-se o que melhor se adequa aos propósitos deste nosso estudo⁴⁸.

⁴⁷ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *in A Participação Social...*, cit., pp. 69-70, embora admitindo que o conjunto de situações jurídicas ativas “(...) são usualmente designadas *direitos* dentro de uma tendência generalizada para referir como tais, além dos direitos subjetivos propriamente ditos, também os poderes que os integram”, prefere contudo precisar que estas são, na verdade, “(...) *poderes*, correspondem à disponibilidade de meios jurídicos para a prossecução do fim próprio do direito subjetivo global do sócio”, acrescentando ainda que “(...) estes poderes não têm um sentido autónomo, sem a sua integração no âmbito mais vasto de um direito subjetivo do sócio, e não têm outra função ou utilidade senão enquanto meios suscetíveis de contribuir para o êxito desse direito”. Concede, contudo, o Autor, que na medida em que “(...) toda a ciência pressupõe um consenso mínimo sobre o léxico e o significado das palavras, sem o qual fica prejudicado o diálogo científico e o debate académico (...)”, continuará a referir-se, na grande maioria das vezes, a estas situações jurídicas ativas – os poderes dos sócios – enquanto direitos, em termos mais genéricos.

⁴⁸ Com efeito, outros critérios de classificação podem ser utilizados para elencar direitos dos sócios. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *in Direito das Sociedades...*, I, cit., pp. 623-627, refere as distinções que podem ser feitas, por um lado, entre direitos abstratos e direitos concretos e, por outro lado, entre direitos patrimoniais, participativos e pessoais.

A primeira distinção assenta num critério “(...) de concretização ou de consubstanciação”. Diz-nos o Autor que “o direito abstrato é uma posição favorável, protegida pelo Direito e que, verificando-se determinadas ocorrências, permitirá ao sócio ver surgir um direito concreto correspondente. O direito concreto, por seu turno, será o produto da concretização de uma prévia posição favorável, que assistia ao sócio”. Como exemplo típico de direito abstrato o Autor menciona o direito aos lucros, do artigo 21.º, número 1, alínea a) do CSC, o qual “(...) permitirá ao sócio, após todo um percurso, encabeçar uma pretensão efetiva a um concreto lucro (p. ex., um dividendo, tratando-se de uma sociedade anónima) que, porventura, lhe caiba”.

Já quanto ao segundo critério de distinção, baseado mais aprofundadamente no conteúdo dos direitos – e dos deveres que muitas vezes podemos extrair daqueles – atende “(...) à natureza imediata do bem jurídico tutelado”. Nesse sentido, distingue o Autor entre “valores patrimoniais”, “valores que se prendam com o funcionamento da sociedade”, e “valores pessoais do sócio”. Enquanto que os primeiros se consubstanciam em direitos como o direito aos lucros, na sua base, mas também em diversos direitos especiais de conteúdo patrimonial (artigo 24.º, número 1 do CSC), no direito à contrapartida pela “aquisição de bens a acionistas” (artigo 29.º, número 1 do CSC) ou nos direitos relativos à conservação do capital (artigos 31.º a 35.º do CSC), apenas para enumerar alguns, já os segundos – direitos participativos – “(...) têm a ver com a possibilidade, reconhecida aos sócios, de ingressar no modo coletivo de gestão dos interesses, inserindo-se na organização social e atuando nos esquemas de cooperação por ela previstos”. Quanto aos terceiros mencionados – valores pessoais do sócio, que se podem traduzir em direitos e deveres mútuos –, estes podem concretizar-se, por exemplo, em direitos parassociais, direito à lealdade e direito ao respeito do estado de sócio.

Por outro lado, de entre os direitos que assistem aos sócios, em geral, e aos acionistas, em particular, iremos apenas focar-nos naqueles que consideramos mais relevantes de um ponto de vista dos objetivos a que nos propomos com esta dissertação e, portanto, aqueles direitos que são assumidos pela lei como o conteúdo essencial dos direitos dos sócios (expresso através do artigo 21.º do CSC), e também que maior relevo têm para o estudo do acionista minoritário, nomeadamente porque preveem mecanismos de tutela das minorias.

Assim, em seguida iremos focar-nos na exposição dos seguintes direitos: o direito a participar no lucro da sociedade, o direito de participação nas deliberações sociais, o direito à informação e o direito a participar nos órgãos da sociedade.

Outros direitos, também eles relevantes, não irão ser abordados nesta secção, pelas razões acima expostas, tais como o direito de preferência na subscrição de aumentos de capital, o direito de disposição da parte social, o direito de preferência na aquisição da parte social e, por fim, o direito de exoneração⁴⁹.

(i) Direito a participar no lucro da sociedade

O primeiro direito acerca do qual aqui falaremos é o direito a participar no lucro da sociedade.

Como ponto preliminar, sabemos que as sociedades comerciais visam o lucro económico. É isso que resulta, desde logo, do artigo 980.º do CC, quando nos apresenta a noção de sociedade⁵⁰, dizendo que “Contrato de sociedade é aquele em que duas ou mais pessoas se obrigam a contribuir com bens ou serviços para o exercício em comum de certa atividade económica, que não seja de mera fruição, **a fim de repartirem os lucros resultantes dessa atividade**”⁵¹.

Por outro lado, o próprio CSC, no seu artigo 21.º, número 1, elenca⁵² logo como o primeiro dos direitos dos sócios o direito a quinhão nos lucros (alínea a)), sendo assim

⁴⁹ Para um aprofundamento destes direitos, vd. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...*, cit., pp. 223 ss.

⁵⁰ Se bem que, como veremos abaixo quando analisarmos o direito dos acionistas a quinhão nos lucros, o entendimento do artigo 980.º do CC enquanto contendo a definição de sociedade não é pacífico, na medida em que novas realidades societárias impõem a sua interpretação e/ou recurso a definições doutrinárias, e não legais, da mesma.

⁵¹ Negrito nosso.

⁵² A enunciação feita por este artigo 21.º, número 1 do CSC é, contudo, meramente exemplificativa, “(...) na medida em que o próprio CSC consagra e disciplina outros direitos sociais (que não devem confundir-se com os direitos especiais – art. 24º) – p. ex., o direito preferencial de subscrição e aumentos de capital ou o direito de exoneração”. Vd. Anotação ao artigo 21.º por MARGARIDA COSTA ANDRADE, in AA.VV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário, volume I (Artigos 1º a 84º)*, Jorge M. Coutinho de Abreu (coord.), IDET (códigos), Almedina, Coimbra, 2010, p. 353.

assumida expressamente a preocupação em garantir aos sócios o seu direito ao lucro da sociedade.

Destes dois preceitos resulta claro, pois, que o direito a quinhoeiro dos lucros é de extrema importância no âmbito da posição jurídica do sócio na sociedade, aparecendo na própria definição de sociedade, constituindo sua característica básica. Vejamos então com maior detalhe, por um lado, as regras basilares que resultam deste direito a quinhoeiro nos lucros e, por outro lado, as suas concretizações no que às sociedades anónimas diz respeito.

Ainda na parte geral do nosso CSC, o artigo 22.º estabelece as regras basilares de participação nos lucros e nas perdas⁵³. Diz-nos o número 1 que “na falta de preceito especial ou convenção em contrário, os sócios participam nos lucros e nas perdas da sociedade segundo a proporção dos valores das respectivas participações no capital”, acrescentando o número 2 que “se o contrato determinar somente a parte de cada sócio nos lucros, presumir-se-á ser a mesma a sua parte nas perdas”.

A regra base que destes dois preceitos podemos tirar é a de que, conforme dali resulta, a parte dos lucros e/ou prejuízos que caberá a cada sócio deverá ser proporcional à participação social que cada um detém na sociedade⁵⁴.

Por outro lado, podemos igualmente inferir da norma *supra* citada que, existindo previsão nos estatutos sociais ou em acordo avulso – por exemplo, acordo parassocial – de diferente distribuição de lucros aos sócios, deverá esta ser aplicada em lugar da regra prevista na lei.

O artigo 22.º, no seu número 3, estabelece ainda uma outra regra de extrema importância: a proibição de pactos leoninos. Diz-nos este preceito que “é nula a cláusula que exclui um sócio da comunhão nos lucros ou que o isente de participar nas perdas da sociedade, salvo o disposto quanto a sócios de indústria”. Esta proibição tem igualmente tratamento, embora de forma autónoma, assumindo um lugar de maior destaque, no nosso Código Civil, cujo artigo 994.º, sob a epígrafe “Pacto leonino”, tem uma redação em quase tudo idêntica à exposta acima do artigo 22.º, número 3 do CSC.

Desta proibição podemos retirar, uma vez mais, a relevância dada a este direito basilar para os sócios das sociedades comerciais. A história por detrás da etimologia e propósitos

⁵³ O dever de quinhoeiro nas perdas, espelho do direito de quinhoeiro nos lucros que ora nos ocupa, será abordado abaixo, no ponto 2.2.2.

⁵⁴ Esta será, portanto, a regra supletiva, conforme nos diz ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades...*, I, cit., p. 645.

desta proibição remontam ao Direito Romano⁵⁵ e, com o passar dos tempos, foi a proibição sendo mantida, embora com certas variações.

Hoje em dia, esta proibição é mantida no nosso CSC, de resto em linha com a linha diretora de outras regras do Direito lusófono que visam acautelar a disposição de bens e/ou direitos para o futuro⁵⁶. A par da proibição dos pactos leoninos, podemos encontrar a proibição da renúncia antecipada de direitos (artigo 809.º do CC) ou o facto de uma doação não poder abranger bens futuros (artigo 942.º, número 1 do CC), que demonstram bem o cuidado do nosso legislador em proteger a pessoa individual de dispor dos seus bens ou direitos antecipadamente e para o futuro, sem qualquer critério⁵⁷. O mesmo se aplica à assunção de obrigações e, como tal, ao dever de quinhonar nas perdas, sobre o qual falaremos mais adiante.

Sendo estas as regras base para compreensão deste direito a quinhonar nos lucros de forma geral, podem existir, contudo, concretizações deste mesmo direito em função do tipo societário em causa.

No que às sociedades anónimas diz respeito, encontramos nos artigos 294.º a 297.º do CSC a disciplina do direito dos acionistas aos lucros, com todas as suas especificidades.

O artigo 294.º, primeiro artigo da Secção IV do Capítulo II (Obrigações e direitos dos acionistas) do CSC, que se intitula especificamente “Direito aos lucros”, começa por estabelecer logo, no seu número 1, uma regra geral pela qual aos acionistas de uma sociedade anónima “não pode deixar de ser distribuída (...) metade do lucro do exercício que, nos termos desta lei, seja distribuível”⁵⁸, exceto se diferente tiver sido estabelecido em cláusula contratual⁵⁹ ou deliberação tomada por maioria de três quartos dos votos correspondentes ao capital social em assembleia geral para o efeito convocada.

⁵⁵ Cfr., por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades...*, I, cit., pp. 646-651.

⁵⁶ Como bem denota ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “os Direitos do Sul, atentas as características psicológicas dos seus patrícios, sabem que há uma permanente tentação de se dar o que (ainda) não se tem e o de assumir, para um futuro indeterminado, obrigações sem critério”. Vd. *Direito das Sociedades...*, I, cit., p. 652.

⁵⁷ Não significa isto que o acionista não possa abdicar de receber os lucros a que tem direito; apenas não o poderá fazer em relação a todos os lucros da sociedade, antes de sequer esse seu direito se tiver verificado. Ou seja, no momento da verificação da existência de lucros (por exemplo, no final de um exercício social da sociedade) o acionista pode abdicar de receber a parte a que tem direito, tal como poderá querer arcar com uma quota parte dos prejuízos verificados em determinado exercício social superior à que lhe seria aplicável. Mas sempre e apenas no momento da verificação da existência desse direito ou obrigação, e nunca sem esse conhecimento.

⁵⁸ Letra do artigo 294.º, número 1 do CSC.

⁵⁹ A referência a “cláusula contratual” presente na lei – de resto, em muitos outros preceitos e não apenas no ora objeto da nossa análise – reconduz-nos, por excelência, ao âmbito dos acordos parassociais, especialmente comuns em grandes sociedades anónimas mas também, por vezes, no âmbito das relações entre sócios de sociedades por quotas. Aspetos do concreto exercício de certos direitos e obrigações dos acionistas, que não se cingem à distribuição dos lucros do exercício, são não raras vezes objeto de regulação em sede de acordo parassocial (cuja regra base se encontra explanada no artigo 17.º do CSC). Sem prejuízo de eventuais

Deste preceito retiramos uma concretização à regra acima explanada no artigo 22.º, número 1, fixando este artigo 294.º, número 1 a medida do direito dos acionistas aos lucros, ainda que de forma supletiva, já que o final do mesmo preceito nos diz que aquela medida será aplicável apenas caso não exista cláusula contratual ou deliberação em sentido contrário.

Se atentarmos na regra supletiva apresentada, podemos observar que a referência é feita ao “lucro do exercício” que seja distribuível nos termos da lei. O lucro do exercício reporta-se sempre ao montante apurado nos documentos contabilísticos da sociedade referentes ao exercício social da sociedade e equivale à diferença entre os ganhos e as perdas, conforme inseridos no balanço.

Por outro lado, nem todos os montantes considerados como lucro do exercício poderão ser distribuídos. Haverá que, em primeiro lugar, determinar qual o lucro distribuível, nos termos do artigo 33.º do CSC, que estabelece os lucros que não podem ser distribuídos e que incluem os lucros necessários para cobrir prejuízos transitórios (primeira parte do artigo 33.º, número 1), para formar ou reconstituir reservas impostas por lei ou pelo contrato de sociedade (segunda parte do mesmo preceito), ou ainda para amortizar as despesas de constituição, de investimento e de desenvolvimento (número 2 do artigo 33.º).

Por outro lado, e embora a regra geral seja, como já vimos, a da distribuição dos lucros do exercício, apurados no final de cada exercício social (o qual normalmente corresponde ao ano civil, não sendo no entanto obrigatório que assim seja), o artigo 297.º do CSC prevê ainda a possibilidade de existência de adiantamento sobre lucros no decurso do exercício social, desde que os estatutos sociais assim o permitam e sejam observadas determinadas regras elencadas no referido preceito, que devem ser preenchidas cumulativamente.

As regras do artigo 297.º, número 1 fazem depender a possibilidade de distribuição adiantada de lucros aos acionistas de decisão do órgão de administração, com consentimento do órgão de fiscalização (alínea a)), bem como da elaboração de um balanço intercalar com a antecedência máxima de 30 dias e certificado pelo ROC (Revisor Oficial de Contas), que demonstre a existência das importâncias disponíveis para os adiantamentos (alínea b)), que seja efetuado um só adiantamento no decurso de cada exercício e sempre na segunda metade

considerações posteriores que faremos sobre os acordos parassociais e a sua importância na regulação das relações entre acionistas de sociedades anónimas – vd. *infra*, ponto 4.2 –, para um maior aprofundamento desta matéria, cfr., por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direitos das Sociedades...*, I, cit., pp. 687 ss.; PAULO CÂMARA, *Acordos parassociais: estrutura e delimitação*, in Estudos em Memória do Prof. J. L. Saldanha Sanches, vol. 2, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 783-818; ADELAIDE MENEZES LEITÃO, *Acordos parassociais e corporate governance*, Estudos em homenagem a Miguel Galvão Teles, vol. 2, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 575-590; HELENA CATARINA SILVA MORAIS, *Acordos Parassociais*, Almedina, Coimbra, 2014.

deste (alínea c)), e ainda que as importâncias a adiantar não excedam metade das que seriam distribuíveis (alínea d)).

Por fim, o número 2 do artigo 297.º acautela ainda potenciais situações de falta de reflexão ou motivações desalinhadas com os interesses da sociedade para distribuição de lucros, estabelecendo que, se os estatutos da sociedade forem alterados para neles ser concedida a autorização prevista no número 1, o primeiro adiantamento apenas pode ser efetuado no exercício seguinte àquele em que ocorrer a alteração contratual.

No âmbito das regras específicas para as sociedades anónimas que regulam o direito abstrato dos acionistas ao lucro, encontramos ainda os artigos 295.º e 296.º, que versam sobre a reserva legal da sociedade.

Estes dois artigos estabelecem, em conjunto, o quadro do regime da reserva legal. O artigo 295.º, por um lado, diz-nos que pelo menos uma vigésima parte dos lucros da sociedade deve ser destinada à constituição da reserva legal – ou à sua reintegração, conforme aplicável – até que a reserva legal atinja a quinta parte do capital social.

Esta regra é parcialmente supletiva, na medida em que a parte final do número 1 do artigo 295.º acrescenta que “no contrato de sociedade podem fixar-se percentagem e montante mínimo mais elevados para a reserva legal”. Dizemos parcialmente porque, como se pode concluir da leitura do preceito transcrito, os estatutos da sociedade apenas poderão fixar limites superiores aos estabelecidos por lei, mas nunca inferiores.

Já o artigo 296.º completa o preceituado no número 1 do artigo 295.º, estabelecendo os fins para os quais a reserva legal constituída pode ser utilizada, de forma taxativa⁶⁰.

O número 2 do artigo 295.º faz um elenco de todos os valores que são considerados ficando sujeitos ao regime da reserva legal, especificando ainda o número 3 o que se deve entender poder incluir-se dentro dos ágios mencionados na alínea a) do número 2 do artigo 295.º.

Com este regime da reserva legal vemos que existe aqui uma limitação ao direito dos acionistas ao lucro da sociedade: nem todo o lucro pode ser distribuído aos acionistas, como já vimos resultar do artigo 33.º do CSC, existindo também a limitação dos montantes que sejam necessários para a constituição da reserva legal da sociedade, cuja constituição ou reintegração, conforme o caso, nunca poderá ser dispensada.

⁶⁰ Vd. anotação ao artigo 296.º do CSC por PAULO DE TARSO DOMINGUES, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, cit., p. 286. Acrescenta ainda a mesma anotação que este artigo deve ser entendido como consagrando “(...) um regime de prioridades imperativo no destino a dar à reserva legal: esta deverá em primeiro lugar servir para a cobertura dos prejuízos do exercício (al. a)), depois para a cobertura dos prejuízos transitados (al. b)) e só, por último, poderá ser destinada à incorporação no capital social (al. c))”.

Tendo ficado exposto, em traços gerais, o regime legal geral e especial no que concerne ao direito dos acionistas ao lucro e suas limitações, cabe contudo ainda fazer algumas muito breves considerações acerca deste direito de forma algo mais abstrata e de aplicações suas em relação a algumas realidades societárias particulares.

Com efeito, temos vindo a falar até agora do direito dos acionistas ao lucro na ótica das sociedades comerciais mais tradicionais. Contudo, existem figuras societárias que, pelas suas características particulares, podem tornar de difícil aplicabilidade aos seus acionistas o direito ao lucro tomado por completo. É o caso, por exemplo, das sociedades não lucrativas, das sociedades “instrumentais” (*special purpose entities* – SPE ou *special purpose vehicles* – SPV), das sociedades vazias (*shell* ou *shelf companies*) e das sociedades gestoras de participações sociais.

Em todos estes casos apresentados, as finalidades com que as sociedades foram criadas tornam difícil a sua recondução a uma ideia de obtenção de lucro, tal como definida no *supra* citado artigo 980.º do CC, o que gera por vezes dúvidas quanto à sua admissibilidade, por um lado, bem como quanto à própria essencialidade da prossecução do lucro pela sociedade, na aceção do artigo 980.º, sendo de entender que estas sociedades são admissíveis à luz do ordenamento jurídico português.

O facto é que o conceito de sociedade estabelecido no texto do artigo 980.º CC não compreende, hoje em dia, todas as realidades societárias. Especificamente em relação ao ponto de que ora nos ocupamos, o elemento teleológico⁶¹ contido no artigo 980.º, segundo o qual as sociedades teriam sempre um fim lucrativo, encontra hoje em dia desvios na realidade societária como os que acima expusemos, tendo a doutrina tentado encontrar formas de interpretar este preceito no sentido de mitigar o escopo lucrativo das sociedades.

Embora alguns Autores defendam posições mais ligadas ao fim lucrativo como elemento essencial do contrato de sociedade⁶², na medida em que o artigo 980.º do CC menciona a

⁶¹ Segundo tradição doutrinária, podemos identificar no artigo 980.º do CC seis elementos essenciais da sociedade (da qual a sociedade comercial seria um subtipo): o elemento contratual, o elemento pessoal, o elemento patrimonial, o elemento formal, a necessidade de exercício comum e o elemento teleológico, que aqui abordamos em maior detalhe. Em relação a todos eles se podem levantar questões relacionadas com a sua incompatibilidade com certas realidades societárias existentes hoje em dia. Por exemplo, sendo de admitir o elemento contratual como um elemento essencial da sociedade, este conflituaria com a existência de sociedades unipessoais por quotas, na medida em que a definição de contrato implica a existência de duas ou mais partes cuja vontade se encontra através da celebração de um contrato. Hoje em dia, qualquer um destes elementos deve ser interpretado de forma a superar estas dificuldades. Para os efeitos aqui previstos, vamo-nos apenas focar no elemento teleológico da sociedade para brevemente expor os desvios a esta ideia de distribuição de lucros pelos sócios.

⁶² Cfr., por todos, RAÚL VENTURA, *Sociedades por Quotas...*, cit., pp. 326 ss.; JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, vol. IV, (Sociedades Comerciais), 1993, pp. 32 ss.; VASCO LOBO XAVIER, *Sociedades Comerciais, Lições ao 4.º ano jurídico*, Coimbra, 1987, pp. 25 ss.; JORGE COUTINHO DE ABREU, *Curso de*

distribuição de lucros, pelo que pelo menos a obtenção de lucro direto teria de ser sempre um elemento essencial da sociedade comercial, a tendência para a maioria da doutrina é a de não considerar o fim lucrativo da sociedade como elemento essencial do contrato de sociedade, interpretando alguns deles este elemento de uma forma mais ampla, devendo então este elemento lucrativo ser entendido no sentido de dever existir na sociedade a prossecução de uma atividade económica que poderá gerar, ou não, um lucro direto⁶³⁻⁶⁴.

Por outro lado, este artigo 980.º do CC dá-nos o conceito de sociedade, mas no seu confronto com figuras conexas à sociedade tal como entendida aí, como seja por exemplo o caso da sociedade comercial, é perceptível que ficaríamos sempre aquém do conceito de sociedade comercial, figura conexas à sociedade tal como entendida no nosso Código Civil⁶⁵. Assim, diversos Autores têm admitido que o artigo 980.º do CC não é apto a definir o conceito de sociedade comercial, defendendo alguns destes que a sociedade comercial não será uma espécie ou subtipo de sociedade, correspondendo aquele artigo apenas à definição de sociedade⁶⁶.

Não podemos deixar de concordar com esta posição, na medida em que o disposto no artigo 980.º do CC oferece-nos apenas uma definição genérica do conceito de “contrato de

Direito Comercial..., cit., pp. 14 ss.; MIGUEL J. A. PUPO CORREIA, *Direito Comercial* (colab. António J. Tomás e Octávio Castelo Paulo), 10ª edição, Ediforum, 2007, pp. 127 ss.; CASSIANO DOS SANTOS, *O Direito aos Lucros no Código das Sociedades Comerciais (à luz de 15 anos de vigência)*, Problemas do Direito das Sociedades, Almedina, Coimbra, 2002, pp. 184 e ss.

⁶³ Neste sentido, cfr., por todos, ANTÓNIO FERRER CORREIA, *Lições de Direito Comercial*, Reimpressão, Lex – Edições Jurídicas, 1994, pp. 213 ss.; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades...*, I., cit., p. 290; PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...*, cit., pp. 15 ss.; RUI PINTO DUARTE, *Escritos sobre Direito das Sociedades*, Coimbra, 2008, pp. 51 e 52; PINTO FURTADO, *Curso de Direito das Sociedades*, 5ª edição (colab. Nelson Rocha), Almedina, Coimbra, 2004, pp.138 ss.; BRITO CORREIA, *Direito Comercial*, vol. II, AAFDL, 1989, pp. 29 ss.; FÁTIMA GOMES, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 83 ss.

⁶⁴ Alguns Autores, como PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, vão mais longe, defendendo que o artigo 980.º do CC não tem, na verdade, “(...) o papel de conceito geral abstrato de sociedade em geral ao qual devam ser subsumidos, como sociedades em especial, todos os diversos tipos de sociedades comerciais”. Acrescenta este Autor que “a definição de sociedade inscrita no artigo 980.º do Código Civil é, em nossa opinião, privativa e exclusiva das sociedades civis simples, cuja regulação está nos artigos subsequentes do Código Civil”. Vd. *A Participação...*, cit., p. 30.

⁶⁵ Com efeito, o nosso CSC não apresenta uma definição de sociedade comercial, apenas mencionando no seu artigo 1.º, número 2 que “são sociedades comerciais aquelas que tenham por objeto a prática de atos de comércio (...)”. Na medida em que não existe qualquer outra regra de Direito Comercial a este respeito, e aplicando-se subsidiariamente o Código Civil – artigo 2.º do CSC – a maioria da doutrina entende então que a sociedade comercial constitui um subtipo do tipo geral sociedade, cuja definição encontramos no artigo 980.º do CC, já aqui analisado. É neste sentido que nos temos referido ao artigo 980.º do CC como regra base para a compreensão do conceito de sociedade, muito embora, como já tivemos oportunidade de ver, esta definição não seja perfeita, merecendo um exercício de interpretação ampla e recurso à doutrina para a sua compreensão. Acerca deste tema, cfr., por todos, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial...*, cit., pp. 13 ss.; PINTO FURTADO, *Curso de Direito...*, cit., p. 93; PUPO CORREIA, *Direito Comercial...*, cit., pp. 116 e 117.

⁶⁶ Neste sentido, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 95 ss.; RUI PINTO DUARTE e JOSÉ ANTÓNIO PINTO RIBEIRO, *Dos Agrupamentos Complementares de Empresas*, Cadernos de Ciência e Técnica Fiscal, 1980, pp. 27 ss., em nota de rodapé.

sociedade”⁶⁷, de resto baseada em princípios bastante genéricos e, em certos casos, desajustados em função dos vários tipos de sociedade que encontramos no nosso ordenamento jurídico. Assim, e embora seja possível reconduzir os elementos essenciais das sociedades para o conceito de sociedade comercial, estes sempre deverão ser sujeitos a um exercício interpretativo de acordo com a realidade específica das sociedades comerciais. Isto é tão mais certo quanto existam sociedades, como as que acima nos referimos, cujo escopo lucrativo direto é bastante mitigado ou inexistente.

Isto dito, e embora não nos seja possível nesta sede entrar numa análise mais detalhada dos tipos de sociedades não lucrativas mencionadas acima, diremos que estas levantam questões bastante relevantes, nomeadamente ao nível da sua natureza e subsunção a um tipo societário, mas também especificamente no que diz respeito ao modo como deve ser entendido o direito aos lucros dos sócios nestas sociedades⁶⁸. Será tema a debater, certamente, em sede autónoma, com todos os aspetos que devem ser considerados a este respeito.

(ii) Direito de participação nas deliberações sociais

O segundo direito sobre o qual nos deteremos brevemente é o direito de participar nas deliberações sociais.

Este direito encontra-se consagrado, desde logo e à semelhança do que atrás sucedia para o direito de participar nos lucros, no artigo 21.º, número 1, do CSC, desta feita na sua alínea b), que nos diz que todos os sócios têm direito “a participar nas deliberações de sócios, sem prejuízo das restrições previstas na lei”. Veremos abaixo em que medida pode este direito ser exercido e quais as suas restrições.

De um modo geral, a vontade da sociedade em termos da sua gestão e administração, seja em relação a temas de gestão diária ou estruturantes do funcionamento da sociedade, é formada através de deliberações. Estas deliberações podem ser tomadas pelos sócios, reunidos em assembleia, ou pelo órgão de gestão e/ou administração da sociedade, nos casos em que estes existam.

Na parte que aqui nos ocupa, a deliberação dos sócios de determinada sociedade pode ser definida como “(...) um ato coletivo formado por uma pluralidade de atos jurídicos

⁶⁷ PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA referem, precisamente, que o artigo 980.º do CC apenas oferece uma definição de contrato de sociedade, mas não o conceito de sociedade em si. Vd. *Código Civil Anotado*, vol. II, reimpressão da 4.ª edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2010, p. 285.

⁶⁸ Sobre sociedades não lucrativas e o direito dos sócios aos lucros nestas, cfr. JOÃO MIGUEL ASCENSO, *As sociedades não lucrativas. Breve análise do direito dos sócios aos lucros*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano 3, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 811-856.

unitários – os votos – que são imputáveis à autoria de cada um dos sócios”⁶⁹. Depois de expressada a vontade de cada sócio, forma-se a deliberação da sociedade, “(...) ato jurídico unitário, embora complexo, imputável à autoria da sociedade”⁷⁰.

Nesta sede, e embora considerações de diversa natureza se possam fazer acerca das deliberações enquanto expressão de uma vontade coletiva – ou não – e a sua importância a vários níveis para além do Direito, vamos apenas debruçar-nos sobre o papel do acionista da sociedade anónima na deliberação e o seu direito de participação na mesma.

Em primeiro lugar, e como ponto prévio, o número 1 do artigo 53.º do CSC, ainda na parte geral deste, diz-nos que “as deliberações dos sócios só podem ser tomadas por alguma das formas admitidas por lei para cada tipo de sociedade”. Quer isto dizer que os sócios apenas podem deliberar dentro das estruturas orgânicas previstas para cada tipo de sociedade, o que não implica, contudo, que não possam votar da “forma” que se afigurar mais adequada a cada sociedade (por escrito, braços levantados, etc.)⁷¹.

O procedimento deliberativo específico para a tomada de deliberações em assembleia geral de sócios encontra-se previsto para as sociedades anónimas, nos artigos 373.º a 389.º do CSC, sem prejuízo da aplicação das normas da parte geral do CSC quando seja necessário.

O artigo 373.º, número 1 do CSC estabelece desde logo que os acionistas podem deliberar nos termos do artigo 54.º (em assembleia geral universal e deliberação unânime por escrito) ou em assembleias gerais regularmente convocadas e reunidas. Os artigos seguintes discorrem acerca das várias formalidades e regras a observar no que diz respeito a este último tipo de procedimento.

O nosso intuito, contudo, é apenas o de analisar brevemente o direito que ao acionista assiste, no âmbito do processo deliberativo previsto, no que concerne à sua participação em deliberações sociais. Como tal, os trâmites procedimentais das reuniões e deliberação em si não serão aqui abordados exaustivamente⁷².

No que diz respeito especificamente ao direito de participação do acionista na deliberação, este manifesta-se a vários níveis: desde a convocação da assembleia geral e inclusão de assuntos na ordem de trabalhos, à participação na assembleia, à representação de

⁶⁹ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...*, cit., p. 112.

⁷⁰ *Ibidem*, p. 112.

⁷¹ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades...*, I, cit., p. 747.

⁷² Para uma abordagem destes procedimentos, cfr., por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades...*, I, cit., pp. 748-751.

acionistas, passando também por matérias relacionadas com o exercício do voto, limites de participação e impugnação de deliberações⁷³.

Porque o foco do nosso estudo não é a análise aprofundada destes direitos, sem prejuízo das largas considerações que poderíamos tecer sobre os mesmos, aqui iremos focar-nos apenas em expor brevemente os afloramentos do direito de participação nas deliberações que se nos apresentam como mais pertinentes para os nossos fins: o direito de requerer a convocação da assembleia geral e de incluir assuntos na ordem de trabalhos de assembleias já convocadas; a limitação a uma participação social mínima para participação na assembleia; a unidade do voto; e os limites máximos de participação.

Quanto ao primeiro afloramento mencionado, resulta do artigo 375.º, números 2 a 7, do CSC, a possibilidade dos acionistas que sejam titulares de, pelo menos, 5% do capital social⁷⁴, requererem a convocação de assembleia geral. Este pedido deve ser feito por escrito e dirigido ao presidente da mesa da assembleia geral (número 3 do artigo 375.º) com indicação dos assuntos a incluir na ordem de trabalhos, devendo a convocatória ser publicada nos 15 dias seguintes à receção do requerimento e a assembleia geral reunida antes de decorridos 45 dias a contar da publicação da convocatória.

Do mesmo modo, acionistas que detenham, pelo menos, 5% do capital social podem também requerer que na ordem do dia de uma assembleia geral convocada ou a convocar sejam incluídos determinados assuntos, diz-nos o artigo 378.º, número 1. Este requerimento deve ser dirigido, por escrito, ao presidente da mesa da assembleia geral nos cinco dias seguintes à última publicação da convocatória respetiva (número 2), devendo os assuntos incluídos na ordem do dia ser comunicados aos restantes acionistas pela mesma forma utilizada para a convocação até 5 ou 10 dias antes da assembleia, conforme se trate de carta registada ou de publicação (número 3).

Estes dois aspetos do direito de participação na assembleia geral, que se revelam num momento prévio à efetiva realização da assembleia geral, demonstram por um lado a preocupação do legislador em proteger acionistas com participações menores no capital social ao estabelecer uma percentagem de capital social mais baixa para a possibilidade de requerimento da convocação de assembleia geral. Assim, está por um lado a garantir que acionistas com participações mais baixas no capital social também têm uma garantia de

⁷³ Seguimos aqui de perto a enumeração feita por PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...*, cit., pp. 112 ss., que analisa em detalhe cada um dos direitos – ou poderes, terminologia que prefere utilizar – inerentes a este direito de participação nas deliberações sociais.

⁷⁴ Nas sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, este direito é atribuído a sócio(s) possuidor(es) de ações correspondentes a 2% ou mais do capital social, conforme estabelecido no artigo 23.º-A, número 1 do CVM.

acesso à realização de assembleias gerais, bem como às matérias a serem discutidas em sede de assembleia geral. Este aspeto é especialmente importante quando estejamos perante sociedades cujo capital social se encontra muito concentrado num número menor de acionistas, apelando assim ao interesse dos minoritários na vida e gestão da sociedade.

Por outro lado, em sociedades cujo capital social se encontre mais disperso, não será difícil encontrarmos acionistas que, individualmente, não detêm pelo menos 5% do capital social. Quanto a estes, não nos parece justo excluí-los da participação na assembleia geral, perpetuando assim o desinteresse generalizado dos acionistas minoritários no governo da sociedade onde detêm uma participação, embora traga óbvios inconvenientes – desde logo, burocráticos e logísticos – permitir genericamente a possibilidade de requerimento de convocação de assembleia geral e adição de pontos à ordem de trabalhos a qualquer acionista, por muito minoritária que seja a sua participação.

Parece-nos, assim, ser de interpretar o número 2 do artigo 375.º do CSC no sentido de permitir a acionistas que, em conjunto, atinjam 5% do capital social a possibilidade de exercer os direitos atribuídos pelos artigos 375.º e 378.º, de resto à semelhança do que já sucede com o artigo 291.º, número 1 do CSC com o direito coletivo à informação⁷⁵.

Já no que diz respeito à limitação a uma participação social mínima para participação na assembleia, esta constitui uma restrição ao direito de participar nas deliberações de sócios, em linha com o que já no artigo 21.º, número 1, alínea b) se estabelecia quanto à existência de restrições a este direito.

O artigo 379.º, número 1 do CSC estabelece que “têm o direito de estar presentes na assembleia geral e aí discutir e votar os acionistas que, segundo a lei e o contrato, tiverem direito a, pelo menos, um voto”. Esta regra, que de resto assume um desvio perante o princípio geral de que a participação abrangeria a assistência, discussão e voto⁷⁶, conforme sucede nos restantes tipos legais conhecidos, encontra o seu grande apoio e justificação na estrutura de uma assembleia geral de uma grande sociedade anónima.

Com efeito, as grandes sociedades anónimas possuem um capital social muito disperso, com um grande número de participações minoritárias; uma assembleia geral que reunisse todos os acionistas, por menor que fosse a sua participação social na sociedade, seria

⁷⁵ Vd. infra, as nossas considerações quanto ao direito à informação.

⁷⁶ CARLOS OLAVO, *Deveres e Direitos dos Sócios nas Sociedades por Quotas e Anónimas*, Estruturas Jurídicas da Empresa, AAFDL, Lisboa, 1989, p. 70.

impraticável, o que justifica a escolha do legislador em limitar a participação dos acionistas àqueles que sejam detentores de, pelo menos, um voto⁷⁷.

Assim, este tipo de limitação apenas se aplica às assembleias gerais de sociedades anónimas, por apenas nestas podermos dizer que existe uma indeterminação do número de acionistas e suas participações no capital social⁷⁸. O que esta regra e esta afirmação parecem não ter em conta é que muitas sociedades anónimas não têm o capital social disperso de tal forma que não seria possível determinar o número de acionistas e as suas participações: embora aplicável a grandes sociedades anónimas e, em especial, a sociedades cujo capital social é aberto a subscrição do público, existem outras sociedades anónimas que, embora possuam acionistas minoritários (e, em última instância, acionistas cuja participação não lhes garantiria, por lei, o direito de estarem presentes em assembleia geral e aí discutirem e votar), estes estão claramente identificados e podem até ter um interesse considerável em fazer parte das assembleias gerais.

Nestas situações, uma solução será a de estabelecer nos estatutos sociais qual o mínimo de participação admissível: o artigo 379.º, número 1 permite que sejam os estatutos sociais a estabelecer a limitação, aplicando-se aí então a exigência de uma maioria qualificada para aprovação da alteração aos estatutos sociais (que é de dois terços dos votos emitidos nas sociedades anónimas, diz-nos o artigo 386.º, número 3), caso a limitação não estivesse já originariamente prevista no contrato de sociedade. Para que a assembleia geral possa deliberar sobre esta alteração em primeira convocação, será necessário que estejam presentes acionistas que detenham, pelo menos, ações correspondentes a um terço do capital social (artigo 383.º, número 2), podendo em segunda convocação deliberar seja qual for o número de acionistas presentes ou representados e o capital por eles representado (artigo 383.º, número 3).

Isto exposto, chegamos à conclusão que os acionistas minoritários ficam, também aqui, numa situação de desigualdade em relação aos acionistas majoritários. Embora esta diferenciação de tratamento possa ser justificada pela natureza das coisas, o facto é que trará situações de desequilíbrio acionista em sociedades anónimas cuja estrutura acionista seja mais facilmente identificável. Acresce que, querendo os acionistas majoritários excluir algum ou alguns acionistas do poder decisório em assembleia geral, poderão votar a alteração aos estatutos sociais da sociedade de forma a excluir, através da limitação a um

⁷⁷ Neste sentido, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...*, cit., p. 120.

⁷⁸ *Ibidem*, p. 120.

mínimo de participação, certos acionistas da assembleia geral⁷⁹. Encontramos aqui, portanto, uma matéria em que os acionistas minoritários se encontrarão em clara desvantagem em relação aos acionistas majoritários, sendo necessário, eventualmente, encontrar vias alternativas para que a sua participação ativa na sociedade – sendo esse o seu intuito – consiga ser assegurada⁸⁰.

Outro dos afloramentos do direito de participação nas deliberações é o da unidade do voto.

O artigo 385.º do CSC, sob a epígrafe “Unidade de voto”, estabelece a regra de que o acionista que disponha de mais de um voto apenas pode votar num único sentido com todos os seus votos, não podendo, portanto, fracionar os seus votos para votar em sentidos diversos sobre a mesma proposta ou para deixar de votar com todas as suas ações providas de direito de voto (número 1 do artigo 385.º).

Assim, embora seja entendido que o acionista pode deter mais do que um voto consoante o número de ações que detenha no capital social de uma sociedade anónima, a lei estabelece expressamente uma obrigatoriedade de utilizar todos os seus votos num só sentido, ou seja, expressando a sua vontade de forma única. Por outro lado, pode o acionista votar em sentidos divergentes apenas se estiver em representação de outros acionistas, votando em sentidos diversos com as suas ações e as dos seus representados que tenham dado instruções para votar em sentido não coincidente com o seu, aplicando-se este mesmo princípio ao exercício do direito de voto como usufrutuário, credor pignoratício ou representante de titulares de ações, bem como a representantes de uma associação ou sociedade cujos sócios tenham deliberado votar em sentidos diversos (artigo 385.º, números 2 e 3).

Esta proibição de utilização de vários votos em sentidos diversos pelo acionista que os detenha torna-se mais clara ainda pelo estabelecido no artigo 384.º, número 5, que proíbe expressamente que seja estabelecido no contrato – de sociedade, entendemos – o voto plural.

⁷⁹ A lei permite limitar o mínimo exigido de participação social para discutir e votar em assembleia geral, mas não a exclusão especificamente de um ou alguns acionistas, conforme nos diz o artigo 384.º, número 3 em relação à possibilidade de limitação máxima para votação em assembleia geral.

⁸⁰ Uma forma de o fazer poderá ser através da participação agrupada. Aos acionistas sem direito de voto é permitido, desde que os estatutos sociais assim o prevejam, a assistências às assembleias gerais (artigo 379.º, número 2). O artigo 379.º, número 5 permite ainda que, sempre que os estatutos sociais exijam a posse de um certo número de ações para conferir voto, “(...) poderão os acionistas possuidores de menor número de ações agrupar-se de forma a completarem o número exigido ou um número superior e fazer-se representar por um dos agrupados”. Embora a solução não seja ideal, já que a vontade dos acionistas agrupados terá de ser sempre apenas uma aquando da votação, não permitindo assim que cada acionista expresse a sua vontade individual, esta solução poderá dar, ainda assim, mais algum conforto ao acionista minoritário que se sinta completamente deslocado do poder decisório da sociedade onde detém uma participação. Convém sublinhar, contudo, que esta regra apenas se aplica caso os estatutos sociais da sociedade assim o prevejam, o que significa que os acionistas majoritários que pretendam excluir por completo um certo grupo de minoritários das decisões da assembleia geral poderão sempre votar a alteração dos estatutos.

Assim, nem pela lei, nem por vontade das partes, parece poder ser de admitir que certo acionista faça uso dos seus vários votos, que detém em razão das várias ações que possui, em sentidos diversos numa só deliberação.

Mas o nosso CSC refere-se ainda ao voto plural nas suas disposições finais e transitórias, estabelecendo no artigo 531.º, número 1 que os direitos de voto plural que tenham sido constituídos legalmente antes da entrada em vigor do CSC mantêm-se, podendo, no entanto, ser extintos ou limitados por deliberação dos sócios (para a qual é exigida a mesma maioria que para a alteração dos estatutos, i.e., dois terços dos votos emitidos), sem necessidade de consentimento dos acionistas titulares desses direitos (número 2 do artigo 531.º). Esta última regra constitui, de resto, um desvio à regra dos direitos especiais prevista no artigo 24.º, número 5, segundo a qual não podem direitos especiais ser suprimidos ou coartados sem consentimento do respetivo titular.

Podemos, com isto, concluir que a temática do voto plural foi alvo de um certo cuidado pelo nosso legislador, estabelecendo de forma imperativa a sua proibição, porventura em virtude de uma maior proteção dos acionistas que detêm um menor número de ações e evitando assim exercícios de direito de voto complexos e que trariam consequências difíceis de descortinar em caso de conflito. Contudo, foi o nosso legislador cuidadoso também no respeito pela autonomia privada das partes ao estabelecer uma regra transitória de manutenção dos votos plurais constituídos legalmente antes da entrada em vigor do atual CSC. A regra continua a ser, porém, a proibição do voto plural, pelo menos no que às sociedades anónimas “clássicas” diz respeito⁸¹.

Por último, uma nota breve a um outro afloramento do direito do acionista a participar nas deliberações: os limites máximos de participação.

Este último aspeto de que vamos brevemente falar traz, à semelhança do que acima falámos a respeito da proibição do voto plural, alguma proteção aos acionistas minoritários de uma sociedade anónima. Desta feita, permite a lei que os estatutos sociais da sociedade estabeleçam um limite máximo de votos a partir dos quais os mesmos já não serão contados, desde que emitidos por um só acionista, em nome próprio ou também como representante de outro – é o que nos diz o artigo 384.º, número 2, alínea b).

⁸¹ Podendo ser já discutida a sua admissibilidade no que diz respeito a sociedades anónimas cotadas. Para um aprofundamento sobre este tema e as várias questões em ponderação, vd. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano 7, número 2, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 435-470.

Não sendo esta possibilidade, de todo, um desvio à tradição legislativa histórica das sociedades comerciais em Portugal⁸², é de notar aqui uma intenção clara de proteção dos acionistas minoritários contra acionistas que detêm grandes participações na sociedade anónima, tentando evitar assim o risco de não existir um peso real do voto do acionista minoritário na deliberação. As sociedades anónimas que adotarem este tipo de limitação nos seus estatutos sociais serão consideradas, portanto, “(...) relativamente menos capitalistas do que as demais”⁸³.

Em suma, encontramos neste direito do acionista de participação nas deliberações vários afloramentos, dos quais alguns se destacam por prezarem já pela proteção dos acionistas minoritários. Esta é apenas mais uma prova que demonstra que a lei reconhece a fragilidade muitas vezes verificada na posição do acionista minoritário no seio da sociedade anónima, tentando encontrar mecanismos que permitam que este tenha interesse em participar na condução dos negócios da sociedade e sinta que este seu interesse se reflete efetivamente em vários aspetos societários.

(iii) Direito à informação

O direito geral à informação surge no CSC no artigo 21.º, número 1, alínea c), que consagra o direito dos sócios a obter informações sobre a vida da sociedade, nos termos da lei e dos estatutos sociais. Este direito dos sócios é irrenunciável e inderrogável⁸⁴ e, como o final da alínea evidencia, é uma norma de enquadramento⁸⁵, que carece de posterior definição pelo contrato de sociedade ou pelo regime legal de cada tipo societário, tendo um carácter fragmentário⁸⁶. Para o que aqui nos interessa, este direito é concretizado, no que toca às sociedades anónimas, nos artigos 288.º a 293.º do CSC.

Os artigos 288.º a 291.º tratam, cada um, de uma classificação de informação em função do acesso: assim, a informação pública engloba o registo comercial e publicações; a informação reservada só a sócios está prevista no artigo 288.º (direito mínimo à informação) e no artigo 289.º (informações preparatórias da assembleia geral); a informação qualificada

⁸² Vd. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...*, cit., pp. 136-138.

⁸³ *Ibidem*, p. 138.

⁸⁴ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais...*, cit., p. 144.

⁸⁵ PEDRO BARRAMBANA SANTOS, *O direito do acionista à informação nas sociedades em relação de domínio total: a posição dos sócios da sociedade-mãe*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano 6, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 151-212, em especial p. 160.

⁸⁶ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais...*, cit., p. 144.

encontra-se presente no direito coletivo à informação do artigo 291.º e, por fim, a informação secreta, que pode ser recusada, concretiza-se no número 4 do artigo 291.º⁸⁷.

Falaremos aqui apenas de alguns aspetos referentes aos tipos de informação previstos no CSC, que entendemos terem importância. Vejamos, em traços gerais, em que consiste o regime do direito à informação, com recurso à distinção entre informação direta espontânea – em que se incluem as informações preparatórias da Assembleia Geral do artigo 289.º - e a informação direta provocada, onde encontramos os artigos 288.º, 290.º e 291.º⁸⁸, por motivos de simplicidade de exposição.

Começando pelos casos de informação direta provocada, encontramos como sujeitos ativos dos artigos 288.º, 290.º e 291.º os acionistas da sociedade, que têm ao seu dispor nestes preceitos a faculdade de: i) consultar na sede da sociedade, alegando motivo justificado e desde que possuam ações correspondentes a, pelo menos, 1% do capital social, as informações a que correspondem as alíneas do número 1 do artigo 288.º, de acordo com os trâmites dos restantes números do mesmo artigo, traduzindo-se este mecanismo no direito mínimo à informação; ii) quando a sua participação social atinja pelo menos 10% do capital social, “(...) solicitar, por escrito, ao conselho de administração ou ao conselho de administração executivo que lhes sejam prestadas, também por escrito, informações sobre assuntos sociais” (artigo 291.º) – é o chamado direito coletivo à informação; e iii) requerer, em sede de assembleia geral, que lhe sejam prestadas informações verdadeiras, completas e elucidativas sobre os assuntos sujeitos a deliberação, conforme disposto no artigo 290.º.

Podemos observar, do sumário feito acima, que nos casos mencionados em i) e ii) a lei sujeita a possibilidade de solicitar informação a uma percentagem mínima de participação no capital social da sociedade: no caso do direito mínimo à informação, essa percentagem é de 1% do capital social e, no caso do direito coletivo à informação, de 10% do capital social. Encontramos desde logo, portanto, nestes dois regimes de acesso à informação, limitações a

⁸⁷ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, anotação ao art. 288.º, em AA.VV., *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (coord. António Menezes Cordeiro), 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011, p. 825.

⁸⁸ Esta divisão é proposta por SOFIA RIBEIRO BRANCO, que distingue entre a informação obtida pelos acionistas de forma reflexa ou indireta, a informação direta espontânea e a informação direta provocada. Diz-nos a Autora que “(...) se nos casos de informação reflexa ou direta espontânea a obrigação de prestação de informação nasce nos momentos definidos pelo legislador e pré-determinados para ser cumprida em certas fases da sociedade (vide as informações preparatórias da Assembleia Geral ou as informações a prestar previamente ao lançamento de uma oferta pública de aquisição), sem qualquer impulso do acionista, no caso da informação direta provocada, até o acionista decidir se exerce ou não o direito nenhuma obrigação de informação recai sobre a sociedade”. Acrescenta ainda que a última forma de informação é a que verdadeiramente constitui o direito do acionista à informação: “(...) apesar de podermos falar do direito do acionista à informação quer no caso da informação direta provocada quer no caso da informação direta espontânea, o primeiro parece-nos tutelar mais fortemente ou, pelo menos, mais diretamente, o sócio”. Vd. SOFIA RIBEIRO BRANCO, *O Direito dos Acionistas à Informação: o mesmo direito 20 anos depois?*, Almedina, Coimbra, 2008, p. 311 (para a primeira citação) e 277 (em relação à segunda citação).

acionistas que não detenham as percentagens mínimas exigidas, ou seja, acionistas minoritários. Pergunta-se, então, se existirá alguma forma de proteção dos acionistas cujas participações ficam aquém das mencionadas acima, de modo a que possam exercer o seu direito à informação ou se, por outra, a esses ficam apenas os outros mecanismos previstos no CSC.

Por um lado, no que diz respeito ao direito coletivo à informação⁸⁹, a exigência de titularidade de participação social correspondente a 10% do capital social da sociedade pode verificar-se num só acionista ou num conjunto de acionistas que, somadas todas as suas participações sociais, atinjam um total de 10% do capital social – e daí poder considerar-se enganadora a expressão “direito coletivo à informação”. Assim, mesmo os acionistas minoritários ficarão protegidos até certa medida – ainda que não exista uma total via de acesso individual a este direito –, já que poderão unir-se a outros acionistas de modo a atingir este mínimo necessário ao requerimento de informação.

Neste sentido, o que distingue esta modalidade de direito à informação das outras não é o facto de apenas acionistas que, sozinhos ou em conjunto, atinjam 10% do capital social poderem fazer uso desse direito; de acordo com o artigo 291.º, número 7, a informação requerida por esses acionistas estará à disposição de todos os outros acionistas. A particularidade deste regime centra-se sim, por um lado, no facto de essa disponibilização de informação depender de uma decisão prévia de a requerer por parte do acionista – ou acionistas – qualificado(s) e, por outro, por ser um direito com carácter permanente, a que os acionistas podem recorrer a todo o tempo, sendo a sua concretização potestativa⁹⁰.

Por outro lado, o mecanismo de obtenção de informação previsto no artigo 288.º - o chamado direito mínimo à informação – suscita já outro tipo de discussão no que concerne à sua restrição de acesso a acionistas que detenham, pelo menos, 1% do capital social.

A pergunta que se coloca nesta sede é, portanto, se esta exigência de uma participação social qualificada implica que só um único acionista titular de ações correspondentes a, pelo menos, 1% do capital social possa recorrer ao mecanismo de obtenção de informação previsto no artigo 288.º, ou se se deve admitir que vários acionistas cuja participação social seja inferior à exigida mas que, juntos, a atinjam o possam fazer de modo a ter acesso a essa mesma informação, à semelhança do que sucede no direito coletivo à informação previsto no artigo 291.º.

⁸⁹ Expressão que RAÚL VENTURA considera ser enganadora, por não ser um direito de exercício coletivo, necessariamente, como veremos abaixo. Vd. *Novos Estudos sobre Sociedades Anónimas e Sociedades em Nome Coletivo – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1994, p. 147.

⁹⁰ MENEZES CORDEIRO, anotação ao artigo 291.º, em AA.VV., *Código...*, cit., p. 834.

A resposta a esta questão deve ser necessariamente a de admitir a segunda hipótese. Por um lado, nada na letra do artigo 288.º, número 1 nos leva a crer, de forma definitiva, que o direito deva ser exercido por um único acionista, ainda que o preceito se refira a este no singular, por oposição ao que sucede no artigo 291.º, número 1⁹¹. Aliás, seguindo essa lógica, teríamos de concluir que um único acionista que possua uma participação social correspondente a 10% do capital social não pode exercer o direito previsto nesse artigo 291.º, número 1, por se referir a acionistas no plural⁹², o que não é o caso, conforme ficou exposto acima, em relação ao direito coletivo à informação. Por outro lado, o escopo da norma parece-nos ser o de garantir que os acionistas tenham a oportunidade de se manterem a par da vida e gestão corrente da sociedade onde detêm uma participação social. A introdução da exigência de uma participação qualificada para o fazerem⁹³ parece ter sido feita numa lógica de evitar que todo e qualquer acionista tentasse consultar as informações na sede da sociedade, sobrecarregando o serviço disponibilizado. Mas o facto de vários acionistas se juntarem em prol do acesso a tal informação não põe em causa este serviço, na medida em que a informação apenas será consultada uma vez, eventualmente por um representante desses acionistas⁹⁴. Mais, o número 4 do artigo 288.º permite que os elementos referidos nas alíneas a) e d) do número 1 sejam enviados por *e-mail* aos acionistas que reúnam as condições prescritas no número 1 ou divulgadas no sítio na Internet da sociedade, caso o tenha⁹⁵, o que facilita ainda mais o acesso.

Assim, à semelhança do que já muitos Autores têm vindo a defender⁹⁶, cremos que não faz sentido restringir o exercício do direito mínimo à informação⁹⁷ a um único acionista qualificado, podendo um agrupamento de acionistas cujas participações sociais atinjam o 1% do capital social requerido aceder aos elementos que o artigo 288.º individualiza. Caso

⁹¹ Um dos argumentos invocados pela doutrina que recusa o agrupamento de acionistas para o exercício deste direito. Cfr, por todos, CARLOS PINHEIRO TORRES, *O direito à informação nas sociedades comerciais*, Coimbra, Almedina, 1998, p. 191 e ARMANDO TRIUNFANTE, *A tutela das minorias nas sociedades anónimas – direitos individuais*, Coimbra, Almedina, 2004, p. 59.

⁹² Assim, RAÚL VENTURA, *Novos Estudos...*, cit., p. 135.

⁹³ Introduzida em 1987, através do Decreto-Lei n.º 280/87, de 8 de julho. A versão originária deste n.º 1 permitia a “qualquer acionista” consultar – ou exigir que lhe fossem facultados – as informações.

⁹⁴ No mesmo sentido, PEDRO BARRAMBANA SANTOS, *O direito do acionista...*, cit., p. 176.

⁹⁵ O que é obrigatório no caso das sociedades abertas, nos termos do artigo 3.º-A do Regulamento n.º 7/2001 da CMVM, de 12 de dezembro.

⁹⁶ Cf. Por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, anotação ao artigo 288.º, em AA.VV., *Código...*, cit., p. 825; SOFIA RIBEIRO BRANCO, *O Direito...*, cit., p. 329; RAÚL VENTURA, *Novos Estudos...*, cit., p. 135; PEDRO BARRAMBANA SANTOS, *O direito...*, cit., pp. 175-176.

⁹⁷ RAÚL VENTURA critica mesmo a designação deste direito como um direito *mínimo* à informação, que segundo o Autor “(...) *pode criar a ideia de que só este direito é garantido pela lei como inderrogável pelo contrato – ideia errada (...)*”. Segundo o Autor, preferível seria a designação de direito *permanente* à informação. Cfr. *Novos Estudos...*, cit., p. 135.

contrário estaríamos, a nosso ver, perante uma restrição desnecessária a um direito do acionista, que se veria impedido de tomar conhecimento do dia-a-dia da sociedade onde investiu, ainda que a sua participação corresponda apenas a uma pequena percentagem do capital social⁹⁸⁻⁹⁹.

Quanto à modalidade referida no ponto iii) acima, esta é de exercício ocasional, por só ser possível no decorrer de uma Assembleia Geral de acionistas. É também um direito que deve ser exercido, no nosso entendimento, preferencialmente de forma verbal, tanto do lado de quem formula o pedido como do lado de quem tem de responder, por ser a forma mais célere, direta e a que mais se coaduna com o ambiente de Assembleia Geral¹⁰⁰.

No que concerne aos sujeitos ativos, o número 1 do artigo 290.º apenas se refere ao acionista, o que desde logo nos diz que não existe neste caso, ao contrário do que sucede com o acima analisado direito mínimo à informação, uma participação social mínima exigida aos acionistas para exercerem este direito em sede de assembleia geral. No entanto, não é líquido que todo e qualquer acionista possa exercer este direito. Por um lado, o direito previsto neste artigo depende, obviamente, da presença do acionista na assembleia geral. Mas nem todos os acionistas que estão presentes estão autorizados a participar. Assim, a

⁹⁸ Este aspeto tem sido inclusivamente criticado na doutrina, pois 1% do capital social pode representar um pequeno investimento numa pequena sociedade anónima, mas um investimento considerável numa grande sociedade anónima. SOFIA RIBEIRO BRANCO tece críticas a este respeito, exemplificando com o acionista que, sendo titular de ações correspondentes a 0,9% do capital social de uma sociedade cujo capital social é de 500.000.000,00 EUR, não pode ter acesso aos documentos a que se refere o artigo 288.º por não preencher o critério do número 1, apesar de ter investido cerca de 4.500.000,00 EUR na sociedade em questão. Cfr. *O Direito...*, cit., pp. 323-324.

⁹⁹ Outro dos aspetos de regime deste artigo 288.º prende-se com a exigência de invocação de um motivo justificado pelo(s) acionista(s) que pretende(m) consultar a informação. Este critério foi introduzido na letra do artigo 288.º, número 1 pelo Decreto-Lei n.º 280/87, de 8 de julho para moderar os pedidos de informação. Tem sido entendido pela Doutrina que este motivo justificado apenas significa que o acionista deve ter um “interesse sério e relevante a informação solicitada”, bastando ao acionista invocar essa sua qualidade para se ver preenchido este requisito, e desde que as informações que são pedidas não tenham já sido disponibilizadas anteriormente e sejam facilmente acessíveis, ou o acionista não as tenha pedido recentemente: ou seja, desde que não exista um abuso deste direito por parte do acionista. Igualmente nos diz ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO que vale aqui o artigo 573.º do CC, podendo inclusive o titular de uma única ação pedir informações, desde que o pedido seja sério. Quanto a nós, parece-nos correto o entendimento que vê neste “motivo justificado” uma simples salvaguarda da seriedade e razoabilidade do pedido, sendo de considerar suficiente a qualidade de acionista do requerente para que a informação seja posta à sua disposição. Acerca desta temática, cfr. RAÚL VENTURA, *Novos Estudos...*, cit., p. 136; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades...*, II, cit., p. 591; e SOFIA RIBEIRO BRANCO, *O Direito...*, cit., p. 344. Na Jurisprudência, o Acórdão do STJ de 16.12.1993 (ROGER LOPES), Processo n.º 83763, BMJ, 432, 1994, pp. 375 – 383 (em especial, 381) confirmou que o artigo 573.º do CC não é afastado pelo artigo 288.º, número 1 do CSC.

¹⁰⁰ Defendendo que a forma de exercício do direito pode ser também por escrito, SOFIA RIBEIRO BRANCO, *O Direito...*, cit., p. 348. Embora não discordemos que possam também existir pedidos de informação por escrito, entendemos que a forma preferencial de comunicação nestas situações deverá ser a verbal. Por um lado, de modo a que não seja perdido demasiado tempo da assembleia geral a formular perguntas e respostas por escrito que possam impedir a continuação da reunião; por outro lado, para que as perguntas e respostas possam ser ouvidas por todos os acionistas, evitando assim duplicações de questões e garantindo alguma igualdade em termos de acesso à informação prestada em assembleia geral.

Doutrina discute duas grandes questões a este propósito: pode um acionista que apenas esteja autorizado a assistir, mas não a participar na Assembleia Geral, formular pedidos de informação? E pode fazê-lo um acionista titular de ações preferenciais sem voto, previstas nos artigos 341.º a 344.º do CSC?

Quanto à primeira questão, a Doutrina¹⁰¹ em geral pronuncia-se no sentido de apenas ser possível formular pedidos de informação ao abrigo do artigo 290.º, número 1 pelos acionistas com direito de participação na assembleia geral, e não apenas de assistência. Entendemos também ser essa a solução que mais sentido faz, tendo em conta que permitir a qualquer pessoa que assistisse à assembleia geral o pedido de informações sobre as propostas a deliberar iria atrasar os trabalhos de forma possivelmente inoportuna, além de que a solução contrária significaria que qualquer pessoa que estivesse presente¹⁰² poderia formular questões e tomar conhecimento de aspetos da vida societária.

Já em relação aos acionistas titulares de ações preferenciais sem voto, a resposta é diferente. Nestes casos o acionista tem, de acordo com a lei, todos os direitos inerentes às ações ordinárias, exceto o direito de voto (artigo 341.º, número 3). A letra deste preceito poderia levar-nos a concluir pela impossibilidade de formulação de pedidos de informação por estes acionistas, por não terem um interesse real na prestação dessas informações, visto que esse esclarecimento não seria utilizado para decidir o seu sentido de voto. Este entendimento parte do pressuposto que o direito à informação é instrumental ao direito de voto, e não um direito autónomo¹⁰³. Não seguimos, porém, esta linha de raciocínio, sendo nosso entendimento que o direito à informação é um direito autónomo, que pode ser exercido neste contexto apesar de não existir um direito de voto. O já citado número 3 do artigo 341.º parece ir nesse sentido, inclusive, pois atribui aos acionistas titulares de ações preferenciais sem voto todos os outros direitos à exceção desse, sem individualizar mais nenhum¹⁰⁴. Acrescentamos ainda que o artigo 343.º, número 1 regula especificamente a participação na assembleia geral, salvaguardando sempre a posição dos titulares de ações preferenciais sem voto com a previsão de nomeação de um representante comum nos casos em que os estatutos sociais não permitam a participação de acionistas sem direito de voto na assembleia. A nosso ver este é um claro sinal de que não deve ser restringido a estes

¹⁰¹ Vd. neste sentido SOFIA RIBEIRO BRANCO, *O Direito...*, cit., pp. 340-341; RAÚL VENTURA, *Novos Estudos...*, cit., p. 144; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, anotação ao art. 290.º, em AA.VV., *Código...*, cit., p. 832.

¹⁰² Efetivamente, não só os acionistas podem estar presentes na assembleia geral, podendo o Presidente de Mesa autorizar terceiros a assistir, o que acontece normalmente no caso de advogados ou outros consultores.

¹⁰³ Cfr. CARLOS PINHEIRO TORRES, *O direito à informação...*, cit., p. 187.

¹⁰⁴ Assim, SOFIA RIBEIRO BRANCO, *O Direito...*, cit., p. 340.

acionistas a possibilidade de pedir esclarecimentos naquela sede, pois mesmo nos casos em que o pacto social impede o exercício do direito à informação na Assembleia, por impedir a participação de certos acionistas, salvaguarda ainda a representação dos titulares de ações preferenciais sem voto.

Vejamos agora o que incluímos na modalidade da informação direta espontânea, cuja denominação se funda no facto de não ser necessário existir um prévio pedido de informação do acionista para que seja prestada. Insere-se nesta modalidade uma única disposição legal, a que corresponde um regime de obtenção de informação por parte dos acionistas.

Esta modalidade é a das informações preparatórias da assembleia geral, previstas no artigo 289.º. Todos os acionistas têm ao seu dispor o exercício deste direito, incluindo aqueles que não têm uma participação social suficiente para estarem presentes na assembleia geral e aqueles que não têm um direito de voto¹⁰⁵. Embora a solução pareça à primeira vista de estranhar, na medida em que as informações que são postas à disposição dos acionistas neste artigo são referentes àquilo que se vai passar em sede de assembleia geral, o próprio preceito abre essa hipótese ao referir, no seu número 3, que os documentos previstos nos números anteriores podem ser enviados através de correio eletrónico aos titulares de ações que o requeiram (alínea b)), sem referir qualquer exigência de uma percentagem mínima de participação social, ao contrário da exigência da alínea a) de uma participação social correspondente a, pelo menos, 1% do capital social para o envio por carta dos mesmos documentos. Além do mais, o número 4 vem ainda acrescentar uma exigência de disponibilização no sítio na Internet da sociedade, se o tiver¹⁰⁶, dos documentos previstos nos números 1 e 2 do mesmo artigo. Esta exigência leva à inferência de que não só estas informações devem estar à disposição de qualquer acionista, como estarão mesmo à disposição de qualquer pessoa, que as pode consultar no respetivo sítio na Internet¹⁰⁷.

¹⁰⁵ No mesmo sentido, SOFIA RIBEIRO BRANCO, ob. cit., pp. 278-279.

¹⁰⁶ O que é obrigatório no caso das sociedades abertas, nos termos do artigo 3.º-A do Regulamento n.º 7/2001 da CMVM, de 12 de dezembro.

¹⁰⁷ Assim, SOFIA RIBEIRO BRANCO, *O Direito...*, cit., pp. 298 ss. A Autora admite que, com a redação que o número 4 do artigo 289.º passou a ter depois da Reforma do Direito das Sociedades Comerciais de 2006, levada a cabo pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, a natureza temporária e instrumental da informação do artigo 289.º perdeu-se, na medida em que o sítio na Internet da sociedade deverá manter algumas informações lá permanentemente. Especificamente quanto ao acesso de terceiros a essa informação, o facto de tal ser passível de suceder – a não ser que o sítio na Internet possua uma área reservada apenas acessível pelos acionistas com uma palavra-passe – põe em causa a suposta natureza reservada da informação a que se refere o artigo 289.º, passando assim a ser pública. Quanto a nós, entendemos as preocupações da Autora, por se tratar de informação ainda provisória, que será apreciada em sede de assembleia geral e que só depois de aprovada se torna definitiva. No entanto, entendemos que a evolução tecnológica a que assistimos nos dias que correm acaba por impor uma atualização da partilha de informações. Em especial no caso das sociedades abertas, para as quais esta regra faz mais sentido numa lógica de proteção do mercado, a disponibilização de informação no sítio na Internet parece-nos uma forma mais simples de permitir a todos os

De resto, este é um direito que apenas se concretiza ocasional e temporariamente, visto que só quando tenha sido convocada uma assembleia geral e só nos 15 dias anteriores a esta é que poderá ser exercido.

(iv) Direito a participar nos órgãos da sociedade

O artigo 21.º, número 1 do CSC enuncia na sua alínea d) o direito de todo o sócio a “ser designado para os órgãos de administração e de fiscalização da sociedade, nos termos da lei e do contrato”. Vejamos, em traços gerais, em que termos se estabelece este direito para as sociedades anónimas e qual a sua aplicabilidade.

Como pode ser observado pela letra do preceito acima transcrito, este direito não diz já respeito à participação dos acionistas em sede de assembleia geral, o qual está já coberto pela alínea b) do mesmo artigo, mas sim à participação dos acionistas ativamente nos órgãos de administração e fiscalização – caso este exista – da sociedade.

Ao contrário do que sucede nas sociedades de substrato mais pessoal, onde os sócios se encontram mais ligados à condução dos negócios da sociedade e, por conseguinte, aos seus órgãos, conforme já havia sido adiantado acima, nas sociedades anónimas essa ligação é muito mais esbatida.

Com efeito, apesar da possibilidade de participação dos acionistas nos órgãos de gestão da sociedade (artigos 390.º, número 3 e 425.º, número 6), bem como nos órgãos de fiscalização, caso existam (artigos 414.º, número 3, 423.º, -B, número 6 e 434.º, número 4), o facto é que a ligação entre acionista e órgão de gestão e fiscalização é mais fraca do que noutros tipos societários, podendo ser dado como exemplo as sociedades por quotas, onde os sócios devem assumir a qualidade de gerentes em caso de falta destes (artigo 253.º, número 1).

É, contudo, na tutela das minorias que este direito mais se distingue, tendo o nosso legislador estabelecido duas regras no CSC que visam claramente a proteção do acionista minoritário contra a soberania do acionista maioritário na nomeação dos membros do órgão de administração.

acionistas o acesso aos elementos de que necessitam para conhecer melhor a gestão diária da sua sociedade e tomar uma decisão de voto mais informada, se assim for o caso. Claro que a solução não é perfeita, trazendo à colação os problemas que, de resto, as tecnologias da informação em geral trazem: o excesso de publicidade, que permite a terceiros acederem também a informação que deveria ser reservada aos acionistas. Deverá ser a própria sociedade, em nossa opinião, a proteger a informação que considera mais sensível e que deve ser partilhada com os seus acionistas no seu sítio na Internet, nomeadamente pela sua disponibilização numa área reservada do mesmo, a que só acionistas possam aceder com a utilização de uma palavra-passe.

Como vimos atrás, quando abordámos o direito do acionista à participação nas deliberações sociais, o voto do acionista em sede de assembleia geral acaba, com frequência, por ter um peso inferior ao voto dos maioritários, que terão nestas situações a vantagem sobre a decisão de quem nomear como membro do conselho de administração da sociedade, podendo nomear-se a si mesmos ou pessoas da sua confiança, se considerado necessário. Pergunta-se, então, como se pode assegurar que o acionista minoritário tem um papel e uma voz nesta nomeação, que não o deixe em completa desigualdade com os maioritários.

O artigo 392.º dá resposta a esta questão com duas regras que visam assegurar ou, pelo menos, dar a oportunidade à sociedade assegurar, essa mesma posição do acionista minoritário.

Por um lado, os números 1 a 5 do artigo 392.º dizem-nos que os estatutos da sociedade podem estabelecer que um número de administradores não excedentes a um terço do órgão seja eleito em eleição isolada entre pessoas propostas em listas subscritas por grupos de acionistas que possuam ações correspondentes a pelo menos 10% do capital social e nunca superiores a 20%.

Por outro lado, os números 6 e 7 do artigo 392.º estabelecem uma regra segundo a qual os estatutos da sociedade podem ainda prever que uma minoria de acionistas que tenha votado contra a proposta que fez vencimento na eleição dos administradores tenha o direito de designar, pelo menos, um administrador, desde que esta minoria represente, pelo menos, 10% do capital social.

Embora estas regras sejam de aplicação facultativa, podendo estar incluídas nos estatutos sociais da sociedade ou não, o número 8 do mesmo artigo estabelece, contudo, a obrigatoriedade de adoção de uma das duas regras acima mencionadas por sociedades de subscrição pública ou concessionárias do Estado ou de entidade a este equiparada por lei, aplicando-se a segunda regra mencionada em caso de omissão dos estatutos sociais. Bem se entende esta obrigatoriedade, na medida em que o tipo de sociedades descrito apresenta uma estrutura acionista bastante mais dispersa, com uma alta probabilidade de verificação da existência de acionista cuja participação social não lhes permitiria, caso contrário, a nomeação de administradores. Por outro lado, falamos aqui de sociedades com um muito superior crivo regulatório, o que justifica a aplicação obrigatória de uma das regras mencionadas.

Também para o órgão de fiscalização o CSC prevê uma regra de proteção das minorias, estabelecendo o artigo 418.º que o tribunal pode nomear mais um membro efetivo e suplente para o conselho fiscal a pedido de acionistas titulares de ações representativas de, pelo

menos, 10% do capital social apresentado nos 30 dias seguintes à assembleia geral que tenha eleito os membros do conselho de administração e do conselho fiscal, desde que os requerentes tenham votado contra as propostas que fizeram vencimento e tenham feito consignar na ata o seu voto.

2.2.2. O conteúdo passivo da posição jurídica do sócio: os deveres dos sócios

Vimos até agora quais os principais direitos que assistem aos acionistas nessa qualidade e no seio da sociedade comercial onde detêm as suas participações sociais. Agora, é altura de abordar brevemente o reverso da medalha, ou seja, os deveres que para os acionistas decorrem da sua posição.

Estes deveres encontram-se elencados, desde logo, no artigo 20.º do CSC. As duas alíneas deste artigo referem-se, por um lado, ao dever de contribuição para a formação e conservação do capital (alínea a)) e, por outro, ao dever de quinhão nas perdas (alínea b)).

Por outro lado, o dever de lealdade surge como dever estruturante a ser tido em conta na atuação do sócio, ainda que não expressamente consagrado no CSC para os sócios, mas apenas para os gestores ou administradores (artigo 64.º, número 1, alínea b)). São, contudo, inúmeros os preceitos do CSC que se traduzem em manifestações daquele dever; nesta sede, trataremos deste dever apenas em termos bastante gerais, não tendo por objetivo o seu aprofundamento que, de resto, já foi e continua a ser objeto de extensas e complexas monografias.

Uma última nota deve ser dada para assinalar que, embora outros deveres possam ser estipulados por via contratual para os sócios – à semelhança da constituição de direitos especiais por via contratual –, vamos neste ponto apenas focar-nos naqueles que decorrem da lei.

(i) Dever de contribuição para a formação e conservação do capital

O artigo 20.º, logo na sua alínea a), diz-nos que todo o sócio é obrigado a “entrar para a sociedade com bens suscetíveis de penhora ou, nos tipos de sociedade em que tal seja permitido, com indústria”. Esta obrigação, que mais genericamente podemos situar no dever inicial de contribuição para a formação do capital, é basilar do conceito de sociedade e encontra-se referida inclusivamente na definição de contrato de sociedade do artigo 980.º do

CC¹⁰⁸, quando nos diz que “o contrato de sociedade é aquele em que duas ou mais pessoas **se obrigam a contribuir com bens ou serviços (...)**”¹⁰⁹.

Esta obrigação de entrada é, como tal, um dever essencial dos sócios, dependendo a sociedade da sua concretização para ter os meios necessários para desempenhar a sua atividade¹¹⁰. A entrada realizada pelo sócio irá também garantir-lhe a sua posição na sociedade com todos os direitos – e deveres – que a ela estão subjacentes, como seja o de participar nos lucros desta.

O artigo 9.º, número 1, alíneas g) e h) estabelece também a obrigatoriedade de constarem do contrato de sociedade a parte do capital correspondente a cada sócio e os pagamentos efetuados por conta de cada parte¹¹¹, bem como a descrição e especificação dos valores dos bens diferentes de dinheiro que tenham sido contribuídos.

Em geral, as entradas iniciais a serem realizadas pelos sócios podem ser em dinheiro, em espécie ou em indústria. A alínea a) do artigo 20.º acima transcrita refere as entradas em indústria “nos tipos de sociedade em que tal seja permitido”. No que concerne às sociedades anónimas, sobre as quais nos iremos focar no que diz respeito a esta obrigação, o artigo 277.º, número 1 proíbe expressamente as entradas em indústria, pelo que estas ficam excluídas da nossa análise para estes efeitos, recaindo esta apenas sobre as entradas em dinheiro e em espécie.

Nas sociedades anónimas, o capital social mínimo é de 50.000,00 EUR (artigo 276.º, número 5), sendo o valor nominal mínimo das ações (ou, na sua falta, o valor de emissão) de 1 cêntimo.

No que diz respeito às entradas em dinheiro, esta é a forma mais comum de cumprir a obrigação de entrada que impende sobre os sócios em geral, em qualquer tipo societário.

Especificamente no que diz respeito ao regime das entradas em dinheiro nas sociedades anónimas, apenas pode ser diferida a realização de 70% do valor nominal ou do valor de

¹⁰⁸ Apoiamo-nos aqui na definição constante do artigo 980.º do CC independentemente das considerações já tecidas acima sobre a sua adequação para definir o conceito de sociedade comercial. Vd. ponto 2.2.1, parágrafo i).

¹⁰⁹ Negrito nosso.

¹¹⁰ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades...*, I, cit., p. 637.

¹¹¹ A parte do capital que corresponderá a cada sócio traduz-se no valor nominal da sua participação: o valor de cada parte social (nas sociedades em nome coletivo), quota (nas sociedades por quotas) ou ação (nas sociedades anónimas), o qual não poderá exceder o valor da entrada (ou seja, o valor real pago pelo sócio). É o que nos diz o artigo 25.º, número 1, que acrescenta no seu número 2, contudo, a possibilidade de existência de ações sem valor nominal nas sociedades anónimas, caso em que o valor da entrada do sócio deve ser pelo menos igual ao montante do capital social correspondentemente emitido. Sobre as ações sem valor nominal, cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *As ações sem valor nominal no direito português*, *Direito das Sociedades* em Revista, Coimbra, 2011, pp. 53-75; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Acções sem valor nominal*, *Revista de Direito das Sociedades*, ano 2, n.º 3-4, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 471-508.

emissão das ações – não podendo o prêmio de emissão, a existir, ser diferido – por um período máximo de cinco anos (artigos 277.º, número 2 e 285.º, número 1). As entradas já realizadas deverão ser depositadas em instituição de crédito, numa conta aberta em nome da futura sociedade, até ao momento de celebração do contrato, devendo os sócios declarar no ato constitutivo, sob sua responsabilidade, que procederam a este depósito (números 3 e 4 do artigo 277.º).

Nas sociedades anónimas com apelo a subscrição pública, os promotores devem subscrever e realizar integralmente ações cuja soma dos valores nominais ou cuja soma dos valores de emissão de cada ação perfaçam, pelo menos, o capital mínimo das sociedades anónimas – 50.000,00 EUR (artigo 279.º, número 2), podendo o programa da oferta de ações à subscrição especificar que, no caso de subscrição incompleta, a assembleia constitutiva pode deliberar a constituição da sociedade, contanto que tenham sido subscritos pelo menos três quartos das ações destinadas ao público (artigo 280.º, número 3).

Já no que concerne às entradas em espécie, estas são permitidas nas sociedades anónimas a par das entradas em dinheiro, sendo o seu regime de realização idêntico qualquer que seja o tipo societário em causa.

Embora os sócios possam entrar com bens – desde que sujeitos a penhora, conforme alínea a) do artigo 20.º – para o capital social da sociedade, o seu valor tem de ser sempre determinado de modo a apurar qual será a sua participação exata no capital social da sociedade. Assim, todas as entradas em espécie têm de ser avaliadas, estando o processo de avaliação regulado no artigo 28.º do CSC.

As entradas em espécie deverão ser objeto de um relatório elaborado por um revisor oficial de contas sem interesses na sociedade, o qual deverá ser designado por deliberação dos sócios, exceto os sócios que tenham efetuado as entradas, que estão impedidos de votar (artigo 28.º, número 1). Este relatório deverá reportar-se a data não anterior em 90 dias à do contrato de sociedade (número 4).

Em caso de avaliação deficiente, sendo apurado que o valor real das entradas era, ao tempo, inferior ao declarado no relatório de avaliação, o sócio será responsável pela diferença até ao valor nominal da sua entrada. Se essa desvalorização for posterior ao tempo da entrada, haverá que aferir se essa desvalorização se reporta ao momento inicial da avaliação, sendo nesse caso a responsabilidade do sócio de completar o seu valor, ou se a

perda posterior de valor não se parece reportar ao momento da avaliação, mas sim de desvalorização superveniente, sendo então da sociedade o risco dessa desvalorização¹¹².

A realização das entradas é feita no momento da constituição da sociedade. Contudo, é possível que sejam realizadas outras entradas pelos mesmos sócios ou novas entradas por novos sócios ao longo da vida da sociedade, através de aumentos de capital. O regime do aumento de capital encontra-se previsto na Parte Geral do CSC, nos artigos 87.º a 93.º, e aplica-se a todos os tipos societários. Para além do aumento das participações dos sócios (artigo 92.º), pode também este ser feito por incorporação de reservas (artigo 91.º), caso em que não serão realizadas novas entradas em si.

Para além desta obrigação de realizar as entradas no capital social, sobre os sócios impende também uma obrigação de conservar este capital social. Nesse sentido, podem ser-lhes exigidas contribuições para o capital da sociedade que, embora não se qualificando como entradas e, portanto, não tendo um reflexo direto, nem na participação do sócio, nem no capital social da sociedade, são, contudo, realizadas para que a sociedade mantenha as suas contas providas dos fundos necessários para realizar a sua atividade.

No que diz respeito especificamente às sociedades anónimas, as prestações acessórias e os suprimentos são os mecanismos permitidos para estes efeitos. A grande diferença entre um e outro reside no facto de as prestações acessórias, depois de realizadas, não atribuírem ao sócio um direito de crédito sobre a sociedade (inclusivamente, o número 5 do artigo 287.º diz-nos que as obrigações acessórias se extinguem com a dissolução da sociedade); por outro lado, os suprimentos são verdadeiros empréstimos, embora com carácter de permanência, ficando, portanto, o sócio credor da sociedade no montante que prestou. Embora estas sejam duas temáticas do maior interesse prático e teórico, o teor deste nosso estudo não se coaduna com a sua análise aprofundada, pelo que remetemos essa para uma outra sede¹¹³.

(ii) Dever de quinhoar nas perdas

O dever de quinhoar nas perdas encontra-se também previsto no artigo 20.º, desta feita na sua alínea b).

¹¹² PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...*, cit., p. 268.

¹¹³ Para um estudo mais aprofundado destas duas figuras, cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...*, cit., pp. 278-286; RUI PINTO DUARTE, *Suprimentos, Prestações Acessórias e Prestações Suplementares: notas e questões*, Separata de Problemas do Direito das Sociedades, IDET, Almedina, Coimbra, 2002; JORGE COUTINHO DE ABREU, *Suprimentos*, Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura, II, FDUL, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 71-80.

Este dever pode ser visto como um “espelho” do direito a quinhão nos lucros, analisado acima¹¹⁴, pelo que as considerações que ali fizemos acerca da proporcionalidade existente entre a participação social que cada sócio detém na sociedade e os prejuízos que a esse sócio caberão, bem como acerca da proibição dos pactos leoninos, são aplicáveis *mutatis mutandis* a este dever.

Com efeito, nas sociedades de responsabilidade limitada – em especial nas sociedades anónimas, que ocupam este nosso estudo – a responsabilidade do sócio pelas perdas da sociedade será necessariamente proporcional à sua participação social: é o que nos diz o artigo 22.º, número 1, sem prejuízo de existir disposição nos estatutos sociais em contrário, e sempre tendo em consideração a proibição de pactos leoninos presente no número 3 desse mesmo artigo.

Assim, ao contrário do que sucede em sociedades de responsabilidade ilimitada, como seja a sociedade em nome coletivo, na sociedade anónima a responsabilidade do acionista por dívidas da sociedade é apenas, e em regra, proporcional à sua participação social.

Existem, ainda assim, certas situações em que o legislador considerou que a responsabilidade do sócio deveria ser ilimitada: as situações de unipessoalidade. Nos casos previstos nos artigos 84.º, 270.º-F (em relação às sociedades por quotas) e 501.º, por remissão do artigo 491.º (para os grupos constituídos por domínio total), a responsabilidade do sócio único é ilimitada, nos termos previstos nesses artigos.

Quanto ao artigo 501.º, que aqui nos importa em especial por dizer respeito às sociedades anónimas, este estabelece a responsabilidade da sociedade diretora (ou sociedade-mãe) pelas obrigações da sociedade subordinada (ou sociedade-filha), constituídas antes ou depois da celebração do contrato de subordinação e até ao termo deste (número 1 do artigo 501.º). Não sendo esta a sede mais apropriada para o aprofundamento das questões relacionadas com este artigo 501.º, fica no entanto aqui demonstrado um caso particular de responsabilidade ilimitada da acionista única, num claro desvio à regra basilar de responsabilidade limitada deste tipo societário¹¹⁵.

Por fim, cabe-nos mencionar também as situações em que os sócios poderão ser chamados a intervir quando a sua sociedade se encontra numa situação mais fragilizada, em especial em casos de existência de resultados negativos que afetam a situação líquida da sociedade.

¹¹⁴ Ponto 2.2.1, parágrafo i).

¹¹⁵ Sobre esta temática, cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *A responsabilidade da sociedade com domínio total (501.º/1, do CSC) e o seu âmbito*, Revista de Direito das Sociedades, ano 3, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 83-115.

Quando a sociedade se encontre numa situação de perda de metade do capital – i.e., os seus capitais próprios são iguais ou inferiores a metade do capital social – o artigo 35.º do CSC diz-nos que impende sobre os gerentes ou administradores da sociedade o dever de convocação de uma assembleia geral para que os sócios possam tomar “(...) as medidas julgadas convenientes” (artigo 35.º, número 1). O aviso convocatório dessa assembleia geral deverá conter, obrigatoriamente, como pontos a discutir: a dissolução da sociedade (alínea a) do número 3 do artigo 35.º), a redução do capital social para montante não inferior ao capital próprio da sociedade (alínea b)), e a realização pelos sócios de entradas para reforço da cobertura do capital (alínea c)).

Embora este artigo não constitua uma obrigação em sentido próprio para os sócios, estes devem no entanto deliberar sobre os pontos acima, ficando estes com o ónus de corrigir a situação ou justificá-la: atente-se que em nenhum lugar do artigo 35.º do CSC se obriga os sócios a aprovar qualquer uma das opções mencionadas nas alíneas do número 3, mas simplesmente a deliberar sobre as mesmas.

(iii) Dever de lealdade

Por fim, vamos focar-nos muito brevemente sobre o dever de lealdade e de que forma podemos enquadrar este dever na posição jurídica do sócio¹¹⁶.

Como já tivemos oportunidade de adiantar acima, o artigo 20.º do CSC, quando elenca os deveres a que todos os sócios estão adstritos, não menciona o dever de lealdade. Na verdade, o dever de lealdade apenas se encontra expressamente previsto no CSC no artigo 64.º, a respeito dos deveres fundamentais dos gerentes ou administradores das sociedades.

Mas nem por isso deixa o dever de lealdade de ter aplicação também às relações entre sócios entre si, bem como em relação à sociedade para com os seus sócios.

A importância do dever de lealdade é mais notória em sociedades de substrato pessoalista, onde a relação de confiança estabelecida entre os sócios é a grande base para a constituição da própria sociedade. Por outro lado, quanto maior o peso do capital na sociedade, menor será a preponderância do dever de lealdade: nas sociedades anónimas, a relação interpessoal dos acionistas não tem sequer um peso significativo, não sendo esse o

¹¹⁶ Em relação ao dever de lealdade no que respeita a grupos de sociedades, temática de elevado interesse mas que, infelizmente, não teremos oportunidade de abordar nesta sede, cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade: por um critério unitário de solução do "conflito do grupo"*, Almedina, Coimbra, 2018.

elemento essencial à subscrição de participações sociais¹¹⁷. A própria designação de sociedade “anónima” nos dá a entender isso mesmo.

O percurso histórico, a nível jurisprudencial e doutrinário, do dever de lealdade é bastante longo e este sofreu bastantes alterações ao longo dos seus vários séculos de evolução¹¹⁸, mas atualmente é pacífica a exigência de lealdade nos vários planos indicados e, para o que aqui nos interessa, para os sócios nas relações entre si, bem como por referência à própria sociedade¹¹⁹.

Na génese da base legal deste dever de lealdade podemos encontrar a boa fé. O estudo da lealdade em conexão com o princípio mais geral da boa fé foi evoluindo, aplicando-se primeiro aos sócios entre assim, depois criando relações entre maiorias e minorias e, posteriormente, também se aplicando aos órgãos estatutários¹²⁰.

No que diz respeito ao dever de lealdade entre sócios, este tem várias concretizações, baseando-se “(...) no exercício das posições sociais de acordo com a boa-fé (...)”¹²¹, o que se traduz na aplicação dos dois institutos de concretização deste princípio: a tutela da confiança e a primazia da materialidade subjacente.

O dever de lealdade na relação entre sócios encontra algumas concretizações na lei para alguns tipos societários, como seja o artigo 180.º do CSC para os sócios da sociedade em nome coletivo (e também para os sócios da comandita simples, por remissão do artigo 474.º). No entanto, e conforme já expusemos acima, esta concretização não tem de estar

¹¹⁷ Esta consideração não deve, no entanto, ser tomada como absoluta. Como bem nos diz PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...*, cit., p. 313, “(...) os tipos legais de sociedade são elásticos e cada sociedade, individualmente considerada, pode corresponder ao cerne do tipo ou à sua periferia”, devendo considerar-se também o tipo social da sociedade, e não apenas o seu tipo legal, por aquele poder ser um elemento mais diferenciador. Um dos exemplos dados é o das sociedades familiares, “(...) que podem adotar um dos tipos legais, sem que deixem de ser familiares”. A concretização do dever de lealdade depende, portanto, de diversos fatores ligados ao tipo de sociedade em causa – legal e social – bem como ao sócio em causa. Os sócios maioritários e minoritários terão papéis diferentes na sociedade, como já tivemos oportunidade de ir observando, o que implicará diferentes concretizações deste dever de lealdade.

¹¹⁸ Para um resumo deste percurso histórico, vd. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades...*, I, cit., pp. 456-468.

¹¹⁹ Em relação ao dever de lealdade por parte do sócio em relação à sociedade onde detém uma participação, a sua principal concretização encontra-se no interesse social. Independentemente das largas considerações que poderiam aqui ser tecidas a respeito do conceito e especificidades do interesse social, que grande discussão tem merecido, importa aqui apenas denotar que o dever de lealdade do sócio para com a sociedade exige, principalmente, que este não contraria o interesse social no seu comportamento enquanto sócio. Existem diversas situações no decurso da vida da sociedade que dão azo a um potencial desalinhamento de interesses entre sócio e sociedade, onde o dever de lealdade deve intervir especialmente. Exemplos mais típicos são o da distribuição de lucros ou deliberações abusivas. Para um maior aprofundamento da discussão em torno da definição do conceito de interesse social, cfr. JOSÉ MARQUES ESTACA, *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*, Almedina, Coimbra, 2003. Acerca da interligação entre interesse social e dever de lealdade do sócio, cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...*, cit., pp. 325 ss.

¹²⁰ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades...*, I, cit., p. 470. Hoje em dia, diz-nos este Autor, é especialmente em relação aos deveres dos administradores que o dever de lealdade mais se discute.

¹²¹ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades...*, I, cit., p. 469.

expressamente consagrada na lei, na medida em que o dever de lealdade é basilar e subjacente à posição do sócio na sociedade, devendo ser orientador do seu comportamento a todo o tempo. Como seria de esperar, contudo, na medida em que não exista tipificação na lei da concretização deste dever de lealdade a sua aplicação deve ser bastante cautelosa.

Um dos locais onde provavelmente mais revela a aplicação deste dever é em sede de assembleia geral. Aí, onde os sócios expõem as suas posições e interesses e tentam alinhá-los com os da sociedade, bem como entre si, através das deliberações, é a ocasião mais propícia para a existência de conflitos e, nesse sentido, onde mais releva que a lealdade seja orientadora dos comportamentos entre acionistas. Vimos já que a própria lei tem alguns cuidados no que diz respeito, nomeadamente, à relação entre acionistas majoritários e minoritários.

De resto, e tendo como ponto de partida o dever de lealdade, outros deveres daí surgem que devem orientar o comportamento do sócio: o dever de cooperação económica, que se concretiza, por exemplo, nos deveres de conservação do capital social que vimos acima, e o dever de cooperação funcional, mais preponderante em sociedades de pequena dimensão, são exemplos disso.

Por fim, convém salientar que, embora os conceitos que aqui muito levemente abordámos possam por vezes ser apresentados como abstratos, o facto é que a deslealdade pode ser fundamento de exclusão do sócio da sociedade e, inclusivamente, de indemnização. Os artigos 186.º, número 1, alínea a) e 242.º, número 1 do CSC, aplicáveis à sociedade em nome coletivo e à sociedade por quotas, respetivamente, preveem a exclusão do sócio em casos de “violação grave das suas obrigações para com a sociedade” (artigo 186.º, número 1, alínea a)), ou caso o “comportamento desleal ou gravemente perturbador do funcionamento da sociedade” do sócio cause ou possa vir a causar prejuízos relevantes à sociedade. O regime das sociedades anónimas não estabelece regra idêntica.

A indemnização também é possível caso se verifiquem os pressupostos da responsabilidade civil, podendo esta ser acompanhada da exclusão do sócio ou as duas não se cumulem.

2.3. O acionista minoritário entre os vários tipos de acionista

Analisámos até agora a posição jurídica do acionista e o conteúdo dessa mesma posição, quer ativo quer passivo, dando o necessário relevo aos pontos em que a dicotomia acionista majoritário / acionista minoritário se torna patente no regime legal ou, de resto, assume importância na discussão dos temas expostos.

Chegados a este ponto, e tendo os conceitos básicos relacionados com o papel dos sócios e, em especial, dos acionistas da sociedade anónima nesta, cabe-nos agora debruçar-nos exclusivamente sobre a figura do acionista minoritário e no papel que este assume na sociedade.

Para o efeito, mostra-se relevante fazer uma primeira aproximação ao papel do acionista minoritário no contexto societário clássico nos pontos seguintes, por recurso aos conceitos que até recentemente eram usuais utilizar para definir o acionista minoritário e enquadrá-lo no contexto societário.

Como veremos, a alteração da figura do acionista minoritário na sociedade e a mudança de paradigma quanto à sua posição e pretensões no seio da mesma resulta, em grande medida, da prática negocial nacional, em muito influenciada pelas transações transnacionais e as constantes mudanças do mercado das fusões e aquisições a nível internacional.

Nesse sentido, da relevância clássica que o acionista minoritário assumia na sociedade anónima, temos vindo a assistir a uma insurgência da figura do acionista investidor, que se apresenta como um acionista minoritário ativo – ou ativista, como veremos adiante – que pretende ter voz e poder dentro da sociedade onde detém a sua participação social.

É com este início de mudança do paradigma do acionista minoritário típico para o acionista investidor que iremos terminar a presente secção da nossa dissertação, para posteriormente podermos avançar no sentido de entender como funcionam as relações entre este novo e revigorado acionista investidor e os seus pares na sociedade, bem como apresentar casos particulares em que a relevância deste acionista sobressai de forma bastante particular.

2.3.1. A relevância clássica do acionista minoritário na sociedade comercial

Tradicionalmente, as sociedades comerciais são constituídas por pessoas (singulares ou coletivas) que, movidas individualmente por um interesse em prosseguir determinada atividade económica, se unem em torno de um objetivo comum de constituir uma sociedade comercial que desenvolva certa atividade de forma autónoma e que tenha um fim económico-lucrativo¹²².

¹²² Sem prejuízo do reconhecimento da unipessoalidade nas sociedades, o que veio a acontecer mais tarde, através do Decreto-Lei n.º 257/96, de 31 de dezembro, a nossa dissertação foca-se, naturalmente, na existência de uma pluralidade de sócios e nas relações entre estes. Sobre as sociedades unipessoais por quotas, incluindo a discussão em torno do desvio da unipessoalidade à típica contratualidade das sociedades e sua superação, cfr. JOÃO ESPÍRITO SANTO, *Sociedade Unipessoal por Quotas*, reimpressão da edição de 2013, Almedina, Coimbra, 2017.

Aquando da constituição da sociedade comercial, os sócios realizam as suas entradas, sendo as suas participações sociais distribuídas em função dos montantes das respetivas contribuições para o capital social da sociedade recém-constituída. Pode, porventura, suceder que as participações sejam distribuídas pelos sócios de forma igual, ficando cada um com uma participação idêntica na sociedade (na medida daquilo que seja matematicamente possível); por outro lado, a existência de um ou mais sócios com uma participação social mais elevada no capital social gera, automaticamente, um desnivelamento entre as posições de cada um na sociedade: sabemos que o peso da participação de um ou alguns sócios será superior ao de outros, o que acarreta consequências, desde logo, a nível do poder de decisão.

Assim surge uma das aceções mais comuns de sócio minoritário: aquele que detém uma participação social mais baixa no capital social da sociedade e que, em função disso, tem uma desvantagem aparente inicial no que concerne ao poder de decisão genérico dentro da gestão da sociedade¹²³.

A detenção de uma participação social minoritária numa sociedade implica que o seu detentor não consegue, só com essa sua participação, tomar uma decisão de controlo da sociedade. Ou seja, um sócio minoritário não conseguirá, sozinho, aprovar uma deliberação em sede de assembleia geral; necessitará sempre que outros acionistas se juntem a si e, mesmo aí, que todas as suas participações, em conjunto, atinjam a maioria do capital social. Um sócio controlador, por outro, detém uma participação no capital social da sociedade que lhe permite, sozinho, tomar decisões dentro da sociedade, como por exemplo a aprovação de deliberações em sede de assembleia geral.

Enquanto que em sociedades mais pequenas, onde o capital social poderá estar menos disperso entre os seus sócios, que serão provavelmente também em número menor, em sociedades de maior dimensão a questão coloca-se com maior acuidade.

¹²³ Aquilo que devemos entender por minoria e, consequentemente, qual deva ser a sua tutela, é questão que abre algum espaço para discussão, podendo o conceito de “minoria” assumir vários significados. Um desses significados está relacionado com o resultado de uma assembleia geral já decorrida. Diz-nos ARMANDO TRIUNFANTE que “assumindo esta conceção, a minoria seria formada pelos sócios que não partilham do entendimento maioritário relativamente a uma deliberação tomada”. Mas outros tantos significados podem ser descortinados, razão pela qual o nosso legislador, atento à multiplicidade de cenários em que a posição minoritária de um sócio tem relevância e deve ser tutelada, estabeleceu vários mecanismos na nossa lei para tentar mitigar a potencial desigualdade entre minoritários e maioritários, conforme já adiantámos acima e veremos abaixo. Em relação aos vários significados de “minoria”, vd. ARMANDO TRIUNFANTE, *A Proteção do Sócio Minoritário no Código das Sociedades Português*, in AA.VV., *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (coord. Maria de Fátima Ribeiro e Fábio Ulhoa Coelho), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 253-275.

Em particular, quando estamos perante grandes sociedades anónimas, em que o capital social se encontra mais disperso, torna-se mais provável encontrarmos algum ou alguns acionistas com participações sociais mais pequenas no capital social da sociedade, em oposição a algum ou alguns acionistas que detêm participações maioritárias ou, pelo menos, significativas no capital social, que lhes permitem ter o controlo tendencial da sociedade.

Avançando mais um passo, ainda, nas sociedades cujo capital social é aberto a subscrição pública a dispersão do capital social é tal que o cenário normal é o da existência de diversas posições minoritárias no capital social, sendo as posições maioritárias menos frequentes ou até inexistentes.

Cumpre entender, então, em que medida a posição minoritária de um sócio, em geral, e do acionista da sociedade anónima – máxime, da sociedade aberta –, em particular, merece algum tipo de proteção em face de situações de potencial desigualdade. Por outro lado, cabe também perceber qual o interesse do acionista minoritário em, face às dificuldades de intervenção na gestão da sociedade que normalmente enfrenta, esforçar-se por ter essa presença ativa na sociedade.

Em relação à primeira questão, a proteção do acionista minoritário, como vimos acima quando discurremos acerca dos direitos e deveres típicos dos sócios, pode assumir vários mecanismos¹²⁴. Com efeito, o legislador português não foi, obviamente, indiferente à necessidade de proteção do acionista minoritário em face de certas situações.

Assim, o nosso CSC estabelece, em vários preceitos, soluções para casos específicos de potencial desigualdade em que é atribuída ao acionista minoritário a possibilidade de, através, por exemplo, da união a outros acionistas minoritários, bloquear certas deliberações, fazer aprovar outras tantas, ou requerer da sociedade certo tipo de informação. Falamos aqui dos chamados *direitos de minoria qualificada*, de resto tendo sido muitos deles já acima abordados aquando da nossa análise aos direitos dos acionistas¹²⁵: referimo-nos nessa sede a

¹²⁴ O próprio conceito de tutela ou proteção das minorias pode suscitar dúvidas de concreta definição e âmbito. A discussão em torno deste tema subdivide-se em duas posições acerca do âmbito da tutela: por um lado, poderia defender-se que esta tutela constitui qualquer mecanismo que vise a proteção do acionista minoritário, independentemente de se encontrar numa situação objetivamente desfavorável, apenas pelo facto de ser titular de uma percentagem minoritária do capital; por outro lado, uma conceção material da tutela das minorias julga a minoria merecedora de proteção conquanto o seu interesse coincida com o interesse social. Entendemos, com ARMANDO TRIUNFANTE, que o âmbito da tutela das minorias está algures no meio destes dois entendimentos, devendo atender a ambos os critérios, protegendo o acionista minoritário em geral da possibilidade de perda de interesse na intervenção na sociedade mas, também, estabelecendo mecanismos específicos para a reposição de situações desiguais na legislação, por exemplo. Vd. *A tutela das minorias nas sociedades anónimas: direitos de minoria qualificada; abuso de direito*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 45 ss.

¹²⁵ Vd. supra, ponto 2.2.

temas de convocação da assembleia geral, eleição de administradores e de membros do órgão de fiscalização, direito coletivo à informação, mas também a quóruns de constituição e deliberação da assembleia geral, que podem todos ser qualificados como direitos de minoria qualificada.

De forma mais basilar, podemos igualmente chamar à colação o princípio da igualdade de tratamento entre acionistas, também ele abordado acima¹²⁶, que é considerado a primeira linha de proteção dos acionistas minoritários, garantindo que o tratamento de situações diferentes – entre minoritários e majoritários – é feito de maneira diferente, na proporção dessa diferença.

Existem ainda outras figuras no nosso CSC que se afiguram adequadas a proteger e garantir que as minorias na sociedade conseguem fazer valer os seus direitos: é o caso, por exemplo, da impugnação de deliberações abusivas.

Efetivamente, a impugnação de deliberações tomadas em assembleia geral mostra-se, em geral, um meio adequado para o acionista minoritário conseguir insurgir-se contra certas ilegalidades que tenham sido cometidas na tomada de uma deliberação, especialmente porque esta figura é de exercício individual, não sendo exigido um mínimo de detenção do capital social ou a coligação com outros acionistas para o efeito.

A impugnação de deliberações sociais torna-se ainda mais relevante para o acionista minoritário, contudo, na previsão da alínea b) do número 1 do artigo 58.º do CSC, que prevê a impugnação por voto abusivo. É que, com efeito, os acionistas controladores tendem a tomar partido mais facilmente do controlo que têm sobre a sociedade e, conseqüentemente, a abusar desse controlo, no âmbito do exercício do seu direito de voto em assembleia geral¹²⁷. Assim, esta modalidade específica de impugnação de deliberações sociais demonstra-se a mais adequada a fazer valer os direitos de um acionista minoritário.

Claro é que a impugnação de deliberações abusivas não é um recurso à disposição do acionista minoritário a todo o tempo e em qualquer circunstância: o preceito que prevê o abuso do direito de voto é, na realidade, bastante complexo e pressupõe a existência de um elemento objetivo – que a deliberação seja adequada a produzir o abuso – e um elemento

¹²⁶ Vd. supra, ponto 2.1, parágrafo iii).

¹²⁷ ARMANDO TRIUNFANTE, *A Proteção do Sócio...*, cit., p. 264.

subjetivo – que um dos sócios tenha tido o propósito de produzir esse abuso¹²⁸ –, sendo ainda necessário que o propósito do sócio em questão tenha sido o de conseguir vantagens especiais para si ou para terceiros em prejuízo da sociedade ou de outros sócios¹²⁹.

Apenas caso se verifiquem os pressupostos do artigo 58.º, número 1, alínea b) terá o acionista minoritário fundamentos para impugnar a deliberação abusiva.

Ainda no âmbito dos reflexos legislativos da tutela das minorias, também os grupos de sociedades¹³⁰ nos oferecem um mecanismo de proteção do acionista minoritário: falamos aqui das situações de aquisição tendente ao domínio total, prevista no artigo 490.º do CSC¹³¹.

O artigo 490.º do CSC dá a oportunidade à sociedade dominante de, desde que detenha 90% do capital social de outra sociedade, poder adquirir compulsivamente os restantes 10% do capital social, mediante contrapartida a pagar aos acionistas minoritários (sócios livres, na terminologia do CSC).

Este preceito, contudo, prevê um mecanismo de proteção dos acionistas minoritários da sociedade a ser adquirida: o artigo 490.º, número 5 prevê que, se a sociedade dominante não fizer a oferta permitida pelo número 2 do mesmo artigo no prazo aí concedido (no período de seis meses seguintes à data da comunicação, pela sociedade dominante à sociedade dominada, de detenção de, pelo menos, 90% do capital social desta), podem os acionistas minoritários exigir que esta oferta lhes seja feita – em prazo não inferior a 30 dias –, mediante contrapartida em dinheiro, quotas ou ações das sociedades dominantes. O número 6 acrescenta ainda que, não sendo feita esta oferta ou se a mesma for considerada insatisfatória pelos acionistas minoritários, podem estes requerer ao tribunal que declare as ações como adquiridas pela sociedade dominante desde a proposição da ação, fixe o seu valor em dinheiro e condene a sociedade dominante a pagar-lho.

¹²⁸ Ibidem, p. 264. Na Jurisprudência, o Acórdão STJ de 28/02/2002 (Proc. n.º 02B071) e Acórdão STJ de 27/05/2003 (Proc. n.º 03º950), disponíveis em www.dgsi.pt, também identificam ambos os elementos mencionados.

¹²⁹ Para um aprofundamento sobre a matéria do abuso de direito, em geral, e nas deliberações sociais, cfr. JORGE COUTINHO DE ABREU, *Do abuso de direito – ensaio de um critério em direito civil e nas deliberações sociais*, reimpressão, Almedina, Coimbra, 1999.

¹³⁰ Sobre os grupos de sociedades em geral, cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização da Empresa Plurissocietária*, Almedina, Coimbra, 2002; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Grupos de Sociedades*, reimpressão da 1ª edição, Almedina, Coimbra, 2018.

¹³¹ Sobre a disciplina da aquisição tendente ao domínio total, cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Grupos de Sociedades - Aquisições Tendent ao Domínio Total*, Almedina, Coimbra, 2003.

Vemos, então, que a lei prevê um mecanismo que garante aos acionistas minoritários algum tipo de proteção em face de uma situação em que ficariam, claramente, em desigualdade.

Chegados aqui, importa, contudo, entender em que medida é que, apesar de existir um princípio geral de tutela das minorias nas sociedades, concretizada em diversos preceitos do CSC, estas medidas são consideradas suficientes para garantir a continuidade da participação ativa do acionista minoritário na sociedade e evitar a sua perda de interesse na condução dos negócios.

Apesar dos esquemas legais que permitem a um minoritário garantir, de alguma forma, a sua participação na sociedade, o facto é que, tradicionalmente, o acionista minoritário é visto como uma figura de menor relevo no seio da sociedade, presumidamente apenas assistindo ao desenvolver dos negócios da sociedade sem, contudo, ter um papel ativo nesta.

De resto, o próprio acionista minoritário adotaria uma posição passiva na sociedade, caracterizada por uma “apatia racional” que resulta “(...) da falta de impacto do voto individual no resultado final e dos custos que o mesmo envolve, que tornam economicamente recomendável, de acordo com uma análise custo-benefício, o seu não exercício”¹³².

Por outro lado, mesmo investidores institucionais, como fundos de investimento que adquirem participações em várias sociedades, apresentam uma certa “reticência racional”¹³³ no exercício dos seus direitos sociais, por estarem mais preocupados com a carteira de ativos que gerem e em evitar que os participantes do fundo retirem o seu capital dos mesmos, não tendo inclusivamente o tempo para despender no estudo da melhor forma de exercer o seu direito de voto nas sociedades suas participadas.

Assim, sobre os acionistas minoritários impende, em geral e até um certo momento da história do governo das sociedades, uma generalizada sensação de passividade e

¹³² ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, cit., p. 63. A Autora menciona ainda posições que consideram que esta “apatia racional” o é não só para o acionista em si, mas para todo o sistema. Citando PEDRO MAIA, a Autora diz-nos que “(...) seria impensável que as mais importantes e as mais complexas decisões sobre a empresa societária pudessem ser determinadas por muitos acionistas, sim, mas cada um titular, apenas, de um ínfimo interesse económico na deliberação e na sociedade”. Acrescenta, ainda, que esse seria o motivo pelo qual o artigo 384.º do CSC, sobre o qual já nos pronunciámos acima na análise ao direito de participação nas deliberações sociais, previa a possibilidade de os estatutos sociais estabelecerem um número mínimo de ações para que o acionista pudesse votar. Embora houvesse uma tendência generalizada para este sistema de “apatia”, o facto é que, como veremos adiante, o governo societário atual e a prática negocial nacional e internacional tem atribuído ao acionista minoritário um peso maior na condução dos negócios da sociedade.

¹³³ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, cit., p. 64.

despreocupação, deixando a condução dos negócios da sociedade para os seus administradores, que são geralmente eleitos pelos acionistas controladores¹³⁴.

Veremos no ponto imediatamente seguinte que a tendência, contudo, tem vindo a ser alterada: aos acionistas minoritários passivos tem vindo a acrescentar-se uma outra “categoria” de acionistas minoritários, os ativos – ou ativistas. Vejamos em que termos tem surgido este novo tipo de acionista e como se tem enquadrado o mesmo no seio do governo das sociedades.

2.3.2. *O acionista minoritário, o acionista ativista e o governo das sociedades*

Vimos no ponto acima que, embora a lei portuguesa tente garantir aos acionistas minoritários alguns mecanismos de salvaguarda dos seus direitos, de forma a colmatar a desigualdade natural que existe entre acionistas majoritários, ou controladores, e minoritários, existe uma ideia clássica de que estes últimos não devem – e não têm interesse em – imiscuir-se demasiado na condução dos negócios da sociedade, sendo a sua atitude pautada por uma passividade generalizada. A lei, neste sentido, parece tentar oferecer soluções para quando existam situações concretas de desigualdade entre sócios, mas não gerar incentivos para que os acionistas minoritários tenham interesse em, no dia-a-dia da sociedade, intervir nesta.

Mas a prática negocial internacional tem trazido consigo um novo tipo de acionista que, embora detendo uma participação social menor no capital social da sociedade, não pretende deixar a condução dos negócios da sociedade para acionistas controladores e os administradores por estes nomeados; pelo contrário, este tipo de acionista está empenhado em exercer algum tipo de influência junto da sociedade onde participa.

Este novo tipo de acionista, mais ativo – ou, como mais comumente apelidado, ativista – pretende participar na sociedade, dentro do grau possível, implementando mudanças e promovendo novas ações entre os seus pares¹³⁵. O acionista minoritário tradicional, passivo,

¹³⁴ Nos Estados Unidos da América, esta ideia veio já dos anos 30, afirmando-se na altura que “(...) *managers of big companies were powerful; their shareholders powerless*”. Para um resumo da história da passividade acionista nos Estados Unidos da América e potenciais medidas de controlo dos investidores institucionais como acionistas passivos, cfr. BERNARD S. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, Michigan Law Review, vol. 89, 1990, pp. 520-608, disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=366820>.

¹³⁵ Conforme nos diz GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, o acionista ativista opta por participar ativamente na sociedade através do efetivo exercício ativo dos direitos e responsabilidades sociais ou políticas que são inerentes à titularidade de ações. Destes, a Autora destaca a participação efetiva em assembleia geral, o exercício efetivo do seu direito de voto e, eventualmente, a ocupação e exercício de cargos sociais dentro das sociedades participadas. Vd. *Efeitos da gestão de participações societárias de fundos de pensões*, in Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pitta e Cunha, vol. III, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 133-161, em especial p. 134.

por outro lado, nada fará para mudar a sociedade. Caso não se reveja no rumo que a sociedade participada toma, preferirá alienar a sua participação e abandonar a sociedade, em vez de tentar expor a sua posição¹³⁶.

Esta dualidade de tipos de acionistas minoritários vem coexistindo já desde há algum tempo, em Portugal, mas com uma muito maior tradição a nível internacional, onde a entrada de fundos de investimento e outro tipo de investidores em sociedades anónimas já há muito era comum e novas práticas foram sendo testadas e comprovadas.

A própria dogmática do governo das sociedades tem sofrido alterações ao longo dos anos¹³⁷, internacionalmente mas também em grande medida em Portugal, no sentido de, entre outras medidas, dar espaço à intervenção dos acionistas minoritários na vida societária e reconhecer a existência de um tipo de acionista minoritário ativista¹³⁸.

Os códigos de governo das sociedades, embora não assumindo uma natureza de lei, constituem, no entanto, um conjunto de *guidelines* a seguir pelas grandes sociedades anónimas – embora haja uma tendência para a expansão a outras sociedades – ao nível da estrutura organizativa e de gestão governativa das sociedades. Relegando para estas o *compliance* com as regras estabelecidas, numa lógica de *comply or explain* (“cumprir ou explicar”), os códigos de governo das sociedades têm a natureza, portanto, de *soft law*¹³⁹.

A nível nacional, será de destacar o recentemente publicado Código de Governo das Sociedades, preparado pelo Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG)¹⁴⁰ para

¹³⁶ Em linha com a clássica *Wall Street Rule*, de “*exit*” da sociedade em caso de descontentamento com a sua gestão, em vez de exercer a sua “*voice*” para tentar alterar algo quanto a essa gestão. Sobre esta regra e o seu impacto na supervisão da administração das sociedades, defendendo a sua utilização, cfr. BRANDON CHEN, LIEN DUONG E THU PHUONG TRUONG, *The Wall Street Rule and its Impact on Board Monitoring*, 9th Conference on Financial Markets and Corporate Governance (FMCG), 2018, disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3102146>.

¹³⁷ Para um sumário da evolução dos códigos de governo das sociedades, cfr. AA.VV., *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Coleção *Governance Lab*, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 12-43 (introdução por PAULO CÂMARA). Para um maior aprofundamento sobre o carácter universal do governo das sociedades e a sua expansão a várias realidades e tipos societários, cfr. PAULO CÂMARA, *Vocação e influência universal do corporate governance: uma visão transversal sobre o tema*, in AA.VV., *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, Coleção *Governance Lab*, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 13-42. Sobre a história do *corporate governance* a nível internacional, cfr. BRIAN R. CHEFFINS, *The History of Corporate Governance*, in Oxford Handbook of Corporate Governance, Oxford University Press, 2013, disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1975404>.

¹³⁸ Conforme nos diz ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA a respeito dos fundos de investimento (de diversos tipos) enquanto principal figura associada ao acionista minoritário ativista, “(...) os investidores institucionais tendem a agravar os problemas de governo visto frequentemente surgirem como intermediários dos investidores finais, esses sim os verdadeiros interessados na empresa mas que com ela têm interesses potencialmente divergentes (...)”. Vd. *Manual de Governo...*, cit., p. 17.

¹³⁹ Cfr. MANUEL CARNEIRO DA FRADA, “*Ou cumpres ou explicas-te*”. *Sobre a soft law no governo societário*, III Congresso DSR, Lisboa, 2014, pp. 339-343.

¹⁴⁰ Disponível em <https://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo-pt-2018-ebook.pdf>.

vigorar em exclusivo, após vários anos de coexistência entre os Códigos de Governo da CMVM (o último dos quais preparado em 2013) e o anterior Código do IPCG, também ele de 2013¹⁴¹.

Por outro lado, a nível europeu foi no último ano publicada a Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, que veio introduzir alterações à Diretiva 2007/36/CE (a chamada Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas) no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo¹⁴². Esta nova Diretiva vem apenas confirmar a tendência crescente de importância dos investidores institucionais enquanto acionistas que, embora minoritários, querem ter um papel na sociedade participada.

Com as considerações até agora tecidas sobre a temática dos acionistas ativistas, torna-se claro que a importância deste tipo de acionista no seio da vida societária atual, com foco nas grandes sociedades anónimas (em especial, nas sociedades cotadas).

Na secção seguinte, iremos focar-nos então na compreensão da identidade do acionista ativista, o seu perfil e a sua relação com os acionistas maioritários – de controlo – da sociedade participada, abordando igualmente os potenciais e inevitáveis conflitos de interesses que da relação entre estes dois tipos de acionistas poderão surgir.

¹⁴¹ Para uma síntese do panorama do governo das sociedades e dos códigos de governo das sociedades em Portugal, cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, cit., pp. 15-16; ALEXANDRE MOTA PINTO e MANUEL BARBOSA MOURA, *Códigos de Governo das Sociedades da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do Instituto português de Corporate Governance – Desenvolvimentos recentes*, in *Actualidad Jurídica*, n.º 39, Uría Menéndez, 2015.

¹⁴² Sobre as alterações introduzidas por esta nova Diretiva e as perspectivas de transposição da mesma para o ordenamento jurídico português, vd. RUI PINTO DUARTE, *As alterações à diretiva dos direitos dos acionistas (Apresentação com algumas opiniões heréticas)*, in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários – I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Coleção *Governance Lab*, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 73-90; ANTÓNIO GARCIA ROLO, *As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspectivas de transposição*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano 9, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 557-586.

3. O acionista investidor e o acionista empresário

3.1. Notas gerais: a bipartição acionista empresário / acionista investidor

Do que vimos acima acerca da evolução a que se tem assistido da figura do acionista minoritário tradicional, passivo, para o surgimento de um novo tipo de acionista minoritário, ativo ou ativista, ficou claro que o paradigma da participação na vida societária por parte do sócio detentor de uma percentagem menor do capital social está a ser alterado.

Daquilo que dissemos acima ficou igualmente entendido que o acionista investidor, ou minoritário, ativista é, em regra, um fundo de investimento – podendo assumir vários tipos de fundo de investimento – que detém participações minoritárias em várias sociedades. Embora a dogmática do acionista minoritário, em geral, e do acionista ativista, em especial, não se cinja a esse perfil acionista, o facto é que neste âmbito que mais questões se colocam quanto à sua participação na vida societária da sociedade participada e nas relações com outros acionistas, sejam eles maioritários ou também minoritários, também ativistas ou mais tradicionais.

O acionista ativista pode assumir, contudo, papéis diferentes dentro da sociedade participada, tendo em consideração os fins que pretende atingir com a sua proatividade. Assim, podemos distinguir entre o ativismo dirigido à *performance* e o ativismo dirigido ao governo das sociedades¹⁴³.

Em relação ao primeiro, este é normalmente prosseguido por *hedge funds*, com o intuito de otimizar o valor das ações da sociedade participada, bem como a distribuição de dividendos ou *share buybacks*, através de estratégias a implementar naquelas e com recurso a técnicas agressivas.

Já o segundo tipo de ativismo afigura-se mais de médio prazo, focando-se em promover mudanças a nível estrutural e organizativo da sociedade participada, por exemplo em relação a remunerações de administradores e políticas sociais. Este ativismo pode ser utilizado como forma de atingir os mesmos fins prosseguidos pelo primeiro tipo de ativismo, podendo ser igualmente prosseguido por *hedge funds*.

Em qualquer caso, e como resulta claro do que dissemos até agora acerca do perfil e natureza deste ativismo societário, a obtenção de resultados por parte deste tipo de acionista não se atinge pelos mesmos meios que um acionista controlador utilizaria. O ativismo

¹⁴³ Seguimos aqui de perto a distinção feita por Ana Perestrelo de Oliveira, Manual de Governo..., cit., p. 65.

societário, partindo da detenção de uma percentagem por vezes muito baixa do capital social¹⁴⁴, encontra o seu apoio no poder de influência que o acionista ativista tem junto de outros acionistas, muitos deles também investidores institucionais.

A esta ideia de influência e ativismo opõe-se o controlo e poder decisório do acionista controlador. O acionista controlador, em regra, será o detentor da maioria do capital social ou, pelo menos, o acionista que detém uma participação social no capital social que lhe permite controlar as deliberações e, em geral, a condução dos negócios da sociedade.

De um ponto de vista mais tradicional, o acionista controlador, ou maioritário, tem o maior interesse no sucesso da sociedade, pelo que estaria mais disposto a seguir de perto a sua gestão e condução dos negócios da mesma, intervindo ativamente nesta sempre que possível: seria denominado acionista empresário.

O acionista empresário, enquanto maior interessado na boa gestão e bons resultados da sociedade e estando mais qualificado para se assegurar disso mesmo, estará em melhor posição para assumir os comandos da sociedade, fazendo então sentido que seja ele, e não o acionista minoritário, a deter em si o poder de decisão, pelo menos, tendencial.

O papel do acionista empresário no governo das sociedades seria, então, o mais relevante, ajudando a manter sob controlo, por um lado, a estrutura acionista da sociedade – partindo do pressuposto que o acionista empresário concentraria em si a maioria do capital social – e, por outro lado, problemas de agência que se colocam com a existência de acionistas investidores tradicionais, passivos, cuja participação na sociedade estaria reduzida a um mínimo¹⁴⁵.

¹⁴⁴ Com efeito, o acionista ativista pode deter uma ínfima parte do capital social da sociedade participada, não relevando essa percentagem, contudo, para o que o acionista pode lograr com o seu poder de influência. Sobre este fenómeno nos Estados Unidos da América, cfr. EDWARD B. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in Oxford Handbook on Corporate Law and Governance, Forthcoming, 2015, disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2512303>.

¹⁴⁵ É a posição de MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *O papel do acionista empresário no governo societário*, in Estudos dedicados ao Professor Doutor Bernardo da Gama Lobo Xavier, Revista Direito.e Justiça, vol. II, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2015, pp. 499-534, em especial pp. 518-522. Diz-nos a Autora que “é sabido que os acionistas minoritários, aqueles a quem costuma chamar-se acionistas investidores, não participam, em regra, na vida societária, embora seja da maior importância que sintam que têm a possibilidade de o fazer, querendo”. Avança dizendo que esta é uma das causas conhecidas dos problemas de agência, que melhor definiremos abaixo, significando isto que “(...) os membros dos órgãos de administração passam a prosseguir os seus próprios interesses, em detrimento dos interesses de longo prazo dos sócios e da sociedade, porque estão a gerir um património alheio”. A falta de participação do acionista minoritário tradicional, passivo, é, neste sentido, um empecilho à condução dos negócios da sociedade com os interesses alinhados entre administradores, sociedade e seus sócios. Conclui assim a Autora que “(...) uma sociedade anónima na qual existam acionistas empresários não será tão facilmente palco de problemas de agência como uma outra na qual o capital esteja de tal modo disperso que não chegue a identificar-se nenhum acionista com a pretensão de controlar a gestão da empresa societária”.

Sabemos, contudo, que as relações entre acionista investidor e acionista controlador, ou empresário, num sentido mais tradicional, não são tão estáticas como poderiam parecer *ab initio*. O acionista maioritário pode não deter todo o *know how* e capacidades para o envolvimento ativo na gestão da sociedade, e o acionista investidor, qualificado e ativista, deter o poder de influência sobre este que permite manobrar, de certa forma, a gestão da sociedade participada.

Assim, a coexistência de acionistas controladores – empresários ou não – e investidores dentro da mesma sociedade pode resultar em variados cenários em face de variadas situações. Significa isto que a possibilidade de existência de conflitos entre o que são os interesses e objetivos de um e os interesses e objetivos de outro é bastante elevada, razão pela qual a temática do conflito de interesses assume, nesta relação, uma especial relevância.

No ponto seguinte iremos debruçar-nos um pouco sobre a existência de potenciais conflitos fruto de um desalinhamento entre os interesses do acionista maioritário e os do acionista investidor, ou minoritário. Iremos focar-nos apenas no conflito de interesses neste prisma, embora tantos outros possam ser ensaiados, como por exemplo como fruto das relações entre acionistas maioritários, ou entre acionistas minoritários, ou entre uns ou outros e a administração da sociedade.

3.2. O conflito de interesses como parte da relação entre acionistas

As relações entre acionistas, e entre estes e os administradores da sociedade, podem assumir diversos contornos e níveis de complexidade, tantos quantos os perfis que encontramos no seio da sociedade.

O estudo do governo das sociedades, como vimos acima, tem-se virado para as relações entre os acionistas da sociedade, ao invés do tradicional foco na administração desta. Com efeito, embora a administração da sociedade e questões que daí surgem continue a ter importância no plano do *corporate governance*, o facto é que os novos tipos de acionistas que têm surgido mais recentemente na prática societária suscitam questões que implicam uma ponderação das soluções apresentadas pelo *corporate governance* até hoje e as formas de superação dos novos problemas.

Esta posição, claro, parte do pressuposto de que o acionista minoritário será sempre passivo, e que o acionista controlador sempre um gestor criterioso. Tendo em consideração o panorama atual das grandes sociedades anónimas, não podemos acompanhar a Autora nas suas considerações a este respeito, na medida em que tanto os acionistas podem desempenhar vários tipos de papéis que fogem àqueles que pretende a Autora que lhes sejam impostos, como os problemas de agência poderão, potencialmente, continuar a existir mesmo que não tenhamos acionistas com participações sociais muito reduzidas na sociedade.

O surgimento dos investidores institucionais é, em si mesmo, um dos temas que suscita questões neste âmbito, na medida em que o seu papel ativo na sociedade participada e interesse em intervir na sua gestão é contraposto pelo facto de estes serem, geralmente, fundos de investimento, o que significa que surgem na sociedade, não como detentores de participações sociais por si, mas sim em representação dos investidores finais, os participantes do fundo, que têm o verdadeiro interesse no sucesso da sociedade, mas cujo interesse poderá não coincidir com o desta¹⁴⁶.

Por outro lado, e conforme vimos acima, os acionistas controladores, ou maioritários, assumem o natural papel relevante de principais detentores do poder de decisão e controlo da sociedade. Os seus interesses na sociedade, geralmente de longo prazo, nem sempre estão totalmente alinhados com, por um lado, os da administração, mas também, por outro lado, com os dos acionistas minoritários, e em especial dos acionistas ativistas de que temos vindo a falar, que em geral procuram posições curtas no horizonte temporal da sociedade e cujos interesses passam também pelo interesse dos seus próprios investidores.

Todos os intervenientes do governo da sociedade, os quais incluem também terceiros à sociedade mas que, por via contratual, acabam por ter um controlo tão ou mais forte do que certos acionistas e do que a administração¹⁴⁷, estabelecem entre si relações complexas no âmbito das quais diferentes interesses devem ser ponderados, tendo em consideração como interesse último e superior o da sociedade. Estas relações têm na sua base e podem ser

¹⁴⁶ A respeito destes investidores finais, diz-nos ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA que “(...) surgindo como meros investidores, [os investidores finais] procuram a maximização do valor da empresa, sobretudo em virtude dos diferentes horizontes temporais tidos em vista. Vd. *Manual de Governo...*, cit., p. 17.

¹⁴⁷ Falamos aqui dos chamados credores controladores que, embora exteriores à sociedade, acabam por “ganhar” acesso à sua gestão e controlo através da celebração de contratos, em regra contratos de empréstimo, que estabelecem cláusulas – os chamados *covenants* – que sujeitam certos aspetos da gestão e controlo da sociedade à decisão desses credores, que se tornam, por esta via, *insiders*. Os temas relacionados com o acesso e intervenção destes credores na sociedade são, como seria de esperar, complexos e suscitam questões de extremo relevo que, contudo, não teremos oportunidade de abordar aqui, nem na sua perspetiva de *corporate governance* nem, muito menos, na perspetiva de *corporate finance*, o segundo grande pilar do direito societário. Sobre o panorama geral do financiamento de sociedades por recurso a capitais alheios e o impacto do estabelecimento de *covenants* no governo societário, cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 121 ss. Sobre a constituição de *covenants* e as suas consequências, cfr. JOANA PEREIRA DIAS, *Contributo para o Estudo dos Atuais Paradigmas das Cláusulas de Garantia e/ou Segurança: a pari passu, a negative pledge e a cross default*, in Estudos em Homenagem ao Prof. Dr. Inocêncio Galvão Telles, IV – Novos Estudos de Direito Privado, 2003; PHILIP WOOD, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, Sweet & Maxwell, 1995; MICHAEL BRADLEY e MICHAEL R. ROBERTS, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, in 6th Annual Texas Finance Festival (13 de Março de 2004), disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=585882; DIANA SERRINHA ROSA, *As cláusulas cross default no ordenamento jurídico português*, in Revista de Direito das Sociedades, ano 8, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 211-246. Sobre o papel dos credores controladores na gestão e administração da sociedade, vd. GONÇALO NOGUEIRA, *Os credores controladores enquanto administradores de facto indiretos da sociedade financiada*, in Revista de Direito das Sociedades, ano 8, n.º 4, 2016, pp. 983-1015.

explicadas por recurso ao problema de agência, que acima mencionámos mas que ainda não tivemos oportunidade de definir.

O problema de agência – ou conflito de agência – surge tradicionalmente na relação entre os acionistas de uma sociedade e os seus gestores. A administração da sociedade é, regra geral, relegada a pessoas diferentes dos detentores do capital social, embora nomeadas por estes. Quanto maior for a sociedade e mais disperso o seu capital social, maior o distanciamento entre os administradores, que controlam e gerem o dia-a-dia da sociedade, e os acionistas, que podem ou não ter um envolvimento direto na sociedade em função de fatores já aqui mencionados como a percentagem do capital social detida, a proatividade na promoção de mudanças na sociedade ou o horizonte temporal em que pretende manter a sua participação social.

Esta divisão entre propriedade e gestão da sociedade tem a potencialidade de gerar problemas a nível das relações entre acionistas e administradores, na medida em que os acionistas, enquanto proprietários da sociedade, terão dificuldades em assegurar que a gestão feita pelos administradores da sociedade vai ao encontro dos seus interesses. Este problema é tão mais comum quanto maior a dimensão da sociedade, por existir um fosso maior entre controlo e propriedade, bem como em razão do nível de envolvimento do acionista na sociedade.

Deste problema de agência vertical¹⁴⁸, entre acionistas e administradores¹⁴⁹, podemos partir para um problema de agência horizontal, entre acionistas. Com efeito, não é só na separação propriedade – controlo que os temas de desalinhamento, e potencial conflito, de interesses se colocam. Por outro lado, estas questões não se colocam apenas em relação aos acionistas controladores, embora possam merecer especial atenção nesses casos. A presença de investidores qualificados nas sociedades, mesmo com participações minoritárias, que conseguem exercer algum controlo na sociedade através do seu poder de influência e *know how* do mercado, gera potenciais situações de desalinhamento entre os interesses prosseguidos por estes em confronto com os acionistas majoritários ou de controlo, por um

¹⁴⁸ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, cit., p. 19.

¹⁴⁹ Não nos iremos debruçar sobre o tema dos conflitos de interesses entre acionistas e administradores nesta sede, dado o nosso foco nas relações entre acionistas majoritários e minoritários (e, em especial, minoritários investidores, ativistas). Sobre as relações administradores – acionistas e os conflitos de interesses verticais, cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, cit., pp. 177 ss.; JOÃO SOUSA GIÃO, *Conflitos de Interesses entre Administradores e os Acionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores*, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um balanço a partir da crise financeira*, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 215-291.

lado, e mesmo com outros acionistas minoritários, também investidores e ativistas ou mais tradicionais e passivos.

A própria relação entre o acionista e a sociedade é passível de gerar potenciais desalinhamentos de interesses, em especial quando falamos de investidores institucionais, cujos propósitos de detenção de participações sociais em sociedades estão em regra ligados à valorização máxima e rápida da sociedade, para logo a seguir desinvestirem e alcançar o maior lucro para os seus próprios investidores¹⁵⁰.

Assim, daquilo que falamos neste ponto é precisamente a relação entre o acionista maioritário e o acionista minoritário enquanto investidor institucional, e de que forma os seus interesses poderão ser coexistentes no seio da sociedade participada.

Estas relações entre acionistas já não se inserem diretamente no âmbito dos problemas de agência, na medida em que, aqui, aquilo com que nos deparamos são situações de conflitos propriedade – propriedade, já não de controlo – propriedade, que resultam das particularidades do perfil do investidor institucional, que pode deter o controlo material, de influência, em confronto com o perfil do acionista maioritário, que detém o controlo formal da sociedade participada.

A isto aliam-se as dificuldades em manter a gestão da sociedade focada em objetivos a longo prazo, em oposição às posições de curto prazo procuradas pelos investidores institucionais, mas ainda assim incentivando estes a investir na sociedade¹⁵¹.

Por outro lado, e neste contexto, vimos acima que tem existido um esforço, quer a nível da legislação europeia, quer a nível da *soft law* do governo das sociedades, de envolver os acionistas minoritários na vida societária. A coordenação destes esforços com o alinhamento de interesses entre sócios e entre estes e sociedade participada é um dos desafios maiores do governo das sociedades.

O tipo de mecanismos a que se podem recorrer para evitar o chamado *short-termism*¹⁵² pode variar bastante, sendo apontadas soluções que passam, por exemplo, pela alteração da

¹⁵⁰ Também interessante será a relação entre sociedade, acionistas e administradores, a qual também não abordaremos aqui. Sobre o tema, cfr. JOÃO DIAS LOPES, *Governo da sociedade anónima e negócios com acionistas de controlo*, in Revista de Direito das Sociedades, ano 5, n.ºs 1-2, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 77-165; JOSÉ FERREIRA GOMES, *Conflitos de interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador*, in Conflito de Interesses..., cit., pp. 75-213.

¹⁵¹ Conforme nos diz ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, no desalinhamento de interesses entre acionistas aquilo que deve ser procurado é olhar “(...) para os diversos acionistas da sociedade com interesses muito diferentes, as mais das vezes de curto prazo, e procurarmos perceber como se pode garantir, em tal contexto, a própria sustentabilidade da empresa num contexto de maior intervenção acionista”. Vd. *Manual de Governo...*, cit. p. 20.

remuneração dos investidores, imposição e deveres de transparência ou a criação de ações de lealdade que sejam passíveis de alinhar interesses entre sócios e sociedade¹⁵³.

Mas a detenção de participações sociais por investidores institucionais, como sejam fundos de investimento em geral, sociedades (ou fundos) de capital de risco, *hedge funds*, fundos de pensões, entre outros, acarreta ainda um outro nível de complexidade que já introduzimos acima.

Os investidores institucionais são titulares de participações sociais minoritárias em sociedades, mas não em nome próprio, em vez disso agindo como intermediários dos seus próprios investidores, que serão os interessados finais na sociedade. Sucede que estes investidores finais, as mais das vezes, não têm sequer noção das sociedades onde o seu capital está a ser investido, pelo que é deixada aos investidores institucionais a intervenção na sociedade.

O perfil de muitos destes investidores, por outro lado, é bastante agressivo, existindo uma clara preferência pela detenção de curto prazo de participações sociais e a obtenção da maior vantagem económica possível no menor período de tempo.

Assim, deparamo-nos com dois conjuntos de problemas: o da participação na sociedade por investidores institucionais, profissionais sem um interesse direto na gestão da sociedade mas apenas na obtenção, num curto prazo, de vantagens para os seus investidores finais, o que poderá levar à tomada de decisões sobre a sociedade no exclusivo interesse da obtenção de um maior retorno, ao invés da prossecução do interesse social; e, por outro lado, o da própria relação entre os investidores institucionais e os seus participantes, os investidores finais, e o alinhamento de interesses entre o que o fundo pretende para si, para os seus investidores e para a sua carteira de investimentos, e o que os participantes pretendem retirar do seu investimento.

Estes temas elevam os problemas de agência a um novo nível, o dos “custos de agência do capitalismo de agência”¹⁵⁴, na medida em que a intervenção dos investidores institucionais enquanto intermediários e a agressividade reconhecida a alguns deles pode

¹⁵² Expressão utilizada para definir o investimento a curto prazo em sociedades, sempre com o intuito de alcançar o maior lucro e depois retirar a sua participação, esquema bastante típico em *hedge funds*. Sobre o conceito, vd. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Direito de voto...*, cit., pp. 459 ss.

¹⁵³ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, cit., p. 21.

¹⁵⁴ A expressão é de RONALD J. GILSON e JEFFREY N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, Columbia Law Review, 2013, disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2206391>.

implicar, para a sociedade cujo capital social se encontra bastante disperso entre investidores, problemas acrescidos com a garantia de gestão da sociedade a longo prazo.

Outro tipo de intermediário, relevante também neste ponto, é o intermediário financeiro, que atua em representação dos acionistas cujas participações sociais se encontram depositadas com o mesmo. A relação entre o intermediário financeiro e o seu cliente é uma relação claramente fiduciária, estando neste caso o intermediário financeiro sujeito a deveres expressamente consagrados no CVM, como por exemplo os deveres de promover os interesses dos clientes (artigo 304.º do CVM).

Ainda assim, a questão de base, ligada à titularidade indireta de ações por acionistas que não exercem, contudo, em nome próprio os seus direitos junto da sociedade, é muito similar à que se coloca em relação aos investidores institucionais mencionados acima, pelo que se põem igualmente problemas de afastamento entre real titular e intermediário e o exercício ponderado dos direitos inerentes ao acionista¹⁵⁵.

Com esta breve análise à problemática geral do desalinhamento de interesses entre acionistas, bem como as questões que surgem da detenção de participações sociais por investidores institucionais em sociedades, nomeadamente ao nível do confronto entre o *short-termism* praticado por este tipo de acionista investidor e o interesse da sociedade em ter uma gestão a longo prazo, concluímos esta secção da nossa dissertação.

A temática do conflito de interesses, contudo não se esgota, como seria de esperar, apenas com os temas trazidos à colação nesta sede, alargando-se a vários protagonistas da sociedade e em relação a variados tipos societários ou realidades societárias específicas onde relevam estes e outros pontos¹⁵⁶.

¹⁵⁵ Sobre a temática, cfr. ANDRÉ FIGUEIREDO, *Titularidade indireta de ações e exercício de direitos de voto*, Revista de Direito das Sociedades, ano 4, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 517-548.

¹⁵⁶ Abaixo, no ponto 5., discorreremos, ainda que muito brevemente, acerca de algumas destas realidades específicas e a posição deste tipo especial de acionista no âmbito dessas realidades, retomando, quando considerado oportuno, a questão do desalinhamento de interesses.

4. O acionista investidor e os direitos especiais

4.1. Os direitos especiais e a sociedade anónima: notas gerais

Chegados a este ponto na nossa dissertação, fazemos um breve excuro para analisarmos brevemente uma figura jurídica de elevado relevo no âmbito da consideração posição dos sócios perante a sociedade, por um lado, e também nas relações entre sócios, por outro, constituindo um mecanismo utilizado não raras vezes quando se pretende, dentro da sociedade, atrair novos investidores, manter atuais investidores ou, pela lógica oposta, excluir determinados acionistas de certos aspetos da sociedade: falamos dos direitos especiais dos sócios.

Os direitos especiais, de origem alemã, têm já uma larga história e prática, quer internacionalmente, quer em Portugal¹⁵⁷. Com o passar do tempo, contudo, novas utilizações e fins vão sendo dados aos direitos especiais, continuando a ser o seu recurso relevante no contexto societário e, em especial, no âmbito das sociedades anónimas, onde talvez faça mais sentido falar da figura.

O nosso CSC, ainda na Parte Geral, regula a disciplina dos direitos especiais no artigo 24.º. O número 1, aplicável a todos os tipos societários, diz-nos que “só por estipulação no contrato de sociedade podem ser criados direitos especiais de algum sócio”. Os números 2 a 4 e 6 referem-se, depois, à disciplina dos direitos especiais especificamente quanto a cada tipo societário.

Este número 1 do artigo 24.º estabelece uma regra injuntiva¹⁵⁸: os direitos especiais só serão considerados se forem incluídos no contrato de sociedade. Esta obrigatoriedade justifica-se, por um lado, por razões de oponibilidade a terceiros; por outro lado, por motivos de tornar efetiva a concessão do direito especial perante o sócio que o recebe.

A oponibilidade a terceiros dos direitos especiais bem se entende, bastando para o efeito pensar na potencial entrada de um novo sócio para o capital social da sociedade para além dos já existentes, ou a potencial venda de parte ou a totalidade do capital social da sociedade a terceiros. Estando os direitos especiais plasmados no contrato de sociedade, mais facilmente o terceiro interessado terá acesso a todos os direitos especiais existentes¹⁵⁹, quais

¹⁵⁷ Sobre a evolução histórica dos direitos especiais em ordenamentos jurídicos estrangeiros e no português, cfr. CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais...*, cit., pp. 35 ss.

¹⁵⁸ CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais...*, cit., p. 138.

¹⁵⁹ Pode colocar-se a questão de saber se os estatutos sociais devem identificar claramente cada direito especial atribuído e o sócio (ou categoria de ações, no caso das sociedades anónimas) a que corresponde ou se, por

os sócios ou categorias de ações (no caso das sociedades anónimas) sobre que incidem e qual o seu conteúdo¹⁶⁰.

A efetividade entre sócio e sociedade é também relevante. Como veremos adiante, os direitos especiais não podem ser suprimidos ou limitados facilmente, pelo que a sua inclusão no contrato de sociedade atribui aos direitos especiais uma efetividade e formalização acrescida, que permite ao sócio o conforto de saber que o seu direito especial não pode ser retirado a não ser por alteração estatutária e com o seu consentimento.

Outra questão que este número 1 do artigo 24.º poderia suscitar é a da criação superveniente de direitos especiais. A redação do preceito é, na verdade, silenciosa quanto à opção de criar direitos especiais também em momento posterior ao da criação da sociedade, ao longo da vida desta. Poderíamos, assim, ser levados a entender que apenas no momento inicial de constituição da sociedade poderiam os direitos especiais, a existir, ser atribuídos. Sabemos, contudo, que assim não é.

Neste ponto concreto é unânime o entendimento de que os direitos especiais podem ser criados ao longo da vida da sociedade. De resto, e conforme mencionado, o facto é que nenhuma parte do artigo 24.º nos dá a entender o contrário, pelo que não haveria justificação plausível numa interpretação restritiva do preceito.

Por outro lado, poderia argumentar-se em sentido oposto que a criação superveniente de direitos especiais constituiria uma alteração não esperada às “regras do jogo”, atribuindo direitos especiais a novos sócios ou sócios já existentes, ou acrescentando direitos especiais

outra, basta que o conteúdo e fim do direito que se pretende atribuir resulte da interpretação e conteúdo dos estatutos sociais.

Em Portugal, é largamente aceite que os estatutos sociais não indiquem expressamente que direitos especiais existem e a quem pertencem, bem como a sua identificação como direito especial, podendo todos estes elementos resultar da interpretação do seu conteúdo. No entanto, Autores como RAÚL VENTURA mostram algumas reticências a esta opção, vendo difícil a conceção da existência de determinados direitos especiais sem que se encontrem previstos em cláusula expressa, admitindo, contudo, a sua existência apenas resultante da interpretação do contrato de sociedade, desde que sujeita a critérios interpretativos rígidos, nomeadamente no sentido de “(...) o direito especial resultar das circunstâncias imperativas em ligação com a constituição da sociedade ou com a posterior alteração do contrato ou deve resultar de pontos de apoio expressos no contrato”. Vd. *Direitos especiais dos sócios*, in Revista “O Direito”, I, 1989, pp. 207-222, em especial p. 218.

Não podemos deixar de optar pelo entendimento generalizado em Portugal de que os direitos especiais não têm de estar especial e expressamente consagrados nos estatutos sociais da sociedade. Embora eles devam estar lá incluídos, os sócios devem ser capazes de dar uma redação dos estatutos sociais que permita a sua fluidez de leitura e o entendimento claro de que prerrogativas resultam para que sócios. Claro que isto pode ficar mais ou menos exposto dependendo do tipo de direito especial, mas não vemos razão para esta obrigatoriedade, na mesma medida em que os estatutos sociais, em geral, também não seguem um modelo único e fechado.

¹⁶⁰ Relembre-se, também, que os estatutos sociais da sociedade são públicos (ou semi-públicos, como preferimos), podendo qualquer interessado ter acesso aos mesmos através de requerimento junto da Conservatória do Registo Comercial e pagando uma taxa administrativa (e por isso a nossa preferência pela característica semi-pública).

a sócios que já os detinham, e afetando o balanço já existente na sociedade e previamente aceite por todos os sócios.

Este argumento, como seria de imaginar, não colhe. Primeiro, porque a atribuição de direitos especiais necessitará sempre de consentimento dos restantes sócios: fossem os direitos especiais atribuídos por contrato escrito (e.g. num contrato de compra e venda de participações sociais ou em acordo parassocial) ou mesmo por acordo verbal entre sócios, como vimos acima a atribuição de direitos especiais tem de ser sempre estabelecida no contrato de sociedade, pelo que nunca seriam estes eficazes até existir uma alteração aos estatutos sociais da sociedade, aprovada pelos sócios em assembleia geral. Especificamente no que diz respeito à sociedade anónima (aplicável analogicamente também à sociedade por quotas), a deliberação de alteração ao contrato de sociedade está sujeita a um quórum constitutivo e a maioria qualificada para aprovação (artigos 383.º, número 2 e 386.º, número 3), pelo que não vemos como pode a atribuição de um direito especial ser concretizada à revelia dos restantes sócios da sociedade.

A outra regra geral que o artigo 24.º nos dá é a constante do seu número 5, que estabelece que “os direitos especiais não podem ser suprimidos ou coartados sem o consentimento do respetivo titular, salvo regra legal ou estipulação contratual expressa em contrário”.

Este preceito estabelece uma regra importante no que concerne aos direitos especiais: eles não podem ser eliminados ou limitados sem que o seu titular consinta nessa limitação ou coartação¹⁶¹⁻¹⁶².

Podemos ver, contudo, que o final deste número 5 nos diz que esta regra apenas se aplicará “salvo regra legal ou estipulação contratual expressa em contrário”, significando

¹⁶¹ Somos do entendimento que os vocábulos “suprimidos” e “coartados”, utilizados na letra da lei, devem ser interpretados em sentido amplo, não limitando a sujeição ao consentimento do sócio visado apenas a situações de total eliminação do direito especial ou sua limitação, mas antes declarando a necessidade de obtenção deste consentimento sempre que se pretenda, por qualquer modo, fazer uma alteração a este direito especial ou, inclusivamente, tomar algum tipo de decisão que tenha por consequência a alteração negativa do direito especial do sócio. Caso contrário, o consentimento do sócio requerido por este número 5 apenas se aplicaria caso a sociedade pretendesse eliminar ou limitar expressa e diretamente o seu direito especial, não sujeitando ao seu consentimento todos os outros casos em que os restantes sócios aprovassem deliberações que iam claramente contra o direito especial estabelecido. Basta pensarmos que os acionistas das grandes sociedades anónimas são, como já vimos acima, muitas vezes investidores bastante qualificados que, dada esta oportunidade, poderiam usar esta “lacuna” para promover a aprovação de deliberações em assembleia geral que, embora nada tivessem que ver diretamente com um direito especial concedido a outro acionista, na prática o poderiam eliminar por completo. Para uma exposição das várias posições doutrinárias em contraponto, cfr. CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais...*, cit., pp. 147-153.

¹⁶² No caso das sociedades anónimas, esse consentimento deve ser dado por deliberação tomada em assembleia especial de acionistas titulares de ações da respetiva categoria: é o que nos diz o número 6 do artigo 24.º.

isto, portanto, que o regime de consentimento do titular de direito especial para a sua limitação ou eliminação é supletivo.

Significa isto que, por um lado, os estatutos sociais ou contrato do qual resulte a constituição de determinado direito especial podem prever que esse direito, atribuído a um ou alguns sócios ou a determinada categoria de ações, possa ser limitado ou eliminado pelos sócios em sede de assembleia geral¹⁶³, sem que para tal seja necessário o consentimento do titular do direito especial.

Por outro lado, a inderrogabilidade dos direitos especiais pode também ser afastada por regra legal. Vimos já acima um exemplo disso mesmo, aquando da nossa exposição acerca do direito de participação nas deliberações sociais, no que concerne ao artigo 531.º, número 2 do CSC, que estabelece que os direitos especiais de voto plural podem ser extintos ou limitados por deliberação dos sócios, sem o consentimento dos que sejam titulares desses direitos.

Assim, a atribuição de direitos especiais a certos sócios pode, neste sentido, seguir um de dois regimes, em função do desejado pelos sócios da sociedade: o regime da inderrogabilidade, pelo qual a coartação ou limitação do direito especial atribuído apenas poderá ser aprovada com consentimento do titular; ou o regime de derogabilidade, segundo o qual o direito especial atribuído poderá ser sempre eliminado ou limitado, desde que tal seja aprovado em assembleia geral, não sendo necessário que o titular do direito em questão dê o seu consentimento¹⁶⁴.

¹⁶³ No caso das sociedades anónimas, essa deliberação será tomada em assembleia especial de acionistas titulares de ações da respetiva categoria, conforme é previsto para a deliberação com necessidade de consentimento do titular do direito especial.

¹⁶⁴ Pergunta-se se, nesta última situação, os direitos especiais não acabam por perder um pouco da sua “especialidade”, na medida em que estes possam ser eliminados ou limitados por deliberação social. Neste sentido, diz-nos CRISTIANO DIAS que “não temos dúvidas em responder afirmativamente à questão, uma vez que, segundo esta configuração, os direitos especiais perdem a ideia de serem um privilégio inderrogável, deixando assim de ter um regime especial (...)”. O Autor sujeita, assim, estes direitos especiais derogáveis a uma nova categoria de direitos especiais atípicos ou impróprios, juntamente com outros direitos especiais, como por exemplo os direitos especiais criados por acordos parassociais. Sobre esta discussão e os direitos especiais atípicos, vd. CRISTIANO DIAS, *Os Direitos...*, cit., pp. 175-176 e 387 ss.

Não podemos seguir a linha argumentativa do Autor. O que atribui a “especialidade” a um direito especial não é, a nosso ver, o facto de este ser, ou não, inderrogável, embora a sua derogabilidade enfraqueça o “poder” do sócio titular desse direito de o poder exercer sem receio de que este seja limitado ou eliminado sem o seu consentimento. Ora, um direito especial consiste na atribuição de uma vantagem patrimonial (ou não patrimonial) a um determinado ou determinados sócio(s) (ou a determinada categoria de ações, na sociedade anónima) em relação aos demais sócios. O direito especial pode também ser entendido, de uma perspetiva mais ampla, como a vantagem atribuída a todos os sócios, e não apenas a alguns, com vista a acautelar o interesse de cada um deles na relação entre si e com a sociedade. A definição de direito especial, de resto, não assume a sua inderrogabilidade como condição da sua especialidade; é, sim, um elemento que visa tutelar a manutenção desse direito no seu titular a não ser que este dê o seu consentimento para a sua limitação ou coartação, ou seja,

Seguindo agora na nossa análise para o regime específico previsto para os direitos especiais atribuídos no seio de uma sociedade anónima, os números 4 e 6 do artigo 24.º dão-nos as regras base a seguir. No que diz respeito ao número 6, acerca da formalidade especial em relação ao consentimento do titular do direito especial, valem as nossas considerações acima.

Em relação ao número 4, este estabelece para estas sociedades a regra de que “os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de ações e transmitem-se com estas”.

Com efeito, em relação às sociedades anónimas em particular, a lei impede que os direitos especiais atribuídos o sejam a sócios em particular, apenas podendo ser atribuídos direitos especiais a categorias de ações que sejam criadas em função dos direitos especiais que preveem¹⁶⁵.

Tendo em conta a natureza da sociedade anónima, de substrato capitalista, o nosso legislador entendeu que os direitos especiais, a serem atribuídos, o seriam para promover o investimento na sociedade por certo tipo de investidores, tornando a participação social mais atrativa para estes, e não para atribuir alguma vantagem a um acionista ou outro em particular, atendendo à sua pessoa, já que nas sociedades anónimas a pessoa do acionista não tem tanto relevo.

Assim, a criação de categorias de ações com direitos especiais pela sociedade – as ações privilegiadas – pode servir propósitos muito relevantes de um ponto de vista económico-financeiro para a sociedade anónima, em especial quando a sociedade pretenda atrair investidores para injetar capital na sociedade através da emissão de novas ações. É neste aspeto, sobretudo, que faz sentido nesta sede falar nos direitos especiais e ações privilegiadas: acionistas investidores terão uma maior tendência a subscrever participações sociais em sociedades que ofereçam a oportunidade ao acionista de obter uma vantagem em relação aos demais, ainda que subscrevendo uma percentagem mais reduzida do capital social da sociedade.

visa dar ao titular do direito especial uma proteção extra, caso essa seja pretendida. De resto, o direito é especial porque o é em relação aos direitos ditos “normais” que são atribuídos a todos os sócios enquanto tal, mas não porque é inderrogável.

¹⁶⁵ Não quer isto dizer, contudo, que não se possa criar uma categoria de ações privilegiadas que apenas contenha em si uma única ação ou conjunto de ações pertencentes a um único acionistas. A lei não o impede, sendo, portanto, uma maneira que por vezes as sociedades anónimas têm de atribuir um direito especial a um acionista específico, sem contudo violar a regra da criação de categorias de ações.

Conforme acima dissemos em relação à criação de direitos especiais em geral, as ações privilegiadas podem ser criadas *ab initio*, aquando da constituição da sociedade¹⁶⁶, ou em momento posterior.

A criação subsequente de ações privilegiadas é também possível, podendo ser operada por duas vias: conversão de ações ordinárias em ações privilegiadas, ou aumento de capital.

Quando as ações privilegiadas sejam criadas por aumento de capital, há que ter em conta a existência de um direito de preferência dos acionistas na subscrição de novas ações relativamente a terceiros no que toca a aumentos de capital por entradas em dinheiro, conforme estabelecido no artigo 458.º do CSC. Assim, os restantes acionistas terão um direito de preferência em relação às ações privilegiadas a serem emitidas na sequência do aumento de capital a operar, sendo ainda de ressaltar que o número 4 deste artigo 458.º estabeleça uma regra especial em relação à emissão de ações de certa categoria já existente em resultado do aumento de capital. Diz-nos o referido preceito que “havendo numa sociedade várias categorias de ações, todos os acionistas têm igual direito de preferência na subscrição das novas ações, quer ordinárias, quer de qualquer categoria especial, **mas se as novas ações forem iguais às de alguma categoria especial já existente, a preferência pertence primeiro aos titulares de ações dessa categoria e só quanto a ações não subscritas por estes gozam de preferência os outros acionistas**”¹⁶⁷.

Resulta claro deste preceito, portanto, que a criação de ações privilegiadas de certa categoria pré-existente atribui a acionistas que já detenham ações dessa categoria preferência na sua subscrição em detrimento, em primeira linha, dos restantes acionistas e, em segunda linha, dos subscritores do aumento de capital¹⁶⁸.

Por fim, o número 4 do artigo 24.º diz-nos também que os direitos especiais inerentes às ações transmitem-se com estas, o que demonstra mais uma vez o caráter “impessoal” atribuído aos direitos especiais em sede de sociedades anónimas.

A transmissão de ações privilegiadas, a par da transmissão de ações em geral, está abrangida pelo princípio da livre transmissibilidade das ações nas sociedades anónimas.

¹⁶⁶ O artigo 272.º, alínea c) do CSC indica como parte do conteúdo obrigatório do contrato de sociedade “as categorias de ações que porventura sejam criadas, com indicação expressa do número de ações e dos direitos atribuídos a cada categoria”.

¹⁶⁷ Negrito nosso.

¹⁶⁸ Para maior desenvolvimento sobre esta temática, cfr. PEDRO DE ALBUQUERQUE, *Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas*, reimpressão da 1.ª edição, Almedina, Coimbra, 2004, pp.273-295.

Nesse sentido, diz-nos o artigo 328.º, número 1 do CSC que “o contrato de sociedade não pode excluir a transmissibilidade das ações nem limitá-la além do que a lei permitir”.

Assim, a transmissão de ações privilegiadas é, em princípio, livre, com a salvaguarda de possíveis restrições que podem ser impostas pela sociedade a essa transmissibilidade, dentro dos limites da lei. Esses limites estão estabelecidos no número 2 do artigo 328.º, que prevê que seja o contrato de sociedade a estabelecer os limites aí elencados: subordinar a transmissão das ações ao consentimento da sociedade (alínea a)), estabelecer um direito de preferência dos outros acionistas e as condições do respetivo exercício, no caso de alienação de ações (alínea b)), ou subordinar a transmissão de ações e a constituição de penhor ou usufruto sobre elas à existência de determinados requisitos, subjetivos ou objetivos, que estejam de acordo com o interesse social¹⁶⁹.

Assinalados os principais aspetos característicos da constituição de direitos especiais, em geral e na sociedade anónima em concreto, vale a pena agora abordarmos, ainda que brevemente, como pode a constituição de direitos especiais a favor de acionistas minoritários ser relevante para a compreensão do seu papel no seio da sociedade anónima e, em particular, como pode essa atribuição de direitos especiais criar incentivos à subscrição de ações por parte dos acionistas ativistas. É sobre estes pontos que nos vamos deter no próximo ponto.

4.2. A constituição de direitos especiais a favor de acionistas minoritários

Do que expusemos acima, ficou claro que a criação de direitos especiais em sociedades anónimas pode servir um propósito muito relevante de atração de novos investidores que, subscrevendo muitas vezes participações mais reduzidas no capital social da sociedade, pretendem contudo poder ter algum tipo de vantagem sobre os restantes acionistas.

Esta situação pode ser bastante relevante no âmbito da temática que temos vindo a abordar, dos investidores institucionais enquanto acionistas minoritários ativistas no seio de grandes sociedades anónimas. Com efeito, vimos acima que este tipo de investidor, em regra, procura posições de curto prazo em sociedades, adquirindo para o efeito participações minoritárias, procurando retirar das mesmas o maior retorno possível, e alienando logo em seguida a sua participação.

O estabelecimento de categorias de ações privilegiadas em relação a estes investidores pode servir dois propósitos importantes: para a sociedade, a disponibilização de ações

¹⁶⁹ Acerca destas limitações, vd. CRISTIANO DIAS, *Os Direitos...*, cit., pp. 305-308.

privilegiadas a novos investidores torna a sociedade atrativa, gerando assim um benefício económico-financeiro relevante, em especial se a sociedade estiver com necessidades de capital; para os investidores, as ações privilegiadas são um caminho para a obtenção de vantagens especiais que não obteriam de outra forma, na medida em que apenas estão interessados em adquirir participações reduzidas no capital social, sendo-lhes dada assim a oportunidade de intervir mais ativa e legitimamente na gestão da sociedade.

A criação de direitos especiais é extremamente relevante também para um investidor particular: as sociedades (ou fundos) de capital de risco. O capital de risco, que definiremos na próxima secção, assume um papel muito relevante atualmente no incentivo ao crescimento e recuperação de sociedades, em Portugal e no estrangeiro. Neste sentido, o investimento em sociedades, feito através da aquisição de participações sociais mais ou menos significativas no capital social das sociedades relevantes, vem em regra aliado à constituição de variadas categorias de ações privilegiadas, adaptadas a cada tipo de investidor e conforme os propósitos de investimento e retorno previstos pela sociedade de capital de risco na sociedade participada.

Podemos perguntar-nos, então, qual a forma mais comum de negociar e constituir este tipo de direitos entre a sociedade participada e sociedade de capital de risco. Neste ponto, embora o próprio contrato de compra e venda de ações possa estabelecer certos direitos e deveres gerais que devem ser observados pelas partes, estes são sempre concretizados em acordos parassociais, celebrados em regra em momento imediatamente posterior ao da formalização da aquisição das participações sociais.

Não nos iremos deter, aprofundadamente, sobre as características dos acordos parassociais e sua natureza em geral, por não consideramos esses aspetos necessariamente relevantes para os efeitos aqui pretendidos¹⁷⁰. Diremos, contudo, que a sua popularidade é comprovada entre acionistas, em especial quando um dos acionistas seja uma sociedade de

¹⁷⁰ Os acordos parassociais constituem pactos acessórios celebrados entre os sócios de uma sociedade de forma a regular o seu comportamento no seio da mesma, podendo ser celebrados entre todos ou apenas alguns sócios. São bastante populares na prática societária, e ainda mais em relação às sociedades anónimas, onde a diversidade de acionistas pode, por vezes, impor a criação de sinergias entre alguns ou todos para que se possa retirar da sociedade toda a sua potencialidade, em benefício do interesse social. Para um aprofundamento da matéria dos acordos parassociais, cfr., por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Acordos Parassociais*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 61, II, 2001, pp. 529-542; ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Notas sobre os acordos parassociais relativos à transmissão de ações (em especial, os acordos ditos “de bloqueio”)*, in *Estudos em Memória do Professor Doutor J. L. Saldanha Sanches*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 29-55; ANA FILIPA LEAL, *Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito Português*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano 1, n.º 1, 2009, pp. 135-183.

capital risco, fundo de investimento em geral, ou mesmo um outro acionista investidor com interesse em obter uma vantagem em relação aos outros acionistas na sociedade.

Outra das questões que podemos fazer nesta sede é a de que tipo de direitos especiais se podem atribuir, em geral, aos acionistas e, em especial, que tipo de direitos especiais costumam estar presentes nestes acordos parassociais, relevantes para estes efeitos.

A primeira questão não encontra resposta expressa na lei. Com efeito, o nosso legislador tomou uma opção pela não enunciação, nem taxativa nem exemplificativa, dos direitos especiais passíveis de serem constituídos nas sociedades, o que pode ser considerado positivo no sentido de que não há uma limitação expressa ao tipo de matérias sobre as quais um direito especial pode incidir e ser constituído¹⁷¹. Assim, é entendido comumente que os direitos especiais podem incidir sobre qualquer matéria que não seja proibida por lei¹⁷². Por outro lado, o nosso CSC apenas regula expressamente dois tipos de direitos especiais: as ações preferenciais sem voto¹⁷³ e as ações remíveis¹⁷⁴, previstas nos artigos 341.º e seguintes e 346.º e seguintes do CSC, respetivamente.

Em relação ao segundo aspeto, os acordos parassociais são documentos bastante atrativos porque permitem às partes, dentro dos limites da lei e da autonomia privada, estabelecer os princípios que mais lhes aprouverem. Ainda assim, existem determinados tipos de direitos especiais que costumam surgir com mais frequência em acordos parassociais.

Neste âmbito, vamos assinalar, a título exemplificativo, três cláusulas que são usualmente incluídas nestes acordos¹⁷⁵: as cláusulas de *tag along*, as cláusulas de *drag along* e os pactos de bloqueio.

¹⁷¹ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS diz-nos que “a omissão da lei, no que concerne a uma definição, ou mesmo a uma descrição ou uma enumeração dos poderes especiais, não é criticável. Pelo contrário, é louvável que tenha resistido à tentativa de definir, em que demasiadamente cai a lei portuguesa”. Vd. *A Participação Social...*, cit., p. 248.

¹⁷² Um exemplo de uma proibição da lei é o artigo 391.º, número 2, *in fine* do CSC, que estabelece que pelo contrato de sociedade não pode ser atribuído a certas categorias de ações o direito de designação de administradores. Sobre este tema, cfr. RICARDO SERRA CORREIA, *Os Direitos Especiais à Luz do CSC e do Direito da União Europeia – Algumas reflexões*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, IV, ano 73, 2013, pp. 1389-1422.

¹⁷³ Sobre as ações preferenciais sem voto, cfr. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Ações preferenciais sem voto*, in *Problemas do Direito das Sociedades*, 1.ª edição, Almedina, Coimbra, 2002, pp. 281-320; MANUEL POIRIER BRAZ, *Sociedades Comerciais e Direitos Especiais*, Livraria Petrony – Editores, 2010, pp. 91 ss.; CRISTIANO DIAS, *Os Direitos...*, cit., pp. 332 ss.

¹⁷⁴ Acerca das ações remíveis, cfr. CRISTIANO DIAS, *Os Direitos...*, cit. pp. 340 ss.; PAULO OLAVO CUNHA, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993; MANUEL POIRIER BRAZ, *Sociedades Comerciais...*, cit., pp. 94 ss.

¹⁷⁵ Mais exemplos de cláusulas podem ser vistos em CRISTIANO DIAS, *Os Direitos...*, cit., pp. 412 ss.

As cláusulas de *tag along* caracterizam-se por implicarem que, numa situação de potencial alienação das participações sociais detidas na sociedade pelos seus acionistas majoritários¹⁷⁶, os acionistas minoritários terão o direito potestativo de os acompanhar nessa venda, alienando igualmente as suas participações sociais nas mesmas condições que os acionistas majoritários.

Por outro lado, a cláusula de *drag along* estabelece o direito potestativo dos acionistas majoritários de, em situação de potencial alienação das suas participações sociais, forçarem os restantes acionistas minoritários a venderem também as suas participações sociais, por forma a facilitar a venda da totalidade do capital social da sociedade.

Os pactos de bloqueio, por fim, operam através de cláusulas que preveem formas de limitar a transmissibilidade das ações dos acionistas envolvidos para lá do que se encontra estabelecido nos estatutos sociais da sociedade, por exemplo sujeitando a transmissão ao consentimento das restantes partes do acordo parassocial¹⁷⁷.

De resto, os acordos parassociais podem estabelecer, para além de direitos especiais, outras cláusulas através das quais acionistas minoritários podem ganhar o controlo, mais ou menos limitado, da sociedade. A par dos direitos especiais, essas cláusulas podem resultar na obtenção, por acionistas minoritários, de uma posição tão ou mais favorável do que uma resultante da detenção de uma percentagem do capital social significativa.

A importância dos acordos parassociais nesta sede é, como tal, de ordem substancial, razão pela qual nos detivemos um pouco sobre as suas implicações. Feito este excuro, vamos passar agora à última secção desta nossa dissertação, mais breve, mas importante para a compreensão do fenómeno do ativismo societário e dos “novos” acionistas minoritários no contexto das sociedades em Portugal.

¹⁷⁶ Isto é, pelos acionistas majoritários partes no acordo parassocial, na medida em que este apenas tem eficácia obrigacional, valendo entre as partes mas não em relação aos sócios que dele não fizeram parte. É o que nos diz o artigo 17.º, número 1 do CSC.

¹⁷⁷ Sobre estes pactos de bloqueio, cfr. ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Notas sobre os acordos parassociais...*, cit., pp. 29-55.

5. O acionista investidor e o seu papel no contexto de realidades societárias específicas: notas breves

Chegados a este momento da nossa dissertação, e depois de tudo o que ficou dito acerca da temática dos acionistas minoritários e dos investidores institucionais, vamos deter-nos sobre um último ponto relevante para a compreensão de tudo o que até agora temos vindo a dizer.

Esse ponto é o da descrição, ainda que breve, de algumas das características principais de certas figuras-chave no plano do estudo dos investidores institucionais e acionistas minoritários. Em particular, vamos agora focar-nos na compreensão, por um lado, dos fundos de investimento, numa perspetiva geral, e do capital de risco, em especial; por outro lado, também dos *hedge funds*, enquanto figura autónoma relevante no âmbito do investimento minoritário e de curto prazo em sociedades. Depois, e como último ponto, iremos deter-nos sobre a figura das empresas familiares e as especificidades que as mesmas trazem a estas matérias, particularmente no que diz respeito à existência de acionistas minoritários no seu seio e como funcionam as relações entre si e a sua estrutura orgânica, tentando entender em que medida diferem esses aspetos da orgânica societária dita “normal”.

5.1. Os fundos de investimento: em especial, o capital de risco

Os organismos de investimento coletivo (OICs), dentro dos quais os fundos de investimento se inserem¹⁷⁸, são “(...) patrimónios autónomos tipicamente constituídos para permitirem o aforro coletivo segundo um princípio de divisão de riscos”¹⁷⁹.

Esta definição, embora vaga, dá-nos a entender a ideia geral por detrás dos fundos de investimento, de diversificação do risco – através do investimento – para permitir a poupança de um grupo – os participantes do fundo – através de um património autónomo constituído para representar esse grupo e gerir o seu capital.

Os fundos de investimento podem gerir diversos ativos, nos termos da lei¹⁸⁰, entre os quais participações sociais em sociedades, o que aqui releva para os efeitos pretendidos. As

¹⁷⁸ Os organismos de investimento coletivo subdividem-se em fundos de investimento (mobiliário ou imobiliário) e em sociedades de investimento (mobiliário ou imobiliário), dependendo da sua forma jurídica e ativos geridos. A obra clássica nesta temática é a de ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário – Regime jurídico*, Almedina, Coimbra, 1999, para a qual remetemos para o aprofundamento das matérias de compreensão da figura.

¹⁷⁹ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., p. 795.

carteiras de ativos podem conter participações sociais em diversas sociedades, nacionais e internacionais, sendo recomendável que o fundo apresente uma diversidade de investimentos superior, de forma a diversificar o risco do participante do fundo, que é o investidor final.

Por outro lado, as sociedades de capital de risco dedicam-se exclusivamente ao investimento em sociedades com potencial de crescimento¹⁸¹, por períodos relativamente curtos de tempo, com o objetivo de criar valor acrescentado nas sociedades participadas e poder desinvestir passado um período de tempo estipulado¹⁸².

Demos um passo atrás em relação a toda a análise já feita até ao momento para que se consiga entender o cenário em que nos movimentamos no âmbito da aquisição de participações minoritárias em sociedades.

É que estes investidores, em especial as sociedades de capital de risco, cuja atividade profissional é a de investir em sociedades e procurar maximizar o retorno do seu investimento, gerindo as sociedades nas quais investem, não terão, em princípio, um interesse “pessoal” no sucesso da sociedade: por outra, as sociedades participadas são vistas como projetos, que podem correr bem ou mal, e em relação aos quais os participantes – investidores finais – da sociedade (ou fundo) de capital de risco estarão atentos.

As relações que se estabelecem no âmbito dos fundos e sociedades de capital de risco e, em geral, dos fundos de investimento, vão para além, contudo, da relação entre o fundo enquanto investidor institucional – acionista minoritário – e a sociedade participada.

Focando-nos apenas no capital de risco, deixando de parte o fenómeno em relação a fundos de investimento em geral¹⁸³, e tendo em consideração todos os intervenientes em

¹⁸⁰ O Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pela Lei n.º 16/2015, rege atualmente a atividade dos OICs, nas suas várias modalidades, aplicando-se, na medida em que não exista legislação específica, aos fundos de investimento. No caso específico do capital de risco, o Regime jurídico do capital de risco, do empreendedorismo social e do investimento especializado (RJCR), aprovado pela Lei n.º 18/2015, é o diploma a ter em consideração.

¹⁸¹ As empresas que normalmente recorrem a sociedades de capital de risco buscam financiamento. A procura por este tipo de solução é relevante particularmente em “(...) empresas em fase de instalação e desenvolvimento, que se encontram com dificuldades de tesouraria e de acesso ao crédito bancário (em virtude de juros excessivamente altos, da exigência de garantias, etc.): estas são, frequentemente, empresas que apresentam um projeto com potencialidades de sucesso mas às quais faltam condições iniciais para o seu desenvolvimento”. Do mesmo modo, também empresas já instaladas mas com dificuldades financeiras podem procurar este tipo de investimento, por não conseguirem cumprir com exigências do banco, mas já não por estarem em fase inicial, e sim em fase de potencial incumprimento. Vd. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, cit., p. 71.

¹⁸² A definição da Lei n.º 18/2015 é bastante compreensiva: considera-se capital de risco “a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respetiva valorização”.

¹⁸³ Sobre o tema, vd. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, cit., pp. 68 ss.

cena, o potencial desalinhamento de interesses no próprio seio do capital de risco é tremendo e bastante disseminado.

Com efeito, o capital de risco é uma área onde o conflito de interesses é considerado, mais do que normal, desejado. Isso resulta claro nos Estados Unidos da América, por exemplo, onde o financiamento por recurso ao capital de risco é tão comum que até o investimento em empresas detidas por sócios da sociedade de capital de risco é visto como algo normal¹⁸⁴.

Assim, os conflitos de interesses no capital de risco podem existir (i) entre entidade gestora, sociedade investida e os seus administradores; (ii) decorrentes de investimentos conflituantes do fundo; (iii) entre entidade gestora e o fundador; (iv) entre entidade gestora e outros investidores / acionistas da sociedade investida; e ainda (v) entre entidade gestora e participantes no fundo por si gerido¹⁸⁵.

O RJCR (Lei n.º 18/2015), que rege a disciplina do investimento por capital de risco, por outro lado, trata em alguns artigos a questão dos conflitos de interesses, não os proibindo mas impondo certos deveres aos intervenientes. De resto, mesmo o tratamento legal das questões não é completo, tendo em conta a multiplicidade de situações que potencialmente se podem colocar nesta sede¹⁸⁶.

No que concerne ao papel da sociedade de capital de risco enquanto acionista investidora, e para lá de todas as considerações tecidas acima sobre a temática, devemos acrescentar que o facto de existir um distanciamento entre a sociedade de capital de risco e o investidor final, o que pode potencialmente gerar intricados problemas relacionados com a gestão de uma participação social em representação de alguém que não tem, sequer, noção da identidade da sociedade onde detém participação, apresenta-se contudo no caso do capital de risco com uma pequena nuance.

É que o investimento feito pelas sociedades de capital de risco em sociedades visa a sua reestruturação, ou avanço, o que significa que, enquanto mantiverem a sua posição nessas sociedades, é do seu interesse que a sociedade investida vingue e cresça, de modo a que o

¹⁸⁴ O exemplo que damos remonta a 2015. Vd. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, cit., pp. 71 ss., que nos cita ainda a célebre frase de JOHN DOERR, “*No conflict, no interest*”, para concluir que pode ser considerado que, “(...) sem acesso privilegiado e sem conflito de interesses, não há interesse em investir”.

¹⁸⁵ Para um desenvolvimento sobre cada um destes aspetos, vd. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, cit., pp. 76 ss.

¹⁸⁶ Segundo ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, a solução para esta questão não passa por mais regulação: “(...) é preferível o recurso a um critério flexível de decisão, consubstanciado pela imputação de deveres de lealdade”. Vd. *Manual de Governo...*, cit., p. 73.

projeto corra bem e a sociedade de capital de risco possa fazer o *exit* – desinvestimento – da melhor forma. Este aspeto tem uma grande conotação reputacional, não sendo favorável à sociedade de capital de risco que os seus investidores e outros potenciais investidores vejam os projetos daquela sociedade de capital de risco em particular a serem mal sucedidos.

Nem que seja por este motivo, cremos que a posição do capital de risco neste âmbito pode apresentar menores riscos de má gestão ou gestão no único e exclusivo interesse da sociedade de capital risco e não da sociedade investida – embora admitamos que, nestes casos, e pelos motivos acima indicados, estes possam coincidir.

5.2. Os *hedge funds*

O caso dos *hedge funds* tem já contornos diferentes. Os *hedge funds* são um tipo de fundo de investimento muito particular, nos quais a finalidade genérica é a obtenção de retorno absoluto do investimento, sucedendo não raras vezes estar este retorno absoluto associado a uma ideia de investimento de curto prazo¹⁸⁷.

A definição concreta de *hedge fund* é muito difícil de descortinar, por existirem inúmeras versões deste fundo com técnicas de investimento, gestão e ativos investidos diversos¹⁸⁸. Neste sentido, embora o risco associado ao investimento seja extremamente elevado, também pode ser o retorno, razão pela qual este tipo de fundo pode ser considerado atrativo pelos investidores.

Os *hedge funds* distinguem-se do capital de risco precisamente com base na característica deste que mencionámos acima: o capital de risco, embora assuma um carácter temporário, está focado na gestão da sociedade investida e, por vezes, no seu controlo total. Por outro lado, os *hedge funds* investem em sociedades sem qualquer tipo de pretensão de interferir na sua gestão ou obter controlo por alguma forma, antes exercendo pressão sobre a administração das sociedades investidas quando necessitam de aumentar a rentabilidade do seu investimento na sociedade.

Isto dito, torna-se bastante claro o problema do investimento por *hedge funds* em sociedades. O perfil do *hedge fund* enquanto acionista é o de um acionista que irá exercer os seus direitos e o seu poder de influência num sentido obviamente virado para os seus

¹⁸⁷ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., p. 839.

¹⁸⁸ Vd. PAULO CÂMARA, *Manual...*, cit., pp. 839 ss. O Autor diz-nos mesmos que “não há, aliás, uma harmonização das classificações adotadas em termos de estratégias dos *hedge funds*, o que constitui sinal de que a qualificação utilizada não é indício suficientemente seguro do grau de risco envolvido”. Embora a ESMA (*European Securities and Markets Authority*) tenha avançado com as classificações mais usuais que distinguem estratégias dos *hedge funds*, o facto é que estes podem apresentar-se com inúmeros formatos.

interesses na maximização do lucro da sociedade investida, sem que seja tido em conta o interesse da própria sociedade¹⁸⁹.

As soluções apontadas para o problema dos *hedge funds* no contexto do investimento societário passam pela necessidade de regulação. Num momento inicial, avançou-se com a teoria de que essa regulação deveria ser indireta, educando os investidores e as contrapartes dos *hedge funds*, passando pela aplicação de deveres fiduciários de diligência no investimento e no financiamento de *hedge funds*.

Posteriormente, a autorregulação ganhou também margem neste âmbito, baseado em técnicas de *soft law* para impor deveres de informação, entre outros, aos *hedges funds*.

Por fim, entrou-se no plano da regulação direta, tendo ficado a convicção de que a imposição de deveres de informação aos *hedge funds* e o seu fortalecimento seriam a via mais indicada a desenvolver¹⁹⁰.

5.3. As empresas familiares

Por fim, entramos no plano das empresas familiares. As nossas breves considerações a respeito desta realidade societária específica afastam-se, agora, do plano do investimento em sociedades.

O objetivo deste ponto é, por outro lado, o de entender as especificidades de governo societário, relação entre acionistas majoritários e minoritários, e conflitos de interesses que podem surgir como fruto do encontro entre o governo familiar e o governo societário.

A empresa familiar constitui uma realidade muito específica, em termos das particularidades que suscita a duplicidade de relações, familiares e acionistas, que se estabelecem entre os protagonistas da mesma, mas nem por isso é uma figura estranha à prática societária portuguesa e, de resto, à internacional¹⁹¹.

¹⁸⁹ Neste sentido, diz-nos ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA que “(...) a atuação dos *hedge funds* é particularmente problemática do ponto de vista dos conflitos de interesses que gera, por ocorrer no interesse dos seus investidores independentemente de as estratégias seguidas beneficiarem os acionistas em geral e os demais *stakeholders* (*hedging related conflicts*)”. Vd. *Manual de Governo...*, cit., p. 67.

¹⁹⁰ Sobre esta evolução regulatória, vd. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., pp. 842-844.

¹⁹¹ De facto, o estudo das empresas familiares é muito pouco aprofundado em Portugal, mas tem merecido largas considerações em ordenamentos como o norte-americano ou o alemão. Sobre as empresas familiares e o *corporate governance* no ordenamento jurídico brasileiro, vd. ARNALDO DE LIMA BORGES NETO, *Da Corporate Governance à governança familiar: um contributo à aplicação dos princípios da governança corporativa e seus instrumentos às sociedades empresárias de responsabilidade limitada brasileiras de estrutura familiar*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano 8, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 131-209.

De facto, e embora possamos discutir o conceito concreto de empresa familiar e qual o patamar da árvore genealógica, e de número de membros da família na sociedade, a partir dos quais a sociedade deixa de ser “normal” e passa a ser familiar¹⁹², o facto é que mesmo as estruturas familiares mais complexas podem ser encontradas no nosso País¹⁹³, o que demonstra a importância do tema e a necessidade de o regular em termos que permitam retirar da lei, ou da doutrina, coordenadas gerais de tratamento do tema.

A temática das empresas familiares revela-se relevante, em especial, porque as relações familiares adicionam um grau de complexidade ao governo das sociedades que implica a procura de soluções específicas para a estrutura organizativa destas sociedades.

As empresas familiares caracterizam-se, principalmente, por serem controladas por um ou mais membros de uma família¹⁹⁴, que também controlam, ou pelo menos influenciam, a gestão desta, estando focados na continuidade da empresa na família, pela transição geracional e na manutenção das relações familiares também no âmbito societário.

Por outro lado, as empresas familiares tendencialmente tomam decisões de forma mais informal, e preferem investir os lucros na própria sociedade, ao invés de os distribuir ou investir noutros aspetos, sendo o elemento da confiança intrafamiliar extremamente relevante.

Do *supra* exposto resulta que as relações familiares no seio do governo societário podem apresentar diferenças ao nível da própria estrutura, na medida em que haverá que definir os membros da família que terão o controlo acionista, os que terão participações minoritárias, bem como a quem incumbirá a gestão da sociedade, tudo isto tendo em consideração que o objetivo final da família será, por um lado, manter uma relação saudável intrafamiliar e, por

¹⁹² Com efeito, o Direito não dispõe de uma definição de empresa familiar. Assim, é possível questionarmo-nos acerca do conceito de “família” para efeitos da qualificação de uma sociedade como sendo familiar: um empresário, casado e com filhos, que seja o único sócio de uma empresa será dono de uma empresa familiar? Parece faltar-nos aqui um elemento de multiplicidade de elementos envolvidos ativamente na sociedade para o podermos considerar assim. Um possível critério a apresentar poderá ser o de que a empresa familiar existe a partir do momento em que a geração fundadora da empresa vê os seus filhos revelar interesse pela sua atividade e querer nela ter uma voz ativa. Neste sentido, vd. STEPHANIE BRUN DE PONTET, CRAIG E. ARONOFF, DREW S. MENDOZA e JOHN L. WARD, *Siblings and the Family Business – Making it work for business, the family, and the future*, A Family Business Publication, Palgrave Macmillan, 2012.

¹⁹³ São exemplos disso a Sonae, Mota-Engil, Grupo Granadeiro, Grupo Luís Simões ou Grupo Jerónimo Martins, juntamente com várias outras sociedades de maior ou menor dimensão que são, até hoje, geridas por familiares ou pessoas ligadas à família, muitas delas tendo inclusivamente estabelecido já mecanismos de regulação do envolvimento dos membros da família nas sociedades e sucessão geracional.

¹⁹⁴ Ou parceria de famílias. Vd. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, cit., p. 37.

outro lado, garantir a perpetuação da sociedade na família,¹⁹⁵ caindo o lucro para um plano secundário.

No que diz respeito aos modelos de detenção de capital, podemos indicar a existência de quatro grandes modelos de *ownership*¹⁹⁶: o proprietário-empresário (*owner-operator*); parceria (*partnership*); diluído ou colaborativo (*distributed*); e concentrado (*nested*).

O primeiro modelo é característico do momento fundacional da empresa familiar, existindo um único sócio fundador, que desenvolve a sua atividade nesta. Este modelo concentra no fundador o poder de decisão e, embora possa funcionar bem em termos de transição geracional caso exista um único descendente, já se o objetivo for o envolvimento familiar alargado, ou se família próxima (i.e. filhos) for mais numerosa, poderá este modelo ser posto em causa.

O segundo modelo é o mais comum após a primeira transição geracional. O fundador passa a empresa para o conjunto dos seus filhos, que trabalham em conjunto na empresa, liderando-a, sendo os únicos que beneficiam dela economicamente. Este modelo implica já o estabelecimento de regras quanto à intervenção de cada irmão na sociedade, embora exista uma lógica igualitária no substrato da gestão da empresa familiar, tendo cada irmão uma participação social idêntica.

O terceiro modelo opera de forma similar ao anterior, embora com um número muito superior de membros da família, extravasando já a transição geracional de pais para filhos e podendo incluir a presença de outros familiares. A lógica igualitária já não opera e critérios mais estritos de escolha dos membros da família para participarem ativamente na estrutura acionista e gestão da sociedade devem ser implementados. Este é um modelo já mais complexo que implica a existência de regras muito bem estruturadas e formalizadas que, salvo exceções, tiveram de ser criadas por um conjunto mais pequeno de pessoas – o grupo

¹⁹⁵ O ponto da sucessão familiar é bastante sensível e envolve um cuidado, ao nível do Direito, em saber fazer coexistir, por um lado, os aspetos societários e de governo das sociedades que impõem ser tratados e, por outros, os aspetos de Direito das Sucessões que não podem, nem devem, ser descurados. Esta complexidade na transição geracional revela-se em resultado de diversos estudos dedicados à temática da transição geracional nas empresas que têm revelado que a vida de uma empresa familiar tende a não ultrapassar a terceira geração. Um estudo conduzido pela PwC em 2016 mostra que apenas 30% das empresas familiares sobrevive à mudança da primeira geração para a segunda (portanto, de pais / fundadores para filhos / irmãos), 12% à passagem para a terceira geração (de filhos / irmãos para netos / primos) e 3% à transição para a quarta geração. Estudo disponível em <https://www.pwc.com/gx/en/services/family-business/family-business-survey-2016/succession.html>.

¹⁹⁶ Seguindo aqui de perto os modelos propostos por JOSH BARON e ROB LACHENAEUR, *The 5 Models of Family Business Ownership*, Harvard Business Review, 2016, disponível em <https://hbr.org/2016/09/the-5-models-of-family-business-ownership>).

restrito de familiares que terá uma participação social superior na sociedade e estará mais diretamente envolvido na sua gestão.

Por fim, o quarto e último modelo é o mais complexo e aquele que pode ser implementado numa fase inicial de passagem do negócio de pais para filhos ou numa fase posterior de segunda ou terceira transição. É um modelo que reúne características, quer do modelo de parceria, quer do modelo diluído, e caracteriza-se essencialmente por deixar de existir nele a detenção direta de ações na empresa familiar por pessoas singulares. Assim, passam a existir ramos familiares, cada um detentor de uma sociedade – uma *holding* –, todas as sociedades detendo participações sociais na empresa familiar. Este modelo tem óbvias vantagens na proteção de conflitos familiares e organização dos negócios da família.

Podemos perguntar-nos, em resultado desta exposição, qual o papel do acionista minoritário nestas estruturas familiares complexas. No âmbito das empresas familiares, podemos dizer que a figura do acionista minoritário acaba por ser tratada de maneira um pouco diferente, pois os acionistas minoritários são membros da família, primos, tios, envolvidos na gestão da empresa e próximos do grupo restrito de pessoas que detém a maioria do capital social.

O acionista minoritário familiar terá sempre um papel ativo na sociedade: ele é, de resto, membro da família, tendo um acesso à empresa familiar e aos membros desta que não se verifica em mais nenhuma das situações que até agora tratámos. A nosso ver, os conflitos de interesses entre acionistas são muito mais complexos nesta sede, por tratarmos de relações familiares e, como tal, conflitos familiares. Os acionistas, independentemente da percentagem de capital social que detenham na empresa familiar, têm sempre acesso fácil e direto, não só aos acionistas majoritários, mas também aos membros do órgão de administração, podendo partilhar as suas posições, tentar exercer a sua influência e criar, em última instância, desalinhamento de interesses entre ramos familiares, e mesmo intrafamiliares.

Nesta senda, os chamados protocolos familiares¹⁹⁷ são imperiosos para estabelecer, não só as relações entre acionistas, como questões de estabelecimento de políticas de empresa quanto a questões familiares, como seja quem pode ser titular de ações, quem pode trabalhar na empresa, como se devem processar recrutamentos de membros da família, entre outros.

¹⁹⁷ Estes protocolos familiares são em tudo idênticos a acordos parassociais, com a particularidade de que são celebrados no seio de empresas familiares entre membros dos ramos familiares. Vd. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo...*, cit., pp. 61-62.

Também a constituição de órgãos especiais para a família pode ser relevante neste âmbito, como por exemplo a criação de uma assembleia de família e de um conselho de família, em tudo idênticos à assembleia geral de acionistas e conselho de administração, mas reunindo à parte para discussão de temas relacionados com a “governança familiar”.

Em suma, a tutela dos direitos dos acionistas minoritários nesta sede acaba por se desviar da estudada até agora, não por não ser aplicável, mas por surgiram questões para lá do Direito que exigem uma averiguação do plano social e pessoal da relação entre membros da mesma família. O estudo desta realidade deve, contudo, ser mais aprofundado e, sobretudo, existe um contributo prático relevante a ser dado neste contexto, na medida em que as questões de *governance* familiar ultrapassam, as mais das vezes, o plano jurídico-teórico.

6. Síntese conclusiva

I. O sócio, enquanto protagonista da sociedade comercial portuguesa, é detentor de uma participação social que lhe atribui um conjunto de direitos e deveres que devem ser observados no dia-a-dia da sociedade e exercidos em relação a esta ou no seu relacionamento com outros sócios.

II. O papel do sócio na sociedade é influenciado, em parte, pelo tipo societário em causa. Nesse sentido, o acionista da sociedade anónima acaba por ter uma posição de menor relevo nesta, caracterizada por um pendor capitalista e relevando menos a identidade dos seus sócios.

III. Ao relacionamento entre sócios subjaz um princípio básico de igualdade de tratamento, que tem diversas concretizações, implicando um tratamento igual das situações que se afiguram iguais, e tratamento diferente das situações que são diferentes, na medida da sua respetiva diferença. Assim, a igualdade de tratamento não significa que se dê um tratamento absolutamente idêntico a todos os acionistas, mas sim um tratamento equitativo.

IV. Os direitos e deveres que assistem aos sócios em geral têm concretizações específicas no que diz respeito à sociedade anónima, mostrando-se que do seu estudo podem resultar certas salvaguardas direcionadas à tutela do acionista minoritário perante situações em que este poderia ficar numa situação de desigualdade em relação aos acionistas majoritários. Isto sucede, por exemplo, em relação à participação em deliberações sociais e ao direito à informação.

V. O acionista minoritário clássico é caracterizado por uma “apatia racional” em relação à sua participação na sociedade, impendendo sobre si uma generalizada sensação de passividade e despreocupação, deixando a condução dos negócios da sociedade para os seus administradores, que são geralmente eleitos pelos acionistas controladores.

VI. Um novo tipo de acionista minoritário tem surgido, mais ativo – ou ativista –, ligado à detenção de participações sociais minoritárias por investidores institucionais que pretendem exercer o seu poder de influência sobre outros acionistas e órgãos de gestão no sentido de conseguir, para si, a maximização do retorno do seu investimento.

VII. O governo das sociedades tem tentado criar mecanismos de incentivo de participação pelos acionistas minoritários nas sociedades participadas, através da criação de códigos de governo societário. A nível da legislação europeia, o mesmo esforço tem sido desenvolvido.

VIII. A constituição de direitos especiais dos acionistas apresenta-se como um mecanismo bastante utilizado para a atração de novos investidores para sociedades, que obtêm vantagens econômico-financeiras com isso.

IX. Os acordos parassociais são pactos acessórios celebrados entre os sócios de uma sociedade de forma a regular o seu comportamento no seio da mesma, podendo ser celebrados entre todos ou apenas alguns sócios. Eles são bastantes celebrados com acionistas minoritários e, em especial, com investidores institucionais e outro tipo de acionistas qualificados, a fim de regular a entrada dos mesmos no capital social da sociedade visada.

X. As sociedades de capital de risco, em especial, constituem investidores institucionais particulares, na medida em que a aquisição de participações sociais em sociedades é feita com o intuito de ingerência no controlo e gestão da sociedade para fomentar o seu crescimento, ou reestruturação, com o fim de, chegado o momento do desinvestimento, a sociedade tenha um valor superior ao inicial e o retorno dos investidores da sociedade de capital de risco seja superior.

XI. Os *hedge funds* são fundos de investimento perigosos, na medida em que investem em sociedades sem qualquer tipo de pretensão de interferir na sua gestão ou obter controlo por alguma forma, antes exercendo pressão sobre a administração das sociedades investidas quando necessitam de aumentar a rentabilidade do seu investimento na sociedade. Soluções regulatórias têm sido tentadas com o intuito de melhor informar investidores dos riscos associados a este tipo de investimento e de impor deveres de diligência e informação aos próprios *hedge funds*.

XII. As empresas familiares são uma realidade societária extremamente específica, que requer um estudo concentrado, para lá das questões jurídicas, em aspetos pessoais e sociais relacionados com os membros da família. Mecanismos de estruturação da titularidade da empresa familiar devem ser implementados e protocolos familiares devem ser celebrados de forma a obter as melhores soluções de compromisso entre membros da mesma família perante possíveis conflitos familiares.

7. Bibliografia citada

AA.VV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário, volume I (Artigos 1º a 84º)*, Jorge M. Coutinho de Abreu (coord.), IDET (códigos), Almedina, Coimbra, 2010;

AA.VV., *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, Almedina, Coimbra, 2011;

AA.VV., *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (coord. António Menezes Cordeiro), 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011;

AA.VV., *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Coleção Governance Lab, Almedina, Coimbra, 2012;

AA.VV., *O Governo das Organizações – A vocação universal do corporate governance*, Coleção Governance Lab, Almedina, Coimbra, 2011;

ABREU, JORGE COUTINHO DE:

- *Suprimentos*, Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura, II, FDUL, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 71-80;

- *Do abuso de direito – ensaio de um critério em direito civil e nas deliberações sociais*, reimpressão, Almedina, Coimbra, 1999;

- *Curso de Direito Comercial*, volume II, 4.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011.

ALBUQUERQUE, PEDRO DE, *Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas*, reimpressão da 1.ª edição, Almedina, Coimbra, 2004;

ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Volume 1 – As Sociedades Comerciais*, 7.ª edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2013;

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA:

- *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização da Empresa Plurissocietária*, Almedina, Coimbra, 2002;

- *Grupos de Sociedades - Aquisições Tendentem ao Domínio Total*, Almedina, Coimbra, 2003;

ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, *Direito Comercial*, vol. IV, (Sociedades Comerciais), 1993;

ASCENSO, JOÃO MIGUEL, *As sociedades não lucrativas. Breve análise do direito dos sócios aos lucros*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano 3, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 811-856;

BARON, JOSH e ROB LACHENAEUR, *The 5 Models of Family Business Ownership*, Harvard Business Review, 2016, disponível em <https://hbr.org/2016/09/the-5-models-of-family-business-ownership>).

BLACK, BERNARD S., *Shareholder Passivity Reexamined*, Michigan Law Review, vol. 89, 1990, pp. 520-608, disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=366820>;

BRADLEY, MICHAEL e MICHAEL R. ROBERTS, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, in 6th Annual Texas Finance Festival (13 de Março de 2004), disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=585882;

BRANCO, SOFIA RIBEIRO, *O Direito dos Acionistas à Informação: o mesmo direito 20 anos depois?*, Almedina, Coimbra, 2008;

BRAZ, MANUEL POIRIER, *Sociedades Comerciais e Direitos Especiais*, Livraria Petrony – Editores, 2010;

CÂMARA, PAULO:

- *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.^a edição, Almedina, Coimbra, 2016;
- *Acordos parassociais: estrutura e delimitação*, in Estudos em Memória do Prof. J. L. Saldanha Sanches, vol. 2, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 783-818.

CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, *Ações preferenciais sem voto*, in Problemas do Direito das Sociedades, 1.^a edição, Almedina, Coimbra, 2002, pp. 281-320;

CHEN, BRANDON, LIEN DUONG e THU PHUONG TRUONG, *The Wall Street Rule and Its Impact on Board Monitoring*, 9th Conference on Financial Markets and Corporate Governance (FMCG), 2018, disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3102146>;

CHEFFINS, BRIAN R., *The History of Corporate Governance*, in Oxford Handbook of Corporate Governance, Oxford University Press, 2013, disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1975404>;

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES:

- *Tratado de Direito Civil*, I, 4.^a edição, Almedina, Coimbra, 2012;
- *Direito das Sociedades, I, Parte Geral*, 3.^a edição, Almedina, Coimbra, 2011;
- *Manual de Direito das Sociedades, II, Das Sociedades em Especial*, 2.^a edição, Almedina Coimbra, 2007;
- *Acções sem valor nominal*, Revista de Direito das Sociedades, ano 2, n.º 3-4, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 471-508;
- *A responsabilidade da sociedade com domínio total (501.º/1, do CSC) e o seu âmbito*, Revista de Direito das Sociedades, ano 3, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 83-115;

- *Acordos Parassociais*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 61, II, 2001, pp. 529-542.

CORREIA, ANTÓNIO FERRER, *Lições de Direito Comercial*, Reimpressão, Lex – Edições Jurídicas, 1994;

CORREIA, BRITO, *Direito Comercial*, vol. II, AAFDL, 1989;

CORREIA, MIGUEL J. A. PUPO, *Direito Comercial* (colab. António J. Tomás e Octávio Castelo Paulo), 10ª edição, Ediforum, 2007;

CORREIA, RICARDO SERRA, *Os Direitos Especiais à Luz do CSC e do Direito da União Europeia – Algumas reflexões*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, IV, ano 73, 2013, pp. 1389-1422;

CUNHA, PAULO OLAVO:

- *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993;

- *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993.

DIAS, CRISTIANO, *Os Direitos Especiais dos Sócios*, Almedina, Coimbra, 2015;

DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, *Efeitos da gestão de participações societárias de fundos de pensões*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pitta e Cunha*, vol. III, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 133-161;

DIAS, JOANA PEREIRA, *Contributo para o Estudo dos Atuais Paradigmas das Cláusulas de Garantia e/ou Segurança: a pari passu, a negative pledge e a cross default*, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Dr. Inocêncio Galvão Telles*, IV – *Novos Estudos de Direito Privado*, 2003;

DOMINGUES, PAULO DE TARSO:

- *Do capital social – Noção, princípios e funções*, Coimbra Editora, Coimbra, 1998;

- *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, Coimbra, 2009;

- *As acções sem valor nominal no direito português*, *Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, 2011, pp. 53-75.

DUARTE, RUI PINTO:

- *Escritos sobre Direito das Sociedades*, Coimbra, 2008, pp. 51 e 52; **PINTO FURTADO**, *Curso de Direito das Sociedades*, 5ª edição (colab. Nelson Rocha), Almedina, Coimbra, 2004;

- *As alterações à diretiva dos direitos dos acionistas (Apresentação com algumas opiniões heréticas)*, in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários – I Congresso sobre*

- Valores Mobiliários e Mercados Financeiros, Coleção *Governance Lab*, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 73-90;
- *Suprimentos, Prestações Acessórias e Prestações Suplementares: notas e questões*, Separata de Problemas do Direito das Sociedades, IDET, Almedina, Coimbra, 2002.
- DUARTE**, RUI PINTO e JOSÉ ANTÓNIO PINTO RIBEIRO, *Dos Agrupamentos Complementares de Empresas*, Cadernos de Ciência e Técnica Fiscal, 1980;
- ESTACA**, JOSÉ MARQUES, *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*, Almedina, Coimbra, 2003;
- FIGUEIREDO**, ANDRÉ, *Titularidade indireta de ações e exercício de direitos de voto*, Revista de Direito das Sociedades, ano 4, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 517-548;
- FRADA**, MANUEL CARNEIRO DA, “*Ou cumpres ou explicas-te*”. *Sobre a soft law no governo societário*, III Congresso DSR, Lisboa, 2014, pp. 339-343;
- GIÃO**, JOÃO SOUSA, *Conflitos de Interesses entre Administradores e os Acionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores*, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um balanço a partir da crise financeira*, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 215-291;
- GILSON**, RONALD J. e JEFFREY N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, Columbia Law Review, 2013, disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2206391>;
- GOMES**, FÁTIMA, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 2011;
- GOMES**, JOSÉ FERREIRA, *Conflitos de interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador*, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um balanço a partir da crise financeira*, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 75-213;
- JAUFFRET**, ALFRED, *Manuel de Droit Commercial*, 18.^a edição por Jacques Mestre, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, 1986;
- LEAL**, ANA FILIPA, *Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito Português*, in Revista de Direito das Sociedades, ano 1, n.º 1, 2009, pp. 135-183;
- LEITÃO**, ADELAIDE MENEZES, *Acordos parassociais e corporate governance*, Estudos em homenagem a Miguel Galvão Teles, vol. 2, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 575-590;
- LIMA**, ANTÓNIO PIRES DE e JOÃO DE MATOS ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado*, vol. II, reimpressão da 4.^a edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2010;

LOPES, JOÃO DIAS, *Governo da sociedade anónima e negócios com acionistas de controlo*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano 5, n.ºs 1-2, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 77-165;

MARTINS, ALEXANDRE DE SOVERAL, *Notas sobre os acordos parassociais relativos à transmissão de ações (em especial, os acordos ditos “de bloqueio”)*, in *Estudos em Memória do Professor Doutor J. L. Saldanha Sanches*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 29-55;

MORAIS, HELENA CATARINA SILVA, *Acordos Parassociais*, Almedina, Coimbra, 2014;

NETO, ARNALDO DE LIMA BORGES, *Da Corporate Governance à governança familiar: um contributo à aplicação dos princípios da governança corporativa e seus instrumentos às sociedades empresárias de responsabilidade limitada brasileiras de estrutura familiar*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano 8, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 131-209;

NOGUEIRA, GONÇALO, *Os credores controladores enquanto administradores de facto indiretos da sociedade financiada*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano 8, n.º 4, 2016, pp. 983-1015;

OLAVO, CARLOS, *Deveres e Direitos dos Sócios nas Sociedades por Quotas e Anónimas*, Estruturas Jurídicas da Empresa, AAFDL, Lisboa, 1989;

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE:

- *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2017;
- *Manual de Grupos de Sociedades*, reimpressão da 1ª edição, Almedina, Coimbra, 2018;
- *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade: por um critério unitário de solução do “conflito do grupo”*, Almedina, Coimbra, 2018;
- *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2015.

OLIVEIRA, MADALENA PERESTRELO DE, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano 7, número 2, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 435-470;

PENA, NUNO RICARDO DA, *Código dos Valores Mobiliários Anotado e Comentado*, www.livrodireito.pt, Lisboa, 2015;

PINTO, ALEXANDRE MOTA e MANUEL BARBOSA MOURA, *Códigos de Governo das Sociedades da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do Instituto português de Corporate Governance – Desenvolvimentos recentes*, in *Actualidad Jurídica*, n.º 39, Uría Menéndez, 2015;

PONTET, STEPHANIE BRUN DE, CRAIG E. ARONOFF, DREW S. MENDOZA e JOHN L. WARD, *Siblings and the Family Business – Making it work for business, the family, and the future*, A Family Business Publication, Palgrave Macmillan, 2012;

RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA, *O papel do acionista empresário no governo societário*, in Estudos dedicados ao Professor Doutor Bernardo da Gama Lobo Xavier, Revista Direito e Justiça, vol. II, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2015, pp. 499-534;

ROCK, EDWARD B., *Institutional Investors in Corporate Governance*, in Oxford Handbook on Corporate Law and Governance, Forthcoming, 2015, disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2512303>;

ROLO, ANTÓNIO GARCIA, *As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição*, in Revista de Direito das Sociedades, ano 9, n.º 3, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 557-586;

ROSA, DIANA SERRINHA, *As cláusulas cross default no ordenamento jurídico português*, in Revista de Direito das Sociedades, ano 8, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 211-246;

SANTOS, CASSIANO DOS, *O Direito aos Lucros no Código das Sociedades Comerciais (à luz de 15 anos de vigência)*, Problemas do Direito das Sociedades, Almedina, Coimbra, 2002;

SANTO, JOÃO ESPÍRITO, *Sociedade Unipessoal por Quotas*, reimpressão da edição de 2013, Almedina, Coimbra, 2017;

SANTOS, PEDRO BARRAMBANA, *O direito do acionista à informação nas sociedades em relação de domínio total: a posição dos sócios da sociedade-mãe*, in Revista de Direito das Sociedades, ano 6, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 151-212;

TORRES, CARLOS PINHEIRO, *O direito à informação nas sociedades comerciais*, Almedina, Coimbra, 1998;

TRIUNFANTE, ARMANDO:

- *A Proteção do Sócio Minoritário no Código das Sociedades Portugêses*, in AA.VV., Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil (coord. Maria de Fátima Ribeiro e Fábio Ulhoa Coelho), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 253-275;

- *A tutela das minorias nas sociedades anónimas: direitos de minoria qualificada; abuso de direito*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004;

- *A tutela das minorias nas sociedades anónimas – direitos individuais*, Almedina, Coimbra, 2004.

WOOD, PHILIP, *International Loans, Bonds and Securities Regulation*, Sweet & Maxwell, 1995;

URÍA, RODRIGO, *Derecho Mercantil*, reimpressão da 13ª edição, Marcial Pons, Madrid, 1986;

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE:

- *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2ª edição, Almedina, Coimbra, 2006;
- *Teoria Geral do Direito Civil*, 8.ª edição, Almedina, Coimbra, 2015;
- *Contratos Atípicos*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2009.

VEIGA, ALEXANDRE BRANDÃO DA, *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário* –

VELASCO, ADOLFO RUIZ DE, *Manual de Derecho Mercantil*, Ediciones Deusto S.A., Bilbao, 1996;

VENTURA, RAÚL:

- *Novos Estudos sobre Sociedades Anónimas e Sociedades em Nome Coletivo* – *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1994;
- *Direitos especiais dos sócios*, in Revista “O Direito”, I, 1989, pp. 207-222;
- *Sociedades por Quotas, Volume I* – *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, 4.ª reimpressão da 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2007;

Regime jurídico, Almedina, Coimbra, 1999;

XAVIER, VASCO LOBO, *Sociedades Comerciais, Lições ao 4.º ano jurídico*, Coimbra, 1987.