



UNIVERSIDADE  
**CATÓLICA**  
PORTUGUESA

Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa

Mestrado em Direito e Gestão

2012/2014

***Balance Sheet Test ou Solvency Test?***

**A Crise do Capital Social**

**no Regime de Distribuição de Bens aos Sócios**

**Professor Orientador**

Mestre Jorge de Brito Pereira

**Dissertação de Mestrado de**

Maria Catarina Morais David Anahory Garin

Lisboa, Maio de 2014

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA  
Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa  
Mestrado em Direito e Gestão  
2012/2014

***Balance Sheet Test ou Solvency Test?***  
**A Crise do Capital Social**  
**no Regime de Distribuição de Bens aos Sócios**

**Professor Orientador**

Mestre Jorge de Brito Pereira

**Dissertação de Mestrado de**

Maria Catarina Morais David Anahory Garin

Lisboa, Maio de 2014

## ABREVIATURAS

CC- Código Civil

CIRE – Código da Insolvência e Recuperação de Empresas

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DL – Decreto-Lei

EM – Estados-Membros

EUA – Estados Unidos da América

IAS/IFRS – *International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards*

IASB/IASC – *International Accounting Standards Board/International Accounting Standards Committee*

JOUE – Jornal Oficial da União Europeia

MBCA – *Model Business Corporation Act*

NCRF – Norma Contabilística e de Relato Financeiro

POC – Plano Oficial de Contabilidade

PME – Pequenas e Médias Empresas

RMBCA - *Revised Model Business Corporation Act*

SA – Sociedade Anónima

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

SQ – Sociedade por Quotas

SUP – *Societas Unius Personae*

TFV – *True and Fair Value*

# ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	4
-----------------	---

## CAPÍTULO I – O capital social

1. O capital social e o capital próprio.....	5
2. As funções do capital social.....	7
3. O princípio da intangibilidade do capital social e a tutela dos credores sociais.....	9

## CAPÍTULO II – O capital social no direito europeu e no direito norte-americano

1. A harmonização comunitária face ao regime do capital social.....	11
2. A corrente <i>anti-capital</i> e a tentativa de modernização europeia.....	14
3. O contributo dos EUA no surgimento da corrente <i>anti-capital</i> .....	17

## CAPÍTULO III – *Balance sheet test - de iure constituto*

1. O conceito de <i>balance sheet test</i> e sua relação com o “capital europeu”.....	19
2. <i>Balance sheet test</i> : uma análise crítica .....	21
2.1. O capital social e a função de garantia.....	21
2.2. Os limites inerentes da contabilidade e seu impacto no <i>balance sheet test</i> .....	24
2.2.1. A visão da contabilidade em geral e do balanço em especial.....	24
2.2.2. <i>Book value</i> e <i>market value</i> .....	27
2.2.3. Rácio de liquidez .....	30
2.3. <i>Balance sheet test(s)</i> e harmonização comunitária?.....	32
2.3.1. O custo histórico e o justo valor.....	32
2.3.2. As IAS/IFRS.....	37

## **CAPÍTULO IV – *Solvency test* – *de iure condendo*?**

1. O conceito de *solvency test* e sua relação com o “capital norte-americano”.....39
2. *Solvency test*: uma análise crítica e construtiva.....43
  - 2.1. Incerteza e *safe harbour*.....43
  - 2.2. O papel dos administradores e *wrongful trading*.....45

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS.....48**

## **BIBLIOGRAFIA.....51**

## INTRODUÇÃO

O presente trabalho, apresentado como requisito para a obtenção de grau de Mestre em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa de Lisboa, realizado no âmbito do Mestrado em Direito e Gestão, tem por objetivo primordial a análise crítica do regime de distribuição dos bens aos sócios tal como está concebido no direito europeu.

O caráter restritivo do regime de distribuição dos bens aos sócios constitui um dos múltiplos traços característicos do regime do capital social tal como consagrado pelo legislador comunitário, à luz da função principal que tradicionalmente lhe tem sido imputada de tutela dos credores sociais.

No entanto, a eficiência do regime do capital social face aos objetivos aos quais deve dar resposta, tem vindo a ser, no dealbar do século XXI, alvo de fortes críticas. É precisamente esta corrente *anti-capital* que, entre outros aspetos, põe em causa o modo como o regime de distribuição dos bens aos sócios se encontra concebido atualmente.

A corrente *anti-capital* tem apontado uma série de limitações ao instrumento atualmente utilizado na Europa na concretização do limite dos bens distribuíveis aos sócios, o *balance sheet test* (teste de balanço), justificando que o mesmo, isoladamente considerado, não é capaz de dar resposta ao interesse primordial de proteção dos credores sociais. Neste contexto, as limitações inerentes ao princípio da intangibilidade do capital social, assim como os problemas levantados pela contabilidade na enformação dos resultados apresentados pelo teste de balanço, são temas importantes em torno dos quais se centram grande parte das críticas apontadas à figura do *balance sheet test*.

Paralelamente às desvantagens decorrentes da aplicação do teste de balanço, o moderno *solvency test* (teste de solvência), com origem nos EUA, tem sido apontado como suscetível de resolver grande parte dos problemas resultantes da aplicação exclusiva do teste de balanço.

A nossa proposta é a de, após procedermos a uma análise crítica do teste de balanço, examinar a possibilidade de alcançar em Portugal um modelo de distribuição dos bens aos sócios verdadeiramente eficiente, tendo em conta o objetivo de tutela dos credores sociais, representando neste âmbito a solução do teste de solvência uma importante pista relativamente ao rumo que poderá ser trilhado, no futuro, na enformação deste regime.

# CAPÍTULO I – O capital social

## 1. O capital social e o capital próprio

Sendo o capital social o protagonista da discussão em torno do qual surge o objeto de estudo do presente trabalho, a definição do conceito afigura-se essencial.

A figura do capital social, atenta a relevância que desempenha no âmbito empresarial, é transversal a diferentes áreas do saber, tais como a Sociologia, a Economia, a Contabilidade e o Direito.<sup>1</sup> Esta transversalidade do conceito justifica que a expressão “capital” seja utilizada em diferentes contextos, todos eles com sentidos e alcances diversos.

Não obstante o interesse da temática *supra* retratada, optámos por concentrar a nossa atenção na aceção jurídica do conceito, atenta a natureza da análise que ora se apresenta.

Desde já importa chamar a atenção para o facto de a lei, nomeadamente o CSC, não proporcionar nenhuma definição de capital social, embora lhe faça, como não poderia deixar de ser, incontáveis referências. Desde logo, no artigo 9.º, n.º 1, al. f<sup>2</sup> e artigo 14.º<sup>3</sup> do CSC, onde a referência legal se detém sobre o conceito que ora se pretende retratar.

Em bom rigor, o capital social mais não é do que um simples *nomen iuris*<sup>4</sup>, correspondente a uma cifra numérica e estática determinada no pacto social, a qual não é mutável em função das variações do património da sociedade. Esta é a definição que, genericamente<sup>5</sup>, retrata de uma forma idónea a realidade que aqui se pretende delimitar.

Com efeito, a noção de capital social não se confunde com a noção de capital próprio, também designado património social. A lei nem sempre é clara no que concerne ao emprego

---

<sup>1</sup> Para um maior aprofundamento deste tema *vide* DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *Variações sobre o Capital Social*, s.e., Coimbra, Almedina, 2013, pp. 21 ss.

<sup>2</sup> De onde se retira que a referência ao capital social é elemento obrigatório do contrato de sociedade.

<sup>3</sup> De onde se retira a obrigatoriedade legal de, na menção contratual a que se fez alusão nos termos do artigo 9.º ora citado, o capital social ser expresso em moeda com curso legal em Portugal.

<sup>4</sup> *Vide* DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*, in *Studia Iuridica* 33, Universidade de Coimbra – Boletim da Faculdade de Direito, Coimbra, Coimbra Editora, 1998, pág. 36.

<sup>5</sup> Para um maior aprofundamento deste tema, nomeadamente uma análise exaustiva da definição de “capital social”, de um ponto de vista jurídico, *vide* DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *Variações sobre o Capital Social*, s.e., Coimbra, Almedina, 2013, pp. 28 ss.

da expressão “capital social”, utilizando por vezes, indiscriminadamente, o conceito para se referir à figura do capital próprio.<sup>6</sup>

No entanto, a distinção entre ambos os conceitos é crucial, nomeadamente para que seja possível o entendimento da análise que nos propomos traçar.<sup>7</sup> Assim, o capital próprio ou património social corresponde a uma “concreta massa de bens, continuamente variável na sua composição e montante”<sup>8</sup>. Com efeito, o capital próprio está constantemente a oscilar, sendo tais flutuações expressão última da vida e atividade da sociedade. Daqui se retira automaticamente um fosso significativo entre as figuras do capital social e do capital próprio, correspondendo a primeira a uma realidade estática<sup>9</sup>, sendo a segunda, expressão do movimento da vida empresarial e, por isso mesmo, considerada uma realidade dinâmica.

Ainda, do ponto de vista da contabilidade, as duas realidades também não se confundem, correspondendo a cada uma delas, rúbricas e espaços contabilísticos autónomos.<sup>10</sup>

---

<sup>6</sup> Veja-se a este respeito o artigo 35.º do CSC, epígrafado de “Perda de metade do capital social”, no qual a lei, visando claramente referir-se ao conceito de património social, utiliza a expressão “capital social”: “ (...) Resultando das contas (...) que metade do capital social se encontra perdido (...) ”. Ora, o capital social, entendido na pureza do conceito, não se “perde” tendo em conta o facto de, tal como referido *supra*, corresponder a uma simples cifra numérica, a qual não é variável em função das flutuações sofridas no património da sociedade. Vide a este respeito DOMINGUES, PAULO DE TARSO, Capital e Património Sociais, Lucros e Reservas, in COUTINHO DE ABREU, JORGE (coord.) et al, *Estudos de Direito das Sociedades*, 10.ª edição, Coimbra, Almedina, 2010, pág. 185.

<sup>7</sup> Particularmente no que toca ao entendimento do ponto 3. do Capítulo I do presente trabalho, onde o princípio da intangibilidade do capital social será abordado e explicitado. Neste âmbito, entender o alcance dos dois conceitos que ora se analisam é essencial.

<sup>8</sup> Vide DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *op. cit.*, pág. 192.

<sup>9</sup> Ou, pelo menos, “tendencialmente estática”, tendo em conta o facto de que uma alteração da cifra numérica do capital social corresponde a uma alteração do contrato de sociedade, a qual, como sabemos, está sujeita a formalismos e requisitos próprios.

<sup>10</sup> A este respeito importa ter presente a portaria n.º 1011/2009, de 9 de Setembro, publicada na sequência da entrada em vigor do DL n.º 158/2009, de 13 de Julho, o qual aprovou o SNC e revogou o antigo POC. Esta portaria aprovou o chamado “Código de Contas”, consistindo este documento no instrumento de trabalho contabilístico nos termos do qual a cada rúbrica do balanço e da demonstração de resultados é atribuída uma “conta” (ou seja, um número). Relacionando o exposto à ideia que ora se pretende ilustrar: ao capital próprio não corresponde apenas uma conta, mas sim uma “classe” – a classe 5. Dentro desta “classe”, estão inúmeras contas, de entre as quais consta a conta 51, respeitante ao capital social. Paralelamente à conta 51, existem uma série de outras contas (refira-se, a título meramente exemplificativo, a conta 57 (ajustamentos em ativos financeiros) e a conta 58 (excedentes de revalorização)). Esta ideia representa, de forma bastante ilustrativa, a ideia de que o capital social e o capital próprio são conceitos radicalmente distintos, não apenas de um ponto de vista jurídico mas também de um ponto de vista económico, nomeadamente contabilístico. Estes ensinamentos foram apreendidos em virtude do conteúdo programático das aulas lecionadas no âmbito da cadeira de “Contabilidade e Análise Económico-Financeira”, do Mestrado em Direito e Gestão.

## 2. As funções do capital social

De modo a aferir sobre a relevância do capital social<sup>11</sup> é fundamental perceber qual o papel que tradicionalmente lhe tem sido associado. Em boa verdade, ao capital social não está apenas associado um “papel”, identificando a doutrina diversas funções com as quais a figura se encontra primordialmente relacionada.

De modo a facilitar-nos a exposição, podemos dividir as funções desempenhadas pelo capital social entre funções em relação aos sócios (funções *ad intra*) e funções em relação a terceiros (funções *ad extra*).<sup>12</sup>

Dentro das funções *ad intra supra* identificadas, a função de produção do capital social é a primeira sobre a qual, por motivos históricos, versaremos a nossa atenção.<sup>13</sup> A existência de fundos económicos que tornem viável a concretização e desenvolvimento da atividade a que se predispõe determinada empresa é condição essencial da sua própria subsistência. A ideia de investimento é inerente ao desenvolvimento de uma atividade empresarial produtiva, representando neste âmbito a figura do capital social uma importante fonte de financiamento. É que, muito embora o conceito de capital social em sentido estrito<sup>14</sup> não passe de uma cifra numérica, um valor referencial tendencialmente<sup>15</sup> correspondente à soma do valor nominal das participações dos sócios, a finalidade das entradas que o constituem não é a de ficar congelada e intocável no património social, muito pelo contrário. Com vista ao desenvolvimento do objeto social, tais fundos serão imediatamente aplicados e, conseqüentemente, traduzidos em ativos que vão diretamente ao encontro do interesse social.

Ainda sob a ótica interna da função do capital social (*ad intra*), a função de organização desempenhada pelo capital social enforma importantes aspetos do direito societário,

---

<sup>11</sup> Ou “irrelevância” se encararmos a temática do capital social de uma perspetiva crítica. Esta análise, sobre a teoria que coloca a existência do capital social em causa, será tratada em capítulo próprio, para o qual desde já se remete. *Vide* a este propósito o ponto 2. do Capítulo II do presente trabalho.

<sup>12</sup> Neste sentido, *vide* DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *op. cit.*, pp. 194 e ss.

<sup>13</sup> A título de curiosidade note-se que, historicamente, a função produtiva do capital social era a única função que à figura estava fundamentalmente associada. No entanto, com o desenvolvimento do direito empresarial, foram sendo identificadas as outras funções do capital social, reconhecendo-se a sua relevância relativamente à satisfação de interesses empresariais distintos do financiamento propriamente dito. Para um maior aprofundamento deste tema *vide* DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *Variações sobre o Capital Social, s.e.*, Coimbra, Almedina, 2013, pp. 62 e ss.

<sup>14</sup> Tal como se expôs no ponto 1. do Capítulo I do presente trabalho.

<sup>15</sup> O emprego da expressão “tendencialmente” na definição de capital social acima exposta justifica-se pelo facto de não ser absolutamente correta a ideia de que o capital social corresponde necessariamente à “soma do valor nominal das participações dos sócios”. Nomeadamente, a admissibilidade da figura das “ações sem valor nominal”, introduzida pela entrada em vigor do DL n.º 49/2010, de 19 de Maio, desvirtua a definição em questão. No entanto, esta definição cumpre perfeitamente os propósitos da análise que nos propomos traçar, pelo que, em caso de interesse na leitura de uma análise mais rigorosa desta questão, *vide* DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *op. cit.*, pp. 28 ss.

nomeadamente no que diz respeito à moderação e regulação da posição jurídica e relativa dos sócios entre si. Grande parte dos direitos e deveres dos sócios são determinados por referência à participação de determinada percentagem mínima no capital social. Pensemos, a título meramente exemplificativo, no regime do direito ao voto<sup>16</sup> e do direito aos lucros<sup>17</sup>. Note-se que os exemplos assinalados não esgotam minimamente o conjunto das incontáveis manifestações reveladas pela figura do capital social no que diz respeito ao desempenho da função organizativa que ora se tem em consideração.

No que diz respeito às funções do capital social *ad extra*, centraremos a nossa atenção na função de garantia desempenhada pelo capital social, nomeadamente no que diz respeito à defesa e tutela dos interesses dos credores. Relativamente a esta vertente funcional do capital social, tendo em conta a importância que atualmente lhe é reconhecida (principalmente a nível europeu), bem como a relação direta que apresenta com o tema do presente trabalho, considerámos oportuna a atribuição de um espaço autónomo de reflexão, o qual se expõe já de seguida.

---

<sup>16</sup> Vide a este respeito o artigo 22.º n.º 1 do CSC, nos termos do qual “ *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 respetivas participações no capital.*”

<sup>17</sup> Vide a este respeito os artigos 250.º n.º 1 e o artigo 384.º n.º 1 do CSC, no que diz respeito ao regime do direito de voto nas SQ e nas SA, respetivamente.

### 3. O princípio da intangibilidade do capital social e a tutela dos credores sociais

A função de garantia associada ao capital social assumiu, na sequência da evolução histórica da figura, uma importância crescente face às diferentes funções que, tradicionalmente, a este eram imputadas. Hoje, a função de garantia do capital social merece inquestionavelmente a designação de “função rainha”<sup>18</sup>, atento o destaque que lhe é dado, nomeadamente no que diz respeito às restantes funções, em especial pelo legislador comunitário<sup>19</sup>.

Importa então perceber em que medida é que o capital social, sendo apenas uma cifra numérica sem necessária corresponsabilidade com o património social<sup>20</sup>, protege ou garante efetivamente os credores. É ponto assente que, o que primordialmente representa uma garantia para os credores, é a existência de bens penhoráveis no património do devedor.<sup>21</sup> Ora, é evidente que o capital social (em sentido estrito) não é “penhorável”, na medida em que a sua essência não passa de um simples número abstrato, despido de substrato real. O que efetivamente é penhorável é, precisamente, o património social.

Em bom rigor, o capital social garante de facto os credores, mas não nos moldes anteriormente expostos.

Os credores veem no capital social segurança, na medida em que o valor da cifra numérica funciona como limite na concretização do montante de bens distribuíveis aos sócios, o qual deve, por imposição legal, ser integralmente respeitado.

A este respeito, importa ter presente o artigo 32.º n.º 1 do CSC, nos termos do qual:

*“(…) não podem ser distribuídos aos sócios bens da sociedade quando o capital próprio desta, incluindo o resultado líquido do exercício, tal como resulta das contas elaboradas e aprovadas nos termos legais,*

---

<sup>18</sup> Expressão retirada da obra DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *op. cit.*, pág.125.

<sup>19</sup> Vide ponto 2. do Capítulo I do presente trabalho.

<sup>20</sup> Em bom rigor, existe de facto um momento em que se poderá falar de uma corresponsabilidade, ainda que instantânea, entre os valores correspondentes ao capital social e capital próprio. Tenhamos presente o momento em que a sociedade se constitui e os sócios liberam as entradas de capital que a cada um destes compete, nos termos do pacto social. De facto, neste momento, até que o capital social seja aplicado com vista ao desenvolvimento da atividade económica da sociedade, o seu património corresponde ao valor formado pelo capital social. O que sucede é que, à medida que esta atividade se vai desenvolvendo, assistimos a uma oscilação do património social, ao mesmo tempo em que a cifra do capital social permanece estática, sem acompanhar tais flutuações.

<sup>21</sup> Note-se que esta ideia não é exclusiva do direito empresarial, sendo inclusivamente um dos princípios fundamentais da teoria geral do direito civil. A este respeito, vide o artigo 601.º do CC, nos termos do qual “*Pelo cumprimento da obrigação respondem todos os bens do devedor suscetíveis de penhora, (...)*”. Neste sentido, PITA, MANUEL ANTÓNIO, Apontamentos sobre capital social e património nas sociedades comerciais, Direito das sociedades e direito da contabilidade, in PAULO OTERO (coord.) *et al*, *Estudos em Memória do Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches*, Vol. II, 1ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2011. pp. 511 e 523.

*seja inferior à soma do capital social e das reservas que a lei ou o contrato não permitem distribuir aos sócios, ou se tornasse inferior a esta soma em consequência da distribuição.”*

A interpretação do artigo é clara. O valor concreto dos bens disponíveis para distribuição aos sócios é apurado mediante o confronto entre o que constitui o capital próprio e o conjunto formado pelo capital social e reservas indisponíveis, legais ou estatutárias<sup>22</sup>. Os sócios apenas podem distribuir os bens patrimoniais da sociedade que excedam o limite constituído por aquele conjunto, sendo esta a razão pela qual o capital social é percecionado como fonte de proteção para os credores sociais. Dito por outras palavras: os credores sabem, e é isso que os “garante”, que a distribuição de bens aos sócios só terá lugar se e na medida em que exista de facto património social<sup>23</sup> de valor igual ou superior ao conjunto do capital social e reservas indisponíveis. Posto isto, faz-nos agora sentido a designação do capital social como *intangível*, na medida em que “ (...) os sócios “não podem tocar” no capital social, i.e., aos sócios não poderão ser distribuídos bens nem valores que sejam necessários à cobertura do capital social.”<sup>24</sup>

São múltiplas as metáforas utilizadas pela doutrina para ilustrar a ideia que aqui se pretende exprimir, de entre as quais destacamos, pelo modo como graficamente é bem conseguida, a ideia de que o capital social, juntamente com as reservas legais ou estatutárias, funciona como um dique, o qual retém as águas (elementos do ativo propriamente dito), até que estas o superem (e seja possível a distribuição de bens aos sócios).<sup>25</sup>

Por último, refira-se que o princípio da intangibilidade do capital social é o centro do presente trabalho, por vários motivos.

Desde logo porque a “crise do capital social”, nomeadamente no espaço comunitário, passa em larga medida pelas dúvidas que se colocam relativamente à eficiência do princípio na prossecução do objetivo que lhe subjaz: a proteção dos credores sociais.

Por outro lado, é precisamente esta crise que questiona a validade do tradicional *balance sheet test* enquanto instrumento de concretização do conteúdo do princípio da intangibilidade do capital social.

---

<sup>22</sup> A complexidade da matéria das reservas (legais ou estatutárias) reclama um tratamento autónomo, o qual extravasa manifestamente o objeto de estudo do presente trabalho. No entanto, atenta a íntima relação que apresenta com a matéria do capital social, nomeadamente no regime de distribuição dos bens aos sócios, não podemos deixar de lhe fazer aqui expressa menção. A este respeito, tenha-se em atenção o regime das reservas legais previsto nos artigos 295.º e 296.º do CSC, para as SA, igualmente aplicável às SQ, por remissão do artigo 218.º do mesmo código.

<sup>23</sup> Este sim, por natureza, penhorável.

<sup>24</sup> Expressão retirada da obra DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *op. cit.*, pág. 252.

<sup>25</sup> A metáfora exposta acima foi retirada da obra CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª edição, Coimbra, Almedina, 2012, pág. 255.

## CAPÍTULO II – O capital social no direito europeu e no direito norteamericano

### 1. A harmonização comunitária face ao regime do capital social

A importância atribuída à figura do capital social ficou expressamente reconhecida no espaço comunitário com a entrada em vigor da Diretiva 77/91/CEE do Conselho, de 13 de Dezembro de 1976. Atento o seu objeto, esta diretiva passou a ser universalmente conhecida como *Diretiva do Capital*<sup>26</sup>, representando o primeiro marco na história do direito europeu no que diz respeito à consagração do capital social como o principal veículo societário de proteção dos credores sociais<sup>27</sup>.

A Diretiva do Capital de 1976 foi objeto de algumas alterações<sup>28</sup>, tendo sido em 2012 substituída pela Diretiva 2012/30/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 25 de Outubro de 2012<sup>29</sup>, sendo este o diploma comunitário vigente atualmente<sup>30</sup>. No essencial, o conteúdo das diretivas no que diz respeito ao regime do capital social permanece inalterado, com ligeiras diferenças, nenhuma delas relevantes para efeitos da nossa análise<sup>31</sup>.

São múltiplas as imposições comunitárias da Diretiva do Capital no que toca aos moldes em que o regime do capital social deve ser transposto pelo direito societário doméstico dos EM, visando todas elas o objetivo único de segurança dos credores sociais. O espírito de tutela dos credores e a sua estreita relação com a ideia de preservação do capital é-nos desde logo revelado no propósito atribuído à Diretiva, o qual pretende “ (...) *coordenar as garantias para proteção dos interesses dos sócios e de terceiros, (...) no que respeita à (...)*”

---

<sup>26</sup> Ou “Segunda Diretiva” (*Second Company Law Directive*), nome pelo qual também ficou conhecida, pelo facto de ser posterior à Diretiva do Conselho n.º 68/151/CEE, de 9 de Março de 1968, merecendo esta a designação de “Primeira Diretiva”.

<sup>27</sup> O objetivo de tutela dos credores sociais subjacente à Diretiva do Capital era-nos desde logo revelado pelo Considerando 4.º da respetiva Diretiva: “*Whereas Community provisions should be adopted for maintaining the capital, which constitutes the creditor’s security (...)*”.

<sup>28</sup> Alterações introduzidas pela Diretiva 2006/68/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 6 de Setembro de 2006, Diretiva 2006/99/CE do Conselho de 20 de Novembro de 2006 e Diretiva 2009/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de Setembro de 2009. A primeira e última diretivas tiveram o propósito de flexibilizar relativamente o regime do capital social em algumas matérias específicas, nenhuma delas relevantes para efeitos do nosso estudo – distribuição de bens aos sócios.

<sup>29</sup> Diretiva publicada no JOUE n.º 315, Série L, de 14 de Novembro de 2012.

<sup>30</sup> Com a pequena alteração não substantiva introduzida pela Diretiva 2013/24/EU do Conselho de 13 de Maio de 2013, cujo único fim foi a adaptação do seu conteúdo à adesão da Croácia na União Europeia.

<sup>31</sup> Para um rápido entendimento genérico sobre a Nova Diretiva *vide* DOMINGUES, PAULO DE TARSO, Nótula relativa à revogação/substituição da 2.ª Diretiva sobre sociedades (a chamada “Diretiva do Capital”) in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 5, Vol. 9, Março 2013.

*conservação e modificação do capital social, a fim de tornar equivalentes essas garantias em toda a Comunidade.”.*

Entre tais imposições, tenhamos presente o regime estabelecido pela atual Diretiva do Capital, nomeadamente no que diz respeito a: (i) imposição de capital social mínimo<sup>32</sup>, (ii) avaliação económica das entradas dos sócios<sup>33</sup>, (iii) valores de emissão das ações, consoante apresentem ou não valor nominal<sup>34</sup>, (iv) requisitos de avaliação das entradas em espécie<sup>35</sup>, (v) perda séria de metade do capital próprio<sup>36</sup>, (vi) subscrição e compra de ações próprias<sup>37</sup>, (vii) imposição de requisitos ao fenómeno de assistência financeira<sup>38</sup>, entre outros aspetos.

Perceber em que moldes é que cada um dos aspetos *supra* mencionados desempenha a função de garantia imputada à figura do capital social, assim como as críticas que têm sido apontadas a cada um dos mesmos, extravasa o objeto que delimitámos para este trabalho. No entanto, a sua identificação ajuda a ter uma perspetiva geral sobre o conteúdo da Diretiva do Capital, contribuindo tal visão para o correto enquadramento do nosso tema.

Entre os inúmeros aspetos que enformam a chamada *theory of capital maintenance*<sup>39</sup>, é o artigo 17.º da Diretiva do Capital aquele que, pela relação que apresenta com a nossa análise, maior atenção merecerá. Com efeito, o artigo ora citado é o “pai” do regime de distribuição dos bens aos sócios tal como o conhecemos no direito societário português, sendo o artigo 32.º do CSC<sup>40</sup> fruto da transposição direta do seu conteúdo.<sup>41</sup>

O regime do capital social europeu é muito restritivo no que toca à liberdade dos EM para adaptarem e moldarem a figura consoante o que consideram ser mais conveniente, tendo em conta as funções que lhe são inerentes.

É precisamente este carácter restritivo que está na génese da corrente *anti-capital*, a qual impulsionou a tentativa de modernização e flexibilização europeia face ao regime do capital

---

<sup>32</sup> Vide artigo 6.º da Diretiva.

<sup>33</sup> Vide artigo 7.º da Diretiva.

<sup>34</sup> Vide artigo 8.º da Diretiva.

<sup>35</sup> Vide artigo 10.º da Diretiva.

<sup>36</sup> Vide artigo 19.º da Diretiva.

<sup>37</sup> Vide artigos 20.º e 21.º da Diretiva.

<sup>38</sup> Vide artigo 25.º da Diretiva.

<sup>39</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance, in *European Business Law Review (EBLR 15)*, 2004, (on-line) disponível em [http://www.wu.ac.at/privatrecht/studium/wahlfaecher/int\\_corporate/5\\_einheit\\_rickford\\_reforming\\_capital.pdf](http://www.wu.ac.at/privatrecht/studium/wahlfaecher/int_corporate/5_einheit_rickford_reforming_capital.pdf), pág. 921.

<sup>40</sup> Em bom rigor, o “pai” do artigo 32.º do CSC não é o artigo 17.º da Diretiva 2012/30/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 25 de Outubro de 2012, mas sim o artigo 15.º da Diretiva 77/91/CEE do Conselho de 13 de Dezembro de 1976, na medida em que, embora o conteúdo de ambos os preceitos seja exatamente o mesmo, foi da transposição desta diretiva e não daquela, que nasceu o artigo 32.º do CSC, tal qual como o conhecemos.

<sup>41</sup> Cfr. MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO (coord.) *et al*, Código das Sociedades Comerciais Anotado, *s.e.*, Coimbra, Almedina, 2009, pp. 158-161 e COUTINHO DE ABREU, JORGE (coord.) *et al*, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Volume I, *s.e.*, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 487-502.

social, tal como resulta da Diretiva do Capital. O próximo ponto está reservado à análise desta temática.

## 2. A corrente *anti-capital* e a tentativa de modernização europeia

É no início do século XXI que as vozes críticas em torno do regime legal do capital social, tal como está concebido no direito comunitário, se tornam mais hostis. O argumento de que a figura não salvaguarda eficazmente os credores sociais, é a pedra de toque que despoleta o fervor da discussão<sup>42</sup>.

Os críticos analisam cada um dos aspetos característicos do regime legal do capital social, apontando os motivos pelos quais consideram urgente que o legislador comunitário reequacione e modernize a *theory of capital maintenance*.<sup>43</sup>

O primeiro reconhecimento por parte da Comissão Europeia no sentido de assumir que o regime legal do capital social carecia de uma revisão, passou pela criação da chamada iniciativa SLIM<sup>44</sup> em 1996, nos termos da qual a Segunda Diretiva mereceu a atenção por parte das instâncias europeias.

Complementarmente a esta iniciativa, a Comissão Europeia criou o designado *High Level Group of Company Law Expert*. Incumbido pela Comissão no sentido de apresentar propostas e alternativas ao regime do capital social tal como estava estabelecido na Diretiva do Capital, este grupo, presidido por Japp Winter<sup>45</sup>, apresenta em 2002 o relatório final<sup>46</sup> à Comissão com as suas conclusões. Entre os vários temas sobre os quais se debruça, este relatório dedica um espaço autónomo de reflexão à problemática do “*Capital Formation and Maintenance*”<sup>47</sup>.

Em resposta às propostas apresentadas pela Iniciativa SLIM e Relatório Winter, a Comissão Europeia traçou um Plano de Ação, publicado em 2003 pelo Comunicado da Comissão ao Conselho e Parlamento Europeu – “*Modernising Company Law and Enhancing Corporate*

---

<sup>42</sup> A este respeito, relativamente às críticas apontadas ao capital social na fraca *performance* que desempenha em matéria de proteção dos credores *vide* ENRIQUES, LUCA e MACEY, JONATHAN R., Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules, in *Cornell Law Review*, Volume 86, Number 6, September 2011, pp. 1184 e ss.

<sup>43</sup> *Vide* RICKFORD, JONATHAN, *op. cit.*, pp. 928 e ss.

<sup>44</sup> *Cfr.* COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, Simpler Legislation for the Single Market (SLIM): Extension to a Fourth Phase, 1998, (on-line) disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/simplification/docs/sec1998-1944/sec1998-1944\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/simplification/docs/sec1998-1944/sec1998-1944_en.pdf).

<sup>45</sup> Atento o papel desempenhado na direção dos trabalhos do Grupo, este relatório ficou conhecido por “Relatório Winter”.

<sup>46</sup> *Cfr.* HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 2002, (on-line) disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf).

<sup>47</sup> *Vide* documento *supra* referido, pp. 13 a 16 e ainda pp. 78 e ss. Nesta secção do relatório, a temática *balance sheet test vs. solvency test* é abordada, pelo que à mesma voltaremos a fazer alusão, quando nos inclinarmos em específico sobre o assunto no Capítulo IV do presente trabalho.

*Governance in the European Union – a Plan to Move Forward*<sup>48</sup> – no qual a temática do regime de conservação do capital social e possível alteração volta a merecer especial atenção<sup>49</sup>.

No Plano de Ação definido pela Comissão, foram identificados três tipos de medidas a implementar, nomeadamente medidas de curto, médio e longo prazo<sup>50</sup>.

Dentro das medidas de curto prazo, a Comissão comprometeu-se a simplificar o regime constante da Diretiva do Capital, de acordo com as recomendações da iniciativa SLIM, conjugadas com algumas das recomendações constantes do Relatório Winter. Este objetivo foi concretizado, tal como o comprova a Diretiva 2006/68/CEE de 6 de Setembro de 2006<sup>51</sup>. Esta Diretiva, embora espelhe a seriedade do esforço do legislador comunitário no sentido de reagir face às críticas apontadas à rigidez característica da Diretiva do Capital, não apresenta mudanças substantivas no regime de distribuição dos bens aos sócios, pelo que sobre a mesma não nos alongaremos.

No que diz respeito às medidas de médio prazo, a Comissão Europeia referiu o interesse na encomenda de um estudo que versasse sobre a exequibilidade de um regime alternativo ao regime de manutenção do capital social resultante da Segunda Diretiva. Tal estudo veio de facto a ser elaborado, pela prestigiada empresa de auditoria KPMG, a qual publicou em 2008 os resultados da sua análise<sup>52</sup>. A completude do estudo é louvável, nomeadamente no que diz respeito à análise de estudo de direito comparado, quer nos EM, quer numa visão transatlântica, relativamente ao regime do capital social em diferentes Estados dos EUA<sup>53</sup>. Como medida de longo prazo, a Comissão Europeia identificou a possibilidade de se proceder a uma profunda alteração do regime do capital social estabelecido na Segunda Diretiva, no caso de o resultado do estudo encomendado ser encorajador nesse sentido.

---

<sup>48</sup> *Cfr.* COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, 2003, (on-line) disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:EN:PDF>.

<sup>49</sup> *Vide* Capítulo 3.2. do documento referido *supra*.

<sup>50</sup> *Vide* Anexo 1 do documento referido *supra*.

<sup>51</sup> Diretiva 2006/68/CEE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Setembro de 2006, que altera a Diretiva 77/91/CEE do Conselho, no que respeita à constituição de sociedade anónima, bem como à conservação e às modificações do seu capital social.

<sup>52</sup> *Cfr.* KPMG, *Feasibility study on an alternative to the capital regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime*, Contract ETD/2006/IM/F2/71, 2008, (on-line) disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/feasibility/study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/study_en.pdf).

<sup>53</sup> O estudo versa em específico sobre a temática *balance sheet test vs. solvency test*, pelo que a este viremos a fazer alusão, mais à frente.

A interpretação dada pela Comissão Europeia às conclusões apresentadas pelo estudo da KPMG foram divulgadas através do Comunicado da Comissão – “*Results of the external study on the feasibility of an alternative to the Capital Maintenance Regime of the Second Company Law Directive and the impact of adoption of IFRS on profit distribution*”<sup>54</sup>.

Neste estudo, a Comissão Europeia conclui pela adequação do regime do capital social estabelecido na Diretiva do Capital, afirmando expressamente que “(...) *the Second Company Law Directive does not seem to cause significant operational problems for companies. Therefore no follow up measures or changes to the Second Company Law Directive are foreseen in the immediate future.*”<sup>55</sup>

É duvidosa a interpretação feita pela Comissão à análise apresentada pela auditora<sup>56</sup>, em especial no que toca à problemática *balance sheet test vs. solvency test* e sua relação com o regime de distribuição dos bens sociais.

Posto isto, “*where do we stand now?*”<sup>57</sup> no que diz respeito à temática do capital social na Europa é a pergunta à qual a resposta não é consensual no que concerne à adequação do instituto face ao cumprimento das funções que lhe subjazem – proteção dos credores sociais.

---

<sup>54</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, Results of the external study on the feasibility of an alternative to the Capital Maintenance Regime of the Second Company Law Directive and the impact of the adoption of IFRS on profit distribution, (on-line) disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/feasibility/markt-position\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/markt-position_en.pdf).

<sup>55</sup> Vide pág. 2 do documento acima referenciado.

<sup>56</sup> Para uma análise crítica sobre a interpretação dada pela Comissão Europeia aos estudos apresentados pela KPMG vide BRAGA DA CRUZ, JOSÉ MARIA, The case to reform the EU capital maintenance rules: where do we stand now?, in *Revista de Direito das Sociedades IV*, 2012, pp. 925-934.

<sup>57</sup> Expressão retirada do título do artigo *supra* referido.

### 3. O contributo dos EUA no surgimento da corrente *anti-capital*

A prova de que é possível um regime alternativo ao regime do capital social europeu é-nos desde logo revelada pelo exemplo norte-americano<sup>58</sup>.

Curiosamente, o caminho trilhado pelo capital social no direito norte-americano foi oposto ao caminho percorrido pela figura na Europa.

Tal como já referimos<sup>59</sup>, a evolução do capital social no direito europeu foi no sentido de, progressivamente, deixar de ser visto como veículo exclusivo de financiamento ao serviço da sociedade (função de produção), para passar a ser percecionado como o centro em torno do qual gira a preocupação de tutela dos credores (função de garantia).

Nos EUA, a história jurisprudencial conta-nos que o princípio da intangibilidade do capital social foi de facto acolhido, apresentando a *trust fund theory*<sup>60</sup> no essencial o mesmo conteúdo: o capital social enquanto “garante” dos credores. No entanto, é no século XIX que o rumo do capital social começa a sofrer alterações, acentuando-se um movimento de simplificação e flexibilização do regime do capital social, tal como resultava da *trust fund theory*.<sup>61</sup>

No percurso percorrido no sentido de uma maior liberalização do regime do capital social, menção não pode deixar de ser feita ao conhecido *Model Business Corporation Act* (MBCA), pelo importante papel que apresenta na conformação do direito societário americano<sup>62</sup>. O MBCA sofreu em 1984 uma profunda alteração, responsável pelo novo nome atribuído ao modelo desde então de *Revised Model Business Corporation Act* (RMBCA). O momento em

---

<sup>58</sup> A este respeito, importa apenas chamar a atenção para o facto de que não existe um direito norte-americano das sociedades único, na medida em que cada Estado federado possui a sua própria legislação societária. No entanto, para efeitos da mensagem que pretendemos transmitir, ficcionar esta realidade cumpre os propósitos da nossa análise.

<sup>59</sup> Vide nota de rodapé 13, no âmbito do ponto 2. do Capítulo I do presente trabalho.

<sup>60</sup> A *trust fund theory* foi reconhecida pelo célebre *Acórdão Wood v. Dummer*, nos termos do qual ficou espelhada a noção de que “1. *The measuring rod for judging the propriety or impropriety of distributions to equity holders is the corporation’s capital and 2. “Capital refers not to assets but to the abstract number (...).”* Neste sentido, vide MANNING, BAYLESS e HANKS JR., JAMES J., *Legal Capital*, 3<sup>rd</sup> edition, New York, The Foundation Press, Inc., 1990, pág. 34. Posteriormente, o regime mereceu acolhimento por parte da generalidade das diferentes legislações estaduais, à luz da qual se consagraram diferentes regimes de distribuições de bens aos sócios, todos eles respeitadores do princípio da intangibilidade do capital social tal como resultava da *trust fund theory*, segundo MANNING, BAYLESS e HANKS JR., JAMES J., *op. cit.*, pp. 68 e ss.

<sup>61</sup> As razões históricas subjacentes a este movimento não poderão ser por nós analisadas neste trabalho, atento o volume que o caracteriza. No entanto, em caso de interesse na leitura de uma breve, mas muito completa, análise histórica do capital social nos EUA, vide DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *Variações sobre o Capital Social, s.e.*, Coimbra, Almedina, 2013, pp. 86 e ss.

<sup>62</sup> O MBCA consiste num modelo de texto legislativo em matéria societária elaborado pela *American Bar Association*, o qual representa uma influência significativa no que diz respeito ao conteúdo das legislações societárias de cada Estado federado nos EUA: “(...) *all or parts of which make up the corporation law of more than 30 states (...)*”. Neste sentido, vide MANNING, BAYLESS e HANKS JR., JAMES J., *op. cit.*, pág. 3.

que o RMBCA é tornado público pode ser considerado o ponto de viragem a partir do qual a figura do capital social é oficialmente “posta de lado”, deixando o modelo de *legal capital* alusão<sup>63</sup>.

Aliada a este marco histórico, a sede dos Estados federados no sentido de simplificarem as suas leis societárias<sup>64</sup>, nomeadamente mediante a supressão de requisitos e imposições características do regime do *legal capital*, aniquilou a figura.

Paralelamente à supressão do regime obrigatório e restritivo característico do capital social, o direito norte-americano viu-se obrigado a arranjar soluções alternativas que cumprissem a função de garantia à qual estava associado o instituto.<sup>65</sup>

Ora, é precisamente neste ponto que devemos focar a nossa atenção: a aparente sobrevivência do direito societário norte-americano à abolição do instituto do capital social, faz com que a Europa se interrogue e coloque em causa a sua existência<sup>66</sup>. É neste âmbito que nasce a tal “*corrente anti-capital*” europeia, claramente inspirada pelo exemplo transatlântico que aqui se pretendeu, de forma muito sucinta, ilustrar.

---

<sup>63</sup> “*The Revised Model Act calls for no concept of stated capital or any other kind of capital account.*” Cfr. MANNING, BAYLESS e HANKS JR., JAMES J., *op. cit.*, pág. 183 e ALONSO LEDESMA, CARMEN, *Algunas Reflexiones sobre la Función (la Utilidad) del Capital Social como Técnica de Protección de los Acreedores*, 2007, (on-line) disponível em [http://eprints.ucm.es/7728/1/03a\\_ALONSO\\_LEDESMA%E2%80%A2.pdf](http://eprints.ucm.es/7728/1/03a_ALONSO_LEDESMA%E2%80%A2.pdf), pág. 136.

<sup>64</sup> Na história de direito societário norte-americano, em especial no que diz respeito a este movimento de simplificação do regime do capital social, a lei do estado de Delaware – *Delaware General Corporation Law* – merece especial atenção, assumindo também ela uma importância crítica para efeitos desta breve análise de direito comparado, atenta a influência que revelou e revela até hoje na enformação dos regimes dos restantes Estados federados. Para um estudo mais detalhado sobre este tema, *vide* DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *op. cit.*, pp. 88-96.

<sup>65</sup> As soluções alternativas a que nos referimos não poderão ser por nós analisadas neste trabalho, atento o volume que o caracteriza. No entanto, em caso de interesse na leitura de uma breve, mas muito completa, análise desta temática *vide ibidem*, pp. 96 e ss.

<sup>66</sup> “*If such systems have developed solutions which are simpler and less restrictive for business, while providing sufficient protection for creditors and shareholders, (...) then there can be no objection to adopting them. It would be evidently foolish to fail to do so.*” *Vide* RICKFORD, JONATHAN, *op. cit.*, pág. 927.

## CAPÍTULO III – *Balance sheet test* – *de iuro constituto*

### 1. O conceito de *balance sheet test* e sua relação com o “capital europeu”

Aqui chegados, estamos agora em condições de proceder ao enquadramento do tema do capital social europeu com o conceito de *balance sheet test*.

No que toca à temática de distribuição dos bens aos sócios, podemos falar na existência de um “direito europeu único<sup>67</sup>” transversal a todos os EM, em virtude da obrigação legal de transposição da Diretiva do Capital para os respetivos direitos nacionais. A este respeito, atentemos no seu artigo 17.º n.º 1 al. a), onde o princípio da intangibilidade do capital social é consagrado, delimitando os moldes em que o montante de bens disponíveis para distribuição de bens aos sócios será concretizado.

O artigo dispõe que:

*“ Excetuando os casos de redução do capital subscrito, nenhuma distribuição pode ser feita aos acionistas<sup>68</sup> sempre que, na data de encerramento do último exercício, o ativo líquido, tal como resulta das contas anuais, for inferior, ou passasse a sê-lo por força de uma tal distribuição, à soma do montante do capital subscrito e das reservas que a lei ou os estatutos não permitam distribuir.”*

Tal como já tivemos oportunidade de referir, a flagrante afinidade entre o aludido preceito e o artigo 32.º do CSC é justificada pela obrigatoriedade de transposição do diploma comunitário para o direito societário português.

O que ainda não explicámos é em que medida é que o artigo ora citado, e conseqüentemente o próprio regime comunitário de distribuição de bens aos sócios, está relacionado com o conceito de *balance sheet test*.

---

<sup>67</sup> A adoção do termo “direito europeu único” na distribuição de bens aos sócios nesta matéria não está absolutamente correta. Desde logo pelo simples facto de que existem ligeiras diferenças no modo como cada um dos EM consagrou, a nível doméstico, o respetivo regime. A título de exemplo, pensemos no regime das reservas legais. A obrigação de constituição de reserva legal não surge da Diretiva do Capital, motivo pelo qual nem todos os EM apresentam regime uniforme nesta matéria. Para uma análise mais detalhada sobre este tema *vide* DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *op. cit.*, pág. 276, nota de rodapé 1043.

<sup>68</sup> A Diretiva do Capital utiliza o termo “acionista”, em detrimento do termo “sócio”, por definição mais amplo do que o primeiro, na medida em que o seu âmbito de aplicação apenas integra as SA (*vide* artigo 1.º da Diretiva do Capital). Isto significa que os EM permanecem livres para moldar a figura do capital social em relação aos outros tipos societários, consoante aquilo que considerem ser mais conveniente. No entanto, o legislador português optou por fazer estender o princípio da intangibilidade do capital social a todo o tipo de sociedades comerciais, motivo pelo qual o artigo 32.º do CSC se enquadra sistematicamente na parte geral do respetivo código. Esta é, assim, a razão pela qual optámos, na escolha do título do presente trabalho, por fazer alusão à expressão “*distribuição dos bens aos sócios*” e não acionistas.

São de facto os dados contabilísticos que nos permitem aferir sobre a viabilidade da distribuição de bens aos sócios em cada exercício. Os conceitos de capital social, reservas indisponíveis e capital próprio<sup>69</sup> são todos conceitos contabilísticos<sup>70</sup>, constantes do balanço enquanto demonstração financeira. Ora, averiguar se “*as águas excederam o dique, libertando excessos*”<sup>71</sup>, passíveis de serem distribuídos, é uma operação de pura e simples análise de balanço, mediante a qual se confrontam os valores das respetivas rúbricas e se retiram posteriormente conclusões. Só em caso de o teste de balanço – *balance sheet test* – ser positivo<sup>72</sup>, será possível aos sócios a atribuição de bens sociais gerados no exercício.

Em que termos é que esta estrita dependência “*distribuição-contabilidade*” pode levantar problemas, é a questão sobre a qual incide o presente capítulo.

---

<sup>69</sup> O artigo 17.º n.º 1 al. a) da Diretiva do Capital não utiliza a expressão “capital próprio”, optando pelo emprego da expressão “ativo líquido”. No entanto, os dois conceitos são equivalentes, desde logo atenta a fórmula básica de contabilidade, segundo a qual o Ativo = Passivo + Capital Próprio. Ora, pela expressão *ativo líquido*, o legislador comunitário visa referir-se ao Ativo da sociedade deduzido do respetivo Passivo, o que, matematicamente, equivale ao valor do Capital Próprio. Para um rápido entendimento da fórmula contabilística sugerida, vide FERNANDES FERREIRA, ROGÉRIO, Contabilidade para Não Contabilistas, in *Cadernos IDEFF*, n.º 4, Coimbra, Almedina, 2005, pp. 19 e ss. Note-se que a expressão *capital próprio* é inclusive a expressão perfilhada pelo legislador português, nomeadamente na redação que atribuiu ao artigo 32.º n.º 1 do CSC. Para uma análise mais elaborada, vide ROSS, STEPHEN A., WESTERFIELD, RANDOLPH, W., JAFFE, JEFFREY e JORDAN, BRADFORD, D., *Modern Financial Management*, 8<sup>th</sup> edition, New York, McGraw-Hill Irwin, 2008, pág. 21.

<sup>70</sup> Vide, a título complementar, a nota de rodapé 10 do presente trabalho, nos termos da qual se explicita em que termos é que o capital social e o capital próprio são, para além de conceitos jurídicos, efetivamente conceitos contabilísticos.

<sup>71</sup> Vide metáfora por nós utilizada, no âmbito da análise sobre o conteúdo do princípio da intangibilidade do capital, no ponto 3. do Capítulo I do presente trabalho.

<sup>72</sup> Por “positivo”, entenda-se o conjunto formado pelo capital social e reservas indisponíveis ser superior ao valor do capital próprio, tal como resulta das contas anuais elaboradas anualmente.

## 2. *Balance sheet test*: uma análise crítica

### 2.1. O capital social e a função de garantia

Já tivemos oportunidade de apontar, mais do que uma vez, que a crise do capital social assenta fundamentalmente na ideia de que a figura não protege eficientemente os credores.

Perceber o motivo pelo qual a figura do capital social, aparentemente, não satisfaz os credores, nomeadamente quando pensamos no regime de distribuição de bens aos sócios, implica que se responda previamente à questão: qual o verdadeiro interesse dos credores sociais, digno de tutela jurídica? O verdadeiro interesse dos credores sociais consiste na satisfação pontual e integral dos seus créditos. O que os inquieta é precisamente a incerteza relativa ao cumprimento pela empresa das suas obrigações, o qual depende diretamente da existência de fundos disponíveis para esse efeito, i.e., da existência de liquidez no património social que mitigue a cada momento o risco de insolvência<sup>73</sup>.

O problema inerente à figura do capital social é o de que este não espelha necessariamente a liquidez e existência de recursos atualmente disponíveis no património social para pagamento aos credores. De facto, tendo presente o que se disse de início<sup>74</sup>, o capital social não passa de um valor histórico, uma cifra numérica e estática, a qual pouca relação pode apresentar com a situação económico-financeira atual da empresa<sup>75</sup>.

---

<sup>73</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, *op. cit.*, pág. 967.

<sup>74</sup> Vide ponto 1. do Capítulo I do presente trabalho, no qual o conceito de capital social em sentido estrito foi explicitado.

<sup>75</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, *op. cit.*, pág. 938.

A relação entre as figuras do capital social e do capital próprio é-nos desde logo revelada pelo artigo 35.º do CSC, o qual já tivemos oportunidade de enunciar, *en passant*, no ponto 1. do Capítulo I do presente trabalho, na nota de rodapé 6. O artigo, fruto da transposição do atual artigo 19.º da Diretiva do Capital, dispõe que:

1. *Resultando das contas de exercício ou de contas intercalares, (...), que metade do capital social se encontra perdido, ou havendo em qualquer momento fundadas razões para admitir que essa perda se verifica, devem os gerentes convocar de imediato a assembleia geral ou os administradores requerer prontamente a convocação da mesma, a fim de nela se informar os sócios da situação e de estes tomarem as medidas julgadas convenientes.*

2. *Considera-se estar perdida metade do capital social quando o capital próprio da sociedade for igual ou inferior a metade do capital social.*

3. *Do aviso convocatório de assembleia geral constarão, pelo menos, os seguintes assuntos para deliberação pelos sócios:*

a) *A dissolução da sociedade;*

b) *A redução do seu capital social para montante não inferior ao capital próprio da sociedade, (...);*

c) *A realização pelos sócios de entradas para reforço da cobertura do capital.*

O artigo 35.º do CSC tal como exposto *supra*, pretende acautelar que o capital social apresenta o mínimo de correspondência com o capital próprio, visando deste modo complementar e dar credibilidade ao princípio da intangibilidade do capital social (artigo 32.º do CSC). No entanto, o preceito estabelece uma simples obrigação de informação, ficando a consequente implementação das medidas sugeridas pelo legislador ao abrigo da livre decisão dos sócios, podendo nenhuma delas (ou qualquer outra), ser adotada com vista a repor a igualdade relativa entre o capital social e o capital próprio. Este modelo informativo, assim como o texto legal que resulta do atual artigo 35.º do CSC, é fruto de uma evolução histórica bastante atribulada. Com efeito, o regime inicialmente estabelecido configurava um modelo reativo, atendendo a que nele se estabelecia a obrigatoriedade de implementação de uma daquelas medidas, sob pena de qualquer sócio ou credor poder requerer a dissolução da sociedade. A violência da estatuição legal, tendo em conta o panorama nacional de crise económica

Relembremos o referido a propósito da função de produção<sup>76</sup> do capital social: a ideia de que as entradas dos sócios não estão destinadas a permanecer *ad aeternum* nos cofres da sociedade, intocáveis, sendo pelo contrário automaticamente investidas com vista ao desenvolvimento da atividade da empresa. Em bom rigor, o capital social só é *cash-flow*<sup>77</sup> num primeiro momento, quando o contributo dos sócios na participação societária se materializa. A partir de então, o capital social isoladamente considerado não garante efetivamente os credores, atento o facto de saberem que, por detrás daquela cifra, o património social pode encontrar-se significativamente perdido em virtude de uma aplicação infrutífera (entenda-se, que não gerou lucro) do capital social.<sup>78</sup>

No fundo, a ideia é a de que *money cannot buy success*<sup>79</sup>, motivo pelo qual o capital social, ainda que de valor significativamente elevado, não é sinónimo de geração de *cash-flow* no futuro. Pelo facto de ser neste último conceito que assenta a confiança dos credores de que o risco de insolvência está afastado ou minorado, está explicado o motivo pelo qual o princípio da intangibilidade do capital social está hoje em crise.

Ainda, a prática contratual confirma aquilo que sustentamos. Os credores mais sofisticados (maioritariamente bancos e instituições financeiras), cientes das fragilidades do capital social enquanto instrumento de garantia, têm desenvolvido ao longo dos tempos mecanismos contratuais que os salvaguardam do risco de insolvência, decorrente de uma distribuição de bens indevida: os *loan covenants*.<sup>80</sup> Estas cláusulas contratuais, ao sujeitar a admissibilidade de distribuição de bens aos sócios à existência de determinados rácios de liquidez, garantem de forma mais eficiente os interesses dos credores sociais.

---

vivida na época dos anos 80 (onde o número de empresas que se enquadravam na situação prevista de perda séria do capital social era significativo) levou o legislador a reponderar este modelo reativo, acabando por aceitar e reconhecer que o modelo informativo era aquele que melhor se coadunava com a realidade empresarial portuguesa. Perante este cenário histórico, outra conclusão não nos resta se não a de aceitar que foi o próprio legislador que relativizou a importância do princípio da intangibilidade do capital social, a partir do momento em que adotou uma solução que não é imperativa no que diz respeito à preservação da igualdade relativa entre ambos os conceitos: capital social e capital próprio. Neste sentido, *vide* COUTINHO DE ABREU, JORGE (coord.) *et al*, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume I, *s.e.*, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 511-520. Para um maior aprofundamento deste tema, assim como da evolução histórica do artigo n.º 35. do CSC e pequena nota de direito comparado, *vide* ROCHA, ANA PINTO DA, *Da Perda Grave do Capital Social nas Sociedades de Capitais: O Papel das Prestações Acessórias e Suplementares*, *s.e.*, Lisboa, Livraria Petrony, 2009, pp. 41-100.

<sup>76</sup> *Vide* ponto 2. do Capítulo II do presente trabalho, no qual a função de produção do capital social foi explicitada.

<sup>77</sup> A propósito do emprego da expressão *cash-flow* neste contexto, importa especificar que não se afigura absolutamente correta. Desde logo se tivermos presente a admissibilidade das entradas de bens em espécie na constituição do capital social. Neste sentido, imaginando o caso em que a sociedade se constitui mediante o recurso exclusivo a entradas de capital deste tipo, falar em *cash-flow* não faz qualquer sentido, não representando o capital social, mesmo neste momento inicial, nenhuma fonte de liquidez. *Cfr.* artigo 28.º do CSC.

<sup>78</sup> Faz-nos agora sentido a importância da distinção dos conceitos de “capital social” e “capital próprio” ou “património social”, tal como sugerida no ponto 1. do Capítulo I do presente trabalho.

<sup>79</sup> Neste sentido *vide* SOARES MACHADO, FRANCISCO, *Effective Creditor Protection in Private Companies: Mandatory Minimum Capital Rules or Ex Post Mechanisms?* in *Revista de Direito das Sociedades II*, 2010, pág.689.

<sup>80</sup> ARMOUR, JOHN, *Legal Capital: An Outdated Concept?*, 2006, (on-line) disponível em <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP320.pdf>, pág. 8.

Ora, a necessidade dos credores no sentido de contratualizarem mecanismos para a sua proteção<sup>81</sup> é a prova cabal de que os mesmos não confiam na figura do capital social e, conseqüentemente, nos resultados decorrentes da aplicação do teste de balanço.

---

<sup>81</sup>ARMOUR, JOHN, *op cit.* pág. 8.

## 2.2. Os limites inerentes da contabilidade e seu impacto no *balance sheet test*

### 2.2.1. A visão da contabilidade em geral e do balanço em especial

Um dos primeiros aspetos do qual tomamos consciência quando ingressamos o estudo na área da economia e gestão é a de que as perspetivas da contabilidade e da *corporate finance*, embora complementares, são distintas. Complementares porque uma não vive sem a outra. Distintas porque veem a empresa, objeto de estudo sobre a qual ambas incidem, sob uma ótica diferente.

A contabilidade, em especial a demonstração financeira do balanço, tem por objetivo revelar a situação patrimonial da empresa num determinado período de tempo, num determinado *instante contabilístico*<sup>82</sup>. Com efeito, os dados contabilísticos têm em conta o que é a empresa no ano específico a cujas respetivas contas legais dizem respeito. Através da análise do balanço, temos a perceção exata do que é a situação patrimonial da empresa, hoje. Mas se hoje, no momento em que as contas são elaboradas, o ativo é de X, amanhã pode ser de Z, atento o dinamismo empresarial inerente à vida societária, sem a qual a mesma não existiria.

Na linha do que há pouco referíamos<sup>83</sup>, a perspetiva que interessa aos credores pode não ser apenas esta<sup>84</sup>. Com efeito, os credores estão interessados na capacidade geracional de receita da empresa no futuro, atento o facto de ser esta a principal garantia que aos olhos destes releva<sup>85</sup>. É precisamente neste âmbito que falar em *corporate finance* faz sentido. Em especial, a sua perspetiva do cálculo financeiro, passa pela tentativa de antecipar qual a

---

<sup>82</sup> “Accounts are also designed as a snapshot of a point in time (...)”, RICKFORD, JONATHAN, Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests, in *European Business Organization Law Review* (EBOR 7), 2006, (on-line) disponível em <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=447722>, pág. 166.

<sup>83</sup> Vide ponto 2.1. do Capítulo III do presente trabalho.

<sup>84</sup> Não é nosso propósito fazer transparecer a ideia de que a contabilidade é irrelevante, nem tão pouco dispensável aos olhos dos credores sociais. De modo algum. A relevância da contabilidade, quer para os credores, investidores, *stakeholders*, sócios e outros intervenientes é inquestionável. Prova disso mesmo é a proliferação de legislação internacional sobre a matéria (a qual será analisada mais à frente). No entanto, a estrita e exclusiva dependência do regime de distribuição dos bens aos sócios com a contabilidade apresenta de facto fragilidades, que aqui se discutem.

<sup>85</sup> Tenhamos presente a estrutura de contratação em *project finance*, a qual assistiu, no decorrer dos últimos anos, a um desenvolvimento notável. Neste tipo de estrutura contratual, os credores (a maior parte das vezes bancos ou instituições financeiras), aceitam financiar projetos bastante dispendiosos, sem quaisquer ativos colaterais (logo, com escassas garantias contabilísticas) que os garantam, pelo menos numa fase inicial de contratação. No entanto, a característica do negócio inerente ao projeto financiado, nomeadamente o facto de ser promissor relativamente à capacidade geracional de *cash-flow* uma vez desenvolvido, é o que justifica que os credores aceitem financiar este tipo de projetos. Estes ensinamentos foram apreendidos em virtude do conteúdo programático das aulas lecionadas no âmbito da cadeira de “Inovação Financeira”, do Mestrado em Direito e Gestão.

capacidade geracional de *cash-flow* de determinada empresa no futuro, uma vez ponderados todos os fatores característicos do seu projeto, no presente.

No entanto, é evidente que este esforço previsional no sentido de tentar antecipar hoje, aquilo que a empresa gerará amanhã, também não está isento de críticas<sup>86</sup>. E é precisamente nestas críticas que assenta a complementaridade entre as duas perspetivas há pouco referida.

Centremos novamente a nossa atenção no balanço. O balanço é uma demonstração financeira que não descansa os credores. Os credores querem saber mais: querem saber se a empresa tem recursos disponíveis com os quais possa honrar os seus compromissos. Nesse aspeto, a demonstração de fluxos de caixa, na qual se representa o movimento de fluxos de caixa da empresa ao longo do ano, nomeadamente a entrada de recursos (recebimentos), e a saída (pagamentos)<sup>87</sup>, é uma demonstração financeira na qual os credores concentram também a sua atenção<sup>88</sup>, por espelhar a verdadeira situação de tesouraria da empresa, i.e., a sua liquidez. O problema é que a definição do que é distribuível aos sócios não passa pela análise desta demonstração financeira, como já sublinhámos, na medida em que o “grande centro de todas as decisões” nesta matéria é, como já sublinhámos, o balanço.

Ainda, refira-se que por mais elaborada e completa que seja a contabilidade atualmente, nomeadamente em virtude do esforço legislativo a nível comunitário<sup>89</sup> no sentido de melhorar a qualidade e veracidade dos resultados que se propõe revelar, esta nunca deixará de apresentar uma perspetiva histórica<sup>90</sup> (por natureza<sup>91</sup>) e, por isso mesmo, pouco flexível da realidade económica das empresas.

---

<sup>86</sup> Tais críticas serão analisadas em sede própria, no Capítulo IV do presente trabalho.

<sup>87</sup> Estes ensinamentos foram apreendidos em virtude do conteúdo programático das aulas lecionadas no âmbito da cadeira de “Contabilidade e Análise Económico-Financeira”, do Mestrado em Direito e Gestão.

<sup>88</sup> Vide RODRIGUES, JOÃO, Sistema de Normalização Contabilística: SNC Explicado, 4.ª edição, Porto, Porto Editora, 2014, pp. 12 e 13.

<sup>89</sup> Este tema será abordado em sede própria, no ponto 2.3. do presente Capítulo.

<sup>90</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, *op. cit.*, pág. 167.

<sup>91</sup> Refira-se ainda que, por mais desenvolvidos que sejam do ponto de vista técnico, os normativos contabilísticos não podem deixar de recorrer a elementos de cariz subjetivo, aberto, cuja concretização cabe ao órgão de administração/gerência da estrutura societária no momento em que as contas são elaboradas. A tarefa descrita pressupõe um juízo e uma decisão no que diz respeito ao tratamento que deverá ser dado aos diferentes elementos que compõem a empresa. Na formação deste “juízo”, subjetividade e conveniência podem ser *duas faces da mesma moeda*, na medida em que a tentação para manipular as indeterminações contabilísticas decorrentes da lei no sentido mais oportuno se evidencia, nascendo assim o fenómeno problemático a que temos vindo a assistir da *contabilidade criativa*, entendida como a manipulação das rúbricas contabilísticas e consequente projeção de uma imagem subvertida e ilusória da empresa ao mercado, é problemática quando falamos nos interesses dos credores sociais. Como podem os credores confiar no balanço, como instrumento através do qual se concluirá pela viabilidade da distribuição de bens aos sócios, sem saber se está a ser criativo ou, pelo contrário, fidedigno e realista no que diz respeito à essência da empresa que se pretende revelar? Cfr. PAIS DE VASCONCELOS, PEDRO, A Participação Social nas Sociedades Comerciais, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2006, pág.85. Para uma análise mais detalhada sobre o fenómeno da contabilidade criativa vide REBELO DUARTE, MARIA MANUELA e DA SILVA RIBEIRO, MANUEL, Contabilidade criativa: algumas abordagens, 2007, (on-line) disponível em [http://www.otoc.pt/downloads/files/1196445407\\_04e05\\_ficha\\_tecnica.pdf](http://www.otoc.pt/downloads/files/1196445407_04e05_ficha_tecnica.pdf).

Assim, a crítica que se aponta ao teste de balanço é a de, por não ser capaz de considerar todo o potencial da empresa e os inúmeros fatores que a condicionam, poder originar resultados na distribuição ou demasiado generosos ou, pelo contrário, demasiado restritivos<sup>92</sup>. Quer numa, quer noutra hipótese, os interesses dos protagonistas não são totalmente acautelados. Na perspetiva dos credores, uma distribuição muito generosa incrementa o risco de insolvência que há pouco referíamos, acentuando o risco de incumprimento. Na perspetiva dos sócios, uma distribuição que fica aquém do que seria possível prejudica-os, na medida em que o retorno que obtém do investimento realizado na empresa poderia ser mais elevado<sup>93</sup>.

---

<sup>92</sup> Cfr. RICKFORD, JONATHAN, Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance, in *European Business Law Review* (EBLR 15), 2004, (on-line) disponível em [http://www.biicl.org/files/916\\_capital\\_maintenance\\_report\\_-\\_final.pdf](http://www.biicl.org/files/916_capital_maintenance_report_-_final.pdf), pág. 938.

<sup>93</sup> Ao longo da nossa análise, apenas temos colocado a tónica na questão da tutela dos credores sociais, relativamente à temática da distribuição dos bens aos sócios. No entanto, importa não esquecer que a necessidade de remunerar os sócios não é menos importante. A solução ideal será aquela que maior equilíbrio consiga atingir na ponderação dos interesses de credores e sócios. Sobre uma perspetiva económica da importância de remunerar os acionistas, atentemos nas palavras de Schön, ao afirmar que “*Any reduction in the expected cash-flow – because the company withholds money in order to pay its debts or to establish reserves for this purpose – will lower the funds shareholders are willing to devote to this investment. From the perspective of the company the cost of capital will arise. One might say that this effect distorts optimal allocation of capital within economy.*”. Vide SCHÖN, WOLFGANG, Balance Sheet Tests or Solvency Tests – or Both?, in *European Business Organization Law Review* (EBOR 7), 2006, (on-line) disponível em <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract;jsessionid=0B7E7A70293D5D749F099505A4E63649.journals?fromPage=online&aid=447724>, pág. 182. Refira-se ainda que a ideia de que os interesses de credores e sócios são antagónicos, não é necessariamente verdadeira. De facto, ambos têm interesse em que o regime de distribuição dos bens seja tão realista quanto possível. É que, em última análise, se não houver retorno para os sócios do investimento que realizaram na empresa, tal facto arruinará a médio prazo com a ideia de investimento. Sem investimento, o tecido económico empresarial acabará por ficar paralisado, deixando os próprios credores (nomeadamente credores contratuais) sem objeto de negócio. Ora, também não é isso que os credores desejam. É a tal ideia de que *o excesso de proteção mata o protegido*.

### 2.2.2. *Book value e market value*

No confronto que fazíamos há pouco entre as duas visões – contabilística e financeira – surgem dois conceitos que, pela sua importância, não podem deixar de ser mencionados: valor escriturado e valor de mercado.

O valor escriturado (*book value*) está associado à prática contabilística, estando por seu turno o valor de mercado (*market value*) relacionado com a visão financeira. Estes conceitos surgem a propósito do método pelo qual determinado ativo ou passivo é avaliado e considerado.

Debrucemo-nos em especial sobre o conceito de valor escriturado. O valor escriturado das rubricas constantes do balanço, em especial dos ativos, é fruto da aplicação de determinados métodos de avaliação utilizados na contabilidade, os quais podem ser mais ou menos elaborados. De facto, tem-se vindo a assistir a um esforço legislativo a nível comunitário<sup>94</sup> (como referíamos há pouco), no sentido de apurar as técnicas contabilísticas de avaliação dos ativos, tornando o valor escriturado que lhes corresponde mais realista.

No entanto, o método típico de avaliação dos passivos constantes do balanço, do qual resulta o valor escriturado que apresentam, pode ser bastante redutor. Com efeito, os passivos não costumam ser avaliados em conformidade com nenhuma técnica especial, levando-se simplesmente ao balanço o passivo com o valor originário que lhe está associado. Exemplificando: Se o montante financiado pelo banco é de *Y*, é este o valor (mais comumente designado por “valor nominal” da dívida) levado à rubrica “*financiamentos obtidos*”<sup>95</sup>. Esta avaliação, em especial no que diz respeito às *long-term liabilities*, pode suscitar de facto problemas, como adiante se explicará.

Por seu turno, o valor de mercado (*market value*) parte do valor nominal para chegar a um resultado que pode ser totalmente distinto. Neste âmbito, importa chamar à colação a perspectiva financeira que se expôs no ponto precedente, nomeadamente a tentativa que a caracteriza de estimar qual a capacidade geracional de *cash-flow* da empresa no futuro, com base na informação presente. Esta estimativa assenta na aplicação de fórmulas matemáticas de cálculo financeiro.

---

<sup>94</sup> Este tema será abordado em sede própria, no ponto 2.3. do presente Capítulo.

<sup>95</sup> Conta 25 do Código de Contas. Vide nota de rodapé 10 do ponto 1. do Capítulo I do presente trabalho.

Para efeitos do exemplo que temos em mente, o cálculo do *market value* da dívida  $Y$  passaria pela aplicação da fórmula matemática<sup>96</sup>,

$$\sum_{t=1}^T \underbrace{\frac{Y * i}{(1 + rd)^t}}_{\text{Juros}} + \underbrace{\frac{Y}{(1 + rd)^T}}_{\text{Reembolso}}$$

representando,

$Y$  - valor nominal da dívida  $Y$

$i$  - taxa de juro cobrada pela dívida  $Y$

$rd$  - taxa de desconto da dívida  $Y$

$t$  - períodos de pagamento dos juros

$T$  - período de reembolso

A fórmula exposta acima pode ser sucintamente traduzida na ideia de que o valor de mercado da dívida  $Y$  corresponde ao somatório do conjunto dos futuros *cash-flows* ( i.e., **(i)** os juros –  $(Y * i)^{97}$  e **(ii)** o reembolso -  $(Y)$ ) que terão de sair do património social para cumprir o

<sup>96</sup> É através do recurso a fórmulas matemáticas que a *corporate finance* chega a conclusões relativamente a uma quantificação (aproximada, claro está) do *cash-flow* estimado que a empresa gerará, no futuro. Nisto consiste, em termos simplistas, o conceito de cálculo financeiro. No exemplo *supra* explanado, a sucinta explicação que se apresentou do conceito de *market value* assentou nas bases essenciais características do método financeiro de avaliação *discounted cash-flow*. Note-se que o exemplo que se exprimiu, nomeadamente a fórmula matemática identificada, é uma simplificação do método *discounted cash-flow*. A título de exemplo, refira-se que só a determinação pelo cálculo financeiro da taxa de desconto da dívida ( $rd$ ) implica que sejam consideradas diferentes variáveis económico-financeiras. Atento o volume deste trabalho, não poderemos desenvolver mais a fórmula *supra* referida. Nem tal tratamento faria sentido, tendo em conta o âmbito da nossa investigação. Estes ensinamentos foram apreendidos em virtude do conteúdo programático das aulas lecionadas no âmbito da cadeira de “Finanças Empresariais”, do Mestrado em Direito e Gestão. Para um estudo mais completo das bases matemáticas sobre as quais assenta o método de avaliação *discounted cash-flow* vide ROSS, STEPHEN A., WESTERFIELD, RANDOLPH, W., JAFFE, JEFFREY e JORDAN, BRADFORD, D., *op. cit.*, pp. 89-129 e ainda BREALEY, RICHARD A., MYERS, STEWART C. e ALLEN, FRANKLIN, *Principles of Corporate Finance*, 10<sup>th</sup> edition, New York, McGraw-Hill Irwin, 2011, pp. 49-72.

<sup>97</sup> O valor dos juros é apurado mediante a aplicação de uma taxa (taxa de juro) sobre o valor nominal da dívida. É nesta medida que afirmávamos há pouco que o “ (...) *valor de mercado (market value) parte do valor nominal para chegar a um resultado que pode ser totalmente distinto*”. Ainda, refira-se que o exemplo que temos em mente com a demonstração da fórmula exposta *supra*, parte do pressuposto que a taxa cobrada pela dívida  $Y$  seria uma taxa fixa, e não variável.

contrato de financiamento que lhe está associado, descontados à taxa de desconto (*rd*) que, face à sua natureza, seja a mais adequada.<sup>98</sup>

No fundo, a grande diferença entre os conceitos de *book value* e *market value* é de que apenas o segundo contempla, a propósito da mensuração dos ativos e passivos, a taxa de desconto que lhes está associada, i.e., o retorno que o mercado considera razoável face à sua natureza. Ao aplicar a taxa de desconto elevada ao período de tempo em que os juros da dívida (*t*) e o reembolso (*T*) são liquidados, obtemos o valor da dívida no presente.

Esta explicação, algo académica, contribui no entanto para a discussão acerca dos limites inerentes do *balance sheet test*, na medida em que o valor escriturado, nos termos do qual as rubricas estão mensuradas no balanço, pode representar em certos casos graves distorções acerca do seu valor intrínseco, real. Um desses casos está precisamente relacionado com as *long-term liabilities*, nestas se centrando um dos maiores argumentos utilizados pelos autores nas críticas que apontam ao teste de balanço, ao afirmarem que “deveriam ser descontados a uma taxa de desconto realista”<sup>99</sup>, sem a qual a sua mensuração não é fidedigna. Quanto mais longa for a maturidade do passivo, mais discrepantes poderão ser os valores escriturado e de mercado respeitantes ao mesmo, influenciando tal facto, negativamente, nos resultados decorrentes da aplicação do teste de balanço.

---

<sup>98</sup> Nesta perspetiva, como ensina Rickford, “*the value of an asset is the discounted value of the cash which the asset is expected to realise and the value of a liability is the discounted value of the prospect of having to lay out cash to satisfy it.*” RICKFORD, JONATHAN, *op. cit.*, pág. 977.

<sup>99</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, *op. cit.*, pág. 938 e ainda SCHÖN, WOLFANG, *op. cit.*, pág. 189.

### 2.2.3. Rácio de liquidez

A classificação dos ativos e passivos em correntes ou não correntes é elementar na prática contabilística. A própria folha de balanço apresenta os ativos e passivos, depois de especificamente discriminados, agrupados segundo esta classificação.

O critério para aferir se determinado ativo deve ser qualificado como corrente, assenta na facilidade que apresenta para ser convertido em dinheiro, *cash-flow* propriamente dito. Nesta ideia assenta a noção de *liquidez* do ativo<sup>100</sup>. Na aferição do conceito de liquidez, o lapso temporal de um ano<sup>101</sup> para que esta conversão opere é aquele que se tem por referência. Posto isto, entende-se que se determinado ativo tem uma maturidade inferior a um ano, deve ser qualificado como ativo corrente<sup>102</sup>. Caso contrário, será considerado um ativo não corrente<sup>103</sup>.

Na ótica do passivo, o critério da maturidade anual referido *supra* tem igual aplicação. O que significa que a maturidade da dívida, em caso de ser inferior a um ano, qualifica o respetivo passivo como corrente e, caso contrário, como não corrente. Por razões óbvias, o que se referiu a propósito da facilidade de conversão em *cash* do ativo não tem evidentemente aplicação nesta sede, atento o facto de o passivo corresponder a uma obrigação contabilística, nos termos da qual operará no futuro uma “saída” de fluxos monetários com vista ao seu cumprimento, nunca uma “entrada”.

Um dos instrumentos mais utilizados para aferir da liquidez da empresa a cada momento é o recurso ao chamado rácio de liquidez – *current ratio*<sup>104</sup>. A expressão matemática do rácio é a seguinte:

$$\text{Ativo Corrente} / \text{Passivo Corrente}$$

---

<sup>100</sup> Uma boa definição de “liquidez” é a de que “*Liquidity refers to the ease and quickness with which assets can be converted to cash (without significant loss in value)*”, segundo ROSS, STEPHEN A., WESTERFIELD, RANDOLPH, W., JAFFE, JEFFREY e JORDAN, BRADFORD, D., *op. cit.*, pág. 22.

<sup>101</sup> Vide NCRF 1, em especial os parágrafos 14 a 16, publicada pelo Aviso n.º 15 655/2009, D.R. n.º 173, Série II, de 2009-09-07, disponível em RODRIGUES, JOÃO, *op. cit.*, pág. 106.

<sup>102</sup> Os exemplos mais ilustrativos que se costumam apontar de ativo corrente são os fundos monetários detidos pela empresa: “caixa” (conta 11 do Código de Contas) e “depósitos à ordem” (conta 12 do Código de Contas).

<sup>103</sup> Os exemplos mais ilustrativos que se costumam apontar de ativo não corrente são os “ativos fixos tangíveis” (conta 43 do Código de Contas) e créditos sobre clientes com mais de um ano de maturidade (conta 21 do Código de Contas).

<sup>104</sup> Vide ROSS, STEPHEN A., WESTERFIELD, RANDOLPH, W., JAFFE, JEFFREY e JORDAN, BRADFORD, D., *op. cit.*, pág. 47.

A fórmula matemática, ao comparar os ativos que no curto prazo se transformarão em *cash*, com os passivos de igual vencimento, representa numericamente a situação atual da empresa relativamente à disponibilidade de recursos para cumprimento das respetivas obrigações.<sup>105</sup>

Já tivemos oportunidade de explicar a importância que a situação atual de liquidez da empresa representa para os credores sociais<sup>106</sup>, motivo pelo qual atribuem especial importância aos resultados decorrentes da aplicação do rácio de liquidez e, conseqüentemente, à qualificação dos ativos e passivos entre correntes ou não correntes.

O problema é que a aplicação do *balance sheet test* é totalmente indiferente a estes conceitos. Relembrando o que outrora mencionámos, o teste apenas contempla que se comparem, globalmente, os valores constantes do capital próprio com o conjunto formado pelo capital social e reservas indisponíveis<sup>107</sup>. Nesta comparação, o capital próprio, que em bom rigor mais não é do que o ativo deduzido do passivo<sup>108</sup>, não contempla minimamente esta distinção.

Donde se conclui que, uma vez mais, o *balance sheet test* não olha ao que aos credores é essencial: existência de liquidez no património social que garanta que os seus créditos vão ser pontualmente satisfeitos. Nas palavras de Schön, “*This requirement (liquidity) is considered when we ask for the ability of the company to pay its debts “as they become due”. A balance sheet test does not address this question, as it does not take into account the settlement dates of a liability.*”<sup>109</sup>

---

<sup>105</sup> Caso o resultado decorrente da aplicação da fórmula seja superior a 1, significa que o numerador (ativo corrente) é superior ao denominador (passivo corrente). Na prática, equivale a dizer que os ativos correntes existentes naquele momento são suficientes para cobrir o valor do passivo maturado, ou seja, a empresa tem liquidez. Note-se que esta análise é sucinta e não espelha de forma rigorosa as particularidades e fragilidades da aplicação deste método. No entanto, para efeitos da mensagem que pretendemos transmitir, ficcionar esta realidade cumpre os propósitos da nossa análise. Para um entendimento mais sofisticado do rácio de liquidez, *vide* ROSS, STEPHEN A., WESTERFIELD, RANDOLPH, W., JAFFE, JEFFREY e JORDAN, BRADFORD, D., *op. cit.*, pp. 47 e ss.

<sup>106</sup> *Vide* ponto 2.1. do Capítulo III do presente trabalho.

<sup>107</sup> *Vide* ponto 3. do Capítulo I e ponto 1. do Capítulo III.

<sup>108</sup> Tenha-se presente a nota de rodapé 69, nos termos do qual se fez alusão à forma contabilística elementar de que o Ativo = Passivo + Capital Próprio, e logo, Capital próprio = Ativo – Passivo.

<sup>109</sup> *Cfr.* SCHÖN, WOLFANG, *op.cit.*, pág. 189.

### **2.3. Balance sheet test(s) e harmonização comunitária?**

Ao longo do presente trabalho, o conceito de *balance sheet test* tem sido sempre empregue no “singular”, transmitindo por isso mesmo a imagem de que o conceito é unívoco no espaço comunitário. É no entanto questionável que o seja, desde logo se tivermos presente o atual panorama legislativo europeu em matéria contabilística tal como descrito nos pontos seguintes.

#### **2.3.1. O custo histórico e o justo valor**

Foi no final do século XX que o legislador comunitário decidiu intervir no sentido de uma maior harmonização comunitária em matéria contabilística, concretizando a sua intervenção com a publicação da Diretiva 78/660/CEE do Conselho, de 25 de Julho de 1978 relativa às contas anuais de certas formas de sociedades, mais conhecida por Quarta Diretiva.

A Quarta Diretiva foi recentemente revogada pela Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de Junho de 2013<sup>110</sup>, cujo escopo não foi somente o de modernizar e harmonizar o seu conteúdo, tendo presente as alterações de que já havia sido alvo, como também introduzir alguma modernização e flexibilização contabilística no que diz respeito às imposições contabilísticas aplicáveis às PME. Não nos focaremos na vertente inovadora da Diretiva de 2013, pelo facto de permanecer inalterado o regime que já vinha da Quarta Diretiva e subsequentes alterações, e ser esse o pertinente para efeitos do nosso estudo.

A nova Diretiva, na mesma linha do que já vinha contemplado na Quarta Diretiva revogada, acolhe expressamente o princípio da prudência no que diz respeito ao reconhecimento e mensuração das rubricas contabilísticas.

Se por um lado deverão ser equacionados todos os riscos e perdas, ainda que meramente prováveis, no lado direito do balanço<sup>111</sup> (passivos), por outro apenas podem ser reconhecidos

---

<sup>110</sup> Diretiva publicada no JOUE n.º 182, Série L, de 29 de Junho de 2013. O âmbito de aplicação da Diretiva abrange as SA, SQ, e sociedade em comandita por ações, de acordo com o estabelecido no artigo 1.º e Anexos I e II do respetivo diploma comunitário. De referir que os EM têm ainda até dia 20 de Julho de 2015 para uniformizar o direito nacional com o previsto na Diretiva (*cf.* artigo 53.º). No entanto, o conteúdo da Diretiva sobre o qual versaremos a nossa atenção, já se encontra harmonizado nos diferentes EM, na medida em que o regime relevante para efeitos da nossa análise permanece inalterado, em função do contemplado na Quarta Diretiva e subsequentes alterações.

<sup>111</sup> *Vide* artigo 6.º n.º1 alínea c) e ii) da Diretiva.

os lucros efetivamente realizados<sup>112</sup>, devendo os ativos ser reconhecidos por aplicação das regras de valorimetria à luz da *historic cost theory*<sup>113</sup> (custo histórico<sup>114</sup>). Por aplicação desta base de mensuração, o valor escriturado dos ativos corresponde simplesmente ao valor despendido na sua aquisição ou na sua confecção (*purchase price* ou *production cost*), sem ajustes subsequentes.

Do exposto se retira uma ilação óbvia: o tratamento dado aos ativos e passivos é, na sequência da aplicação do referido *supra*, assimétrico e pessimista<sup>115</sup>, tendo a visão conservadora descrita inevitáveis reflexos no limite de bens disponíveis para distribuição, por natureza mais restritivo do que aquele que poderia corresponder à realidade e potencial da empresa.

A ideia de que o método do custo histórico pode conduzir a valorizações dos bens sociais pouco justas e obsoletas inspirou o movimento que, já há tempos, começou a colocar em causa a sua idoneidade enquanto critério valorimétrico dos bens sociais, não apenas no plano nacional, mas também internacional.

Neste sentido, a nova Diretiva, já à luz do que fazia a Quarta Diretiva e subsequentes alterações, reconhece aos EM a possibilidade de substituírem o critério do custo histórico pelo chamado critério do justo valor<sup>116</sup> (*True and Fair Value – TFV*<sup>117</sup>), explicitando os moldes em que assenta a aplicação deste último.

---

<sup>112</sup> Vide artigo 6.º n.º 1, al. c) e i) da Diretiva.

<sup>113</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests, in *European Business Organization Law Review* (EBOR 7), 2006, (on-line) disponível em <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=447722>, pág. 146.

<sup>114</sup> Vide artigo 6.º n.º 1, al. i) da Diretiva.

<sup>115</sup> Vide DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *op. cit.*, pág. 320.

<sup>116</sup> Vide artigos 7.º e 8.º da Diretiva.

<sup>117</sup> O justo valor, enquanto critério valorimétrico, é extremamente complexo. Somente o entender em que consiste o conceito de “justo valor” é trabalho que já dá “*pano para mangas*”, tendo em conta a complexidade dos pressupostos sobre os quais assenta o TFV. Prova disso mesmo é a complexidade dos métodos contabilísticos para, face a cada tipo de ativo (ativo fixo tangível, ativos intangíveis, investimentos financeiros, etc.) saber como deve o princípio do *fair value* ser concretizado. Não é nosso propósito explicar exaustivamente em que consiste o conceito, nem tão pouco explicar as vantagens e desvantagens que a sua adoção acarreta. No entanto, para que possamos entender a temática da qual nos ocupamos, não podemos deixar de explicar em traços gerais no que consiste a ideia de “justo valor”. Nas palavras da Professora Ana Maria Rodrigues “*A definição de justo valor, enquanto valor de mercado, é a quantia estimada pela qual um ativo pode ser trocado, numa data de avaliação, entre um comprador e um vendedor dispostos a realizar a referida transação depois de um processo negocial, em que as partes atuam com conhecimento razoável da situação e nenhuma das partes se sente pressionada para realizar a dita transação*”. Vide GOMES RODRIGUES, ANA MARIA, Justo Valor, Uma perspectiva crítica e multidisciplinar, in *Miscelâneas n.º 7*, Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho, s.e., Coimbra, Almedina, 2011, pág. 77.

A definição, aparentemente simples e, acima de tudo, justa, não deixa de levantar bastantes indeterminações. Um dos grandes argumentos nos quais se apoiam os partidários do custo histórico e, nessa medida, do princípio da prudência, assenta na discricionariedade e subjetividade inerente à aplicação desta base de mensuração, intolerável aos olhos dos interessados nos resultados apresentados pelas demonstrações financeiras. No fundo, a questão passa por perceber: *a contabilidade deve ser mais otimista ou pessimista?* Nesta pergunta assenta a base de discussão, em torno da qual já muito se escreveu, e muito se argumentou, sem que o consenso tenha sido alcançado. Neste sentido, vide DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *op. cit.*, pp. 320 ss., e ainda SCHÖN, WOLFGANG, *op. cit.*, pág. 186.

O justo valor enquanto base de mensuração alternativa ao critério do custo histórico, vem consagrado na nova Diretiva sob duas perspectivas.

Relativamente à avaliação de ativos fixos tangíveis<sup>118</sup>, a Diretiva estabelece que poderão ser reconhecidos pelas quantias reavaliadas, impondo aos EM a obrigação de determinarem, caso adotem este princípio, os limites e suas regras de aplicação. No que diz respeito ao valor acrescido dos ativos em virtude da revalorização, a Diretiva impõe expressamente que deva ser registada em rúbrica autónoma do lado direito do balanço (Capital Próprio), na rúbrica “Excedentes de revalorização”<sup>119</sup>, proibindo expressamente a possibilidade de serem objeto de distribuição enquanto não corresponderem a uma mais valia efetivamente realizada.

O artigo 32.º n.º 2 do CSC é reflexo do referido *supra* no direito português, ao impor que só possam ser distribuídos os excedentes de revalorização uma vez realizados, i.e., materializados pela entrada de recursos financeiros concretos no património social, nisto consistindo o *princípio da realização*<sup>120</sup>.

A *ratio legis* é clara. O legislador comunitário não quis pôr em causa a possibilidade de se poderem avaliar os bens sociais com base na aplicação do critério valorimétrico do justo valor. No entanto, atenta a subjetividade valorativa inerente ao método, não quis permitir que tais bens pudessem ser distribuídos sem que tenha existido uma materialização dessa valorização, tendo dado claramente neste âmbito prevalência à ideia de liquidez para efeitos de distribuição de bens aos sócios. O que significa que nos casos em que o capital próprio resultar aumentado em virtude da exclusiva aplicação do método do justo valor, dever-se-ão deduzir os respetivos montantes e, só posteriormente, aplicar o princípio da intangibilidade do capital social para apuramento do lucro distribuível (artigo 32.º n.º 1 do CSC).

Em matéria de avaliação de outras rúbricas contabilísticas, a Diretiva permite igualmente a opção pelos EM no sentido de autorizarem ou exigirem a mensuração pelo justo valor de instrumentos financeiros<sup>121</sup> ou outros ativos<sup>122</sup>. A liberdade de avaliação em matéria de ativos está por isso vastamente reconhecida<sup>123</sup>. Já no que diz respeito à valorização dos passivos, a aplicação do critério do justo valor apenas será aceitável caso estejam em causa passivos detidos enquanto elementos de carteira de negociação ou instrumentos financeiros

---

<sup>118</sup> Vide artigo 7.º da Diretiva.

<sup>119</sup> Código de Contas n.º58.

<sup>120</sup> Vide GOMES RODRIGUES, ANA MARIA, *op. cit.*, pág. 117.

<sup>121</sup> Vide artigo 8.º n.º 1 al. a) da Diretiva.

<sup>122</sup> Vide artigo 8.º n.º 1 al. b) da Diretiva.

<sup>123</sup> A Diretiva apenas estabelece limitações à adoção do justo valor em casos pontuais. *Cfr.* artigo 4.º da Diretiva.

derivados<sup>124</sup>. O regime de mensuração dos ativos é manifestamente mais flexível do que o regime previsto para a avaliação dos passivos, os quais continuam a obedecer à lógica do simples registo pelo valor nominal<sup>125</sup> e princípio da prudência, salvo pontuais exceções, pelo que a assimetria de tratamento dos dois lados do balanço permanece, ainda que em moldes muito menos rígidos.

Desde logo, porque se em matéria de ativos fixos tangíveis o legislador comunitário proibiu a distribuição de lucros não realizados (*unrealized profits*<sup>126</sup>) decorrentes da aplicação do método do justo valor, não o fez relativamente aos demais ativos, não consagrando um regime semelhante.

A Diretiva, embora imponha que as rubricas mensuradas com base na aplicação do justo valor sejam constantemente atualizadas, devendo ser registados contabilisticamente todos os gastos e ganhos decorrentes da aplicação do método<sup>127</sup>, não impõe que, no momento em que o montante dos lucros disponíveis para distribuição é apurado, se descontem tais ganhos, ainda que não realizados.

Do que se conclui que, em matéria de outros ativos que não os fixos tangíveis, o regime é de liberalização de distribuição de lucros não realizados, caso o método de justo valor tenha sido o perfilhado pelo EM, ao abrigo do direito de opção que lhe assiste entre ambos os critérios valorimétricos.

Esta opção de escolha por um ou outro método (*historic cost* ou *fair value*), embora tenha introduzido maior flexibilidade e tenha sido fruto do esforço comunitário no sentido de fazer com que as demonstrações financeiras espelhassem mais realismo relativamente à realidade económica das empresas (o que é louvável), conduz à existência de diferentes “balanços nacionais”, comprometendo nesta medida a comparabilidade a nível europeu do tecido empresarial.

Quando pensamos no impacto da desarmonia contabilística no regime de distribuição de bens aos sócios, o problema de distribuição de lucros não realizados é aquele que imediatamente ressalta. Como já tivemos oportunidade de sustentar, a opção dos EM entre o custo histórico e o justo valor tem a inevitável consequência de, em virtude do primeiro, apenas poderem ser

---

<sup>124</sup> Vide artigo 6.º n.º 3 als. a) e b) da Diretiva.

<sup>125</sup> Vide ponto 2.2.2. do Capítulo III do presente trabalho.

<sup>126</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, *Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, in *European Business Law Review (EBLR)* 15), 2004, (on-line) disponível em [http://www.biiicl.org/files/916\\_capital\\_maintenance\\_report\\_-\\_final.pdf](http://www.biiicl.org/files/916_capital_maintenance_report_-_final.pdf), pág. 983.

<sup>127</sup> Vide artigo 8.º n.º 8 da Diretiva.

distribuídos lucros efetivamente realizados, tendo por consequência o segundo, o resultado inverso de distribuição de lucros não realizados.

### 2.3.2. As IAS/IFRS

O último marco no sentido de introduzir uma maior desarmonia contabilística europeia, foi alcançado com a publicação do Regulamento (CE) n.º 1606/2002, de 19 de Julho de 2002<sup>128</sup>, o qual veio determinar a aplicação obrigatória das IAS/IFRS<sup>129</sup> (*International Accounting Standards* e *International Financial Reporting Standards*) nas contas consolidadas de sociedades cujos títulos estão admitidos à negociação publicamente<sup>130</sup>. Paralelamente à imposição levada a cabo pelo Regulamento relativamente a estas últimas sociedades, a União Europeia decidiu conceder aos EM a opção de utilizarem as IAS/IFRS nas contas individuais daquelas sociedades, bem como nas contas consolidadas e individuais de outras<sup>131</sup>.

As IAS/IFRS, tal como o próprio nome indica, consistem em *standards* contabilísticos, na medida em que se revestem de um carácter mais genérico e, por isso mesmo, mais flexível do que os padrões contabilísticos fixados ao nível do direito europeu da contabilidade.

De facto, do ponto de vista comunitário, as empresas nacionais devem pautar a sua legislação doméstica de acordo com os parâmetros contabilísticos fixados na Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de Junho de 2013<sup>132</sup>, nos termos da qual se consagram normas, por natureza mais rígidas e específicas do que as IAS/IFRS. No entanto, as mesmas empresas podem, tal como já referimos, em virtude da opção conferida no Regulamento, optar pelo regime alternativo internacional das IAS/IFRS, motivo pelo qual se evidencia neste âmbito novamente uma desarmonia contabilística.

O facto da estrutura inerente às IAS/IFRS ser diferente da estrutura característica das normas provenientes das diretivas comunitárias contabilísticas, à luz do qual faz sentido relembrar a

---

<sup>128</sup> Regulamento publicado no JOUE n.º 243, Série L de 11 Setembro 2002, com as pequenas alterações subsequentes introduzidas pelo Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho CE n.º 297/2008, de 11 de Março de 2008.

<sup>129</sup> O IASB (*International Accounting Standards Board*) foi criado em 1973, sob o nome de IASC (*International Accounting Standards Committee*) e consiste no grupo formado por diferentes países de todo o mundo (de entre os quais fazem parte a Austrália, Canadá, França, Alemanha, Japão, México, Holanda, Reino Unido e EUA) com o propósito de criar regras contabilísticas que uniformizem o mais possível a contabilidade a nível mundial. Como fruto do trabalho do grupo, surgem então as IAS (*International Accounting Standards*), as quais são designadas atualmente por IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Os termos IAS e IFRS coexistem, na medida em que as antigas IAS não alteraram a sua designação com a adoção do novo termo IFRS. A fonte desta informação encontra-se em RODRIGUES, JOÃO, *op. cit.*, pp. 13 e ss., no qual se poderá conhecer um pouco melhor a história e evolução do IASB, nomeadamente a relação existente entre as IAS e o atual SNC.

<sup>130</sup> Vide artigo 4.º do Regulamento.

<sup>131</sup> Vide artigo 5.º do Regulamento.

<sup>132</sup> Diretiva referida no ponto anterior do presente trabalho.

antiga e eterna discussão *Rules vs. Standards*<sup>133</sup>, não esgota a diferença de fundo que se verifica entre a opção entre um ou outro padrão contabilístico.

De facto, existem diferenças objetivas entre ambos os regimes contabilísticos, com invariáveis consequências relativamente aos resultados apresentados pela contabilidade das empresas, consoante optem por um, ou por outro. Não é nosso propósito perceber em que medida é que as IAS/IFRS diferem na prática do regime decorrente do direito europeu. A análise comparativa dos aspetos contabilísticos que diferem na adoção entre o regime das IAS/IFRS é demasiado longa e complexa e não se incluiria nos objetivos que temos em mente com o objeto de estudo deste trabalho<sup>134</sup>.

Para efeitos da mensagem que pretendemos transmitir, o aspeto a reter é que, de facto, a *accounting philisophie*<sup>135</sup> da Diretiva e do Regulamento é indiscutivelmente diferente. Do facto de ser apresentado aos EM a opção de recurso a um dos regimes contabilísticos, nos casos em que a adoção das IAS/IFRS não é obrigatória, derivam inevitáveis consequências do ponto de vista dos bens distribuíveis aos sócios, por ser o *balance sheet test* a ferramenta atual à qual compete a determinação dessa tarefa.

O panorama contabilístico a nível comunitário é o que se expôs<sup>136</sup>. Faz-nos agora sentido a *nuance* estabelecida *ab initio*, mediante a qual chamámos a atenção para o facto de não existir apenas um, mas vários testes de balanço a atuar em paralelo na Europa, em função das diferentes opções exercidas pelos EM no que diz respeito à aplicação do regime contabilístico que consideram ser mais conveniente.

Em que medida é que falar em harmonização neste âmbito faz sentido, é a pergunta à qual já consideramos estar dada, ainda que implicitamente, uma resposta.

---

<sup>133</sup> Vide DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *op. cit.*, pp. 318 e ss. Para um entendimento mais profundo das implicações práticas de ter um sistema mais assente em princípios do que em regras, vide KAPLOW, LOUIS, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, in *Duke Law Journal*, 1992, (on-line) disponível em <http://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol42/iss3/2/> a 2014-02-27.

<sup>134</sup> Para um estudo sucinto mas bastante ilustrativo sobre tais diferenças vide FREIRE, MÁRIO, *A Importância Das Normas Internacionais de Contabilidade e a sua Aplicação na Europa*, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 15, Dezembro 2002, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Pages/caderno15.aspx>, pp. 158 e ss.

<sup>135</sup> Cfr. BRAGA DA CRUZ, JOSÉ MARIA, *op. cit.*, pág. 916.

<sup>136</sup> Para o entendimento mais profundo do enquadramento legislativo a nível comunitário atualmente em vigor, bem como o seu impacto no que toca ao conteúdo do *balance sheet test* tal como o conhecemos vide RICKFORD, JONATHAN, *Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests*, in *European Business Organization Law Review (EBOR)* 7, 2006, (on-line) disponível em <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=447722>, pp. 146-164.

## CAPÍTULO III – *Solvency test* – *de iuro condendo*?

### 1. O conceito de *solvency test* e sua relação com o “capital norte-americano”

O modo como a *theory of capital maintenance* foi relativizada no direito norte-americano, desde logo com a publicação do RMBCA<sup>137</sup>, teve profundas implicações no regime de distribuição dos bens aos sócios, tal como se encontrava concebido nos EUA.

Até então, a *trust fund theory*, consagrada pela generalidade das legislações dos diferentes Estados federados, impunha que se observasse um *balance sheet test*, desde logo com vista a assegurar que o capital social permanecia intocável no momento em que o montante disponível para distribuição era determinado. Com a liberalização do princípio, ao qual se deixou de atribuir importância, (nomeadamente tendo em conta que o capital social passou a poder nem sequer existir), o direito norte-americano desenvolve vias alternativas relativamente aos requisitos a que deveria obedecer o regime de remuneração dos bens aos sócios, de modo a que a confiança dos credores sociais pudesse ser acautelada, ainda que em moldes diferentes aos da *trust fund theory*. É precisamente neste contexto que surge a figura do *solvency test*.

O *solvency test*, vinha desde já enunciado no RMBCA, nos termos do qual se dispunha que “*no distribution may be made if, after giving it effect, the corporation would not be able to pay its debts as they become due in the usual course of business.*”<sup>138</sup> Em bom rigor, a sua designação é *equity insolvency test* ou ainda *bankruptcy insolvency test*. O conceito nasceu nos tribunais norte-americanos<sup>139</sup>, incumbidos de avaliar a (in)existência de uma situação de insolvência das empresas devedoras objeto do pedido de insolvência.

O princípio genérico subjacente ao teste é o que se retira do RMBCA, tal como exposto *supra*. No entanto, de modo a precisar e concretizar em que consiste o teste, sob uma

---

<sup>137</sup> Vide ponto 3. do Capítulo II do presente trabalho.

<sup>138</sup> Cfr. §6.40 (c) (1) RMBCA, conforme informação retirada de KPMG, Feasibility study on an alternative to the capital regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime, Contract ETD/2006/IM/F2/71, 2008, (on-line) disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/feasibility/study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/study_en.pdf), pág. 158. O estudo da auditora KPMG, tal como referimos no ponto 2. do Capítulo II do presente trabalho, na análise que fez sobre a viabilidade de se instituir um regime alternativo ao capital social tal como estabelecido na Segunda Diretiva, dedicou grande parte da sua análise a um estudo de direito comparado entre a Europa e os EUA, tendo dado grande enfoque à temática da distribuição dos bens aos sócios, nomeadamente à adequação do *balance sheet test* face às vantagens reveladas pelo *solvency test*, tendo em conta o interesse dos credores sociais.

<sup>139</sup> Vide MANNING, BAYLESS e HANKS JR., JAMES J., *op. cit.*, pág. 64.

perspetiva prática e não apenas teórica, menção não pode deixar de ser feita ao contributo de Jonathan Rickford nesta tarefa. O autor, para além de ter feito parte do Grupo Winter<sup>140</sup>, desenvolveu isoladamente um trabalho<sup>141</sup>, no qual se debruçou em específico sobre a temática do *balance sheet test vs. solvency test*, ao abrigo do qual a sua proposta foi autonomamente considerada pela auditora KPMG<sup>142</sup>.

Na proposta de Rickford, o autor apresenta dois pressupostos cuja verificação considera indispensável na aplicação do *solvency test* como instrumento na determinação dos montantes disponíveis aos sócios: São eles<sup>143</sup>:

1. *The cash flow assurance*
2. *The one year liquidity*

Ao abrigo do *cash flow assurance*, não se poderá colocar a hipótese de a empresa, em virtude da saída de recursos com vista à remuneração dos sócios, não ter capacidades para cumprir com as suas obrigações perante os credores sociais.

Na concretização do primeiro pressuposto, importa ter presente a perspetiva financeira à qual já tivemos oportunidade de fazer alusão<sup>144</sup>, na medida em que não serão apenas considerados os recursos atualmente existentes na empresa, nem tão pouco as obrigações. Os fluxos projetados e previsíveis, cujo cômputo passará pela aplicação de métodos financeiros e não somente contabilísticos<sup>145</sup>, deverão assegurar o pagamento das obrigações da sociedade, à medida que as mesmas se encontrem vencidas.

---

<sup>140</sup> Vide ponto 2. do Capítulo II do presente trabalho, particularmente nos trabalhos que foram desenvolvidos a pedido da Comissão Europeia, a propósito da tentativa de modernização europeia relativamente à possível reforma do capital social comunitário.

<sup>141</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests, in *European Business Organization Law Review (EBOR 7)*, 2006, (on-line) disponível em <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=447722>. Neste trabalho, tal como o próprio nome indica, o autor versou a sua exclusiva atenção para o confronto entre os dois testes no regime de apuramento dos bens distribuíveis aos detentores do capital. Paralelamente a este texto, a obra, do mesmo autor, intitulada Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance, in *European Business Law Review (EBLR 15)*, 2004, (on-line) disponível em [http://www.biiicl.org/files/916\\_capital\\_maintenance\\_report\\_-\\_final.pdf](http://www.biiicl.org/files/916_capital_maintenance_report_-_final.pdf), também apresentou um valioso contributo para efeitos da elaboração do nosso tema, sendo que nesta última, o regime do capital social e a *theory of capital maintenance* são genericamente apreciados e criticados, sendo a temática da distribuição dos bens aos sócios e respetivos testes um entre os muitos problemas dos quais o autor se ocupa.

<sup>142</sup> Vide KPMG, Feasibility study on an alternative to the capital regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime, Contract ETD/2006/IM/F2/71, 2008, (on-line) disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/feasibility/study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/study_en.pdf), pp. 280 e ss.

<sup>143</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests, in *European Business Organization Law Review (EBOR 7)*, 2006, (on-line) disponível em <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=447722>, pp. 175 e ss.

<sup>144</sup> Vide ponto 2.2.1. e ponto 2.2.2. do Capítulo III do presente trabalho.

<sup>145</sup> Vide ponto 2.2.1. e ponto 2.2.2. do Capítulo III do presente trabalho, em especial a nota de rodapé 96.

Neste exercício, o conceito de liquidez é critério central, à luz da qual todo o exercício de *cash-flow test*<sup>146</sup> será equacionado. A concretização do teste passará pela consideração de todas as obrigações da empresa, incluindo passivos contingentes e *off-balance sheet items*, adotando-se uma postura prudente e exigente<sup>147</sup>. Na consideração dos futuros proveitos, o teste deverá ser igualmente prudente, considerando apenas o desempenho correspondente ao *ordinary course of business*<sup>148</sup>, evitando por esta via ter por referência exercícios que, por uma circunstância ou por outra, foram excecionalmente bons. Assim sendo, resultados extra-operacionais, decorrentes de operações pontuais e característicos de um exercício em especial, não devem ser considerados na projeção dos fluxos disponíveis de futuro. As maturidades dos ativos e passivos, concretizados em *cash-flow*<sup>149</sup>, deverão estar alinhadas, consistindo o teste numa tentativa de, de um modo tão realista quanto possível, assegurar que a liquidez da empresa está salvaguardada, não obstante a decisão de distribuir bens aos sócios em caso de o *solvency test* ser positivo nesse sentido.

O segundo pressuposto – *the one year liquidity reference* – visa introduzir um limite temporal na aplicação do *solvency test*, sem o qual a perspetiva de “infinito” o tornaria impossível de consumir.

A este respeito, o autor refere que a empresa deve ser capaz de responder perante as suas obrigações, *as they fall due for the next year*<sup>150</sup>. Note-se que a perspetiva do *cash-flow test* deve ser tão longínqua quanto possível, servindo o critério anual como simples referência a propósito das maturidades dos passivos correntes, os quais são os mais preocupantes, atento o facto de ser eminente o seu vencimento. O que não significa que não se devam ter em linha de conta as obrigações de maturidade superior a um ano, tal como resulta inclusive da aplicação do primeiro pressuposto. Repita-se: a perspetiva do teste visa introduzir mais segurança aos credores sociais, não aumentar a sua incerteza, motivo pelo qual o teste deve ser elaborado em conformidade com um espírito preventivo, e não o contrário.

---

<sup>146</sup> O conceito de *cash-flow test*, tal como introduzido a propósito do tema que aqui tratamos, pode parecer estranho, exotérico e pouco exequível. No entanto, inclusive em Portugal, o recurso a este conceito é cada vez mais recorrente, sendo o domínio do *project finance*, como já tivemos oportunidade de mencionar, um exemplo bastante ilustrativo no qual este raciocínio tem sido aplicado. Vide a este respeito a note de rodapé 85, onde de modo sucinto procurámos explicar as bases sobre as quais assenta esta estrutura de contratação. Ainda, aquilo que pode parecer estranho tal como consta do exposto, é efetivamente e cada vez mais aplicado pelos tribunais portugueses, não pelos melhores motivos, a propósito da verificação da situação de insolvência das empresas devedoras. Cfr. artigo 3.º do CIRE.

<sup>147</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, *Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, in *European Business Law Review* (EBLR 15), 2004, (on-line) disponível em [http://www.biicl.org/files/916\\_capital\\_maintenance\\_report\\_-\\_final.pdf](http://www.biicl.org/files/916_capital_maintenance_report_-_final.pdf), pág. 978.

<sup>148</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, *op. cit.*, pág. 979.

<sup>149</sup> Relativamente à expressão “*concretizados em cash-flow*”, tenha-se presente o referido a propósito do conceito de *market value*, e modo como o seu valor é matematicamente alcançado. A este respeito, vide ponto 2.2.2. do Capítulo III do presente trabalho.

<sup>150</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, *op. cit.*, pág. 978.

Será este regime uma boa alternativa? Por mais do que uma vez sublinhámos, nos capítulos precedentes, que a grande preocupação dos credores sociais gira em torno da eminência de uma situação de insolvência à qual pode ficar exposta a empresa, no caso de uma distribuição branda e laxista de bens aos sócios. Neste sentido, o *solvency test*, e a íntima relação que apresenta com o conceito *supra* referido, pode de facto ser uma alternativa viável na construção de um regime mais fidedigno aos olhos dos credores sociais.

No entanto, o teste de solvência está longe de poder ser considerado perfeito, reclamando por isso mesmo que se adotem mecanismos que mitiguem as fragilidades que lhe são inerentes, com vista à sua implementação.

## 2. *Solvency test*: uma análise crítica e construtiva

### 2.1. Incerteza e *safe harbour*

A perspectiva financeira subjacente ao *solvency test*, à luz da qual se tenta antecipar a capacidade geracional de *cash-flow* da empresa no futuro, com base nos dados que apenas estão disponíveis no presente, apresenta o grave inconveniente da incerteza.

O teste, inspirado pelos ideais verdadeiramente relevantes na ótica da tutela que se visa conferir aos credores sociais, peca na medida em que a sua concretização, por muito bem executada que seja do ponto de vista técnico, apresentará sempre um carácter relativamente vago, fluido e incerto<sup>151</sup>, típico da sua natureza. O teste, ainda que elaborado à luz de um princípio de precaução, mediante o recurso a estimativas razoáveis, que com bastante probabilidade se concretizarão, não pode deixar de referir apenas isso mesmo: “*com bastante probabilidade*”. Introduzir segurança neste âmbito é fundamental.

Neste contexto, a insegurança característica do futuro é mitigada pela segurança dos dados do passado. A este respeito, os dados contabilísticos desempenham um papel essencial. Como inclusive já referimos<sup>152</sup>, é na complementaridade das perspectivas financeira e contabilística que pode estar a diferença. Os mesmos autores que criticavam o *balance sheet test*, considerando a sua aplicação rígida e cega no que toca à determinação dos bens distribuíveis, defendem agora que não pode deixar de ser considerado, afirmando inclusive que “*(...) it would be negligent not to consider the evidence it provides (...)*”<sup>153</sup>, na medida em que introduz segurança, certeza, e assertividade no resultado<sup>154</sup>, nisto consistindo o conceito de *safe harbour*<sup>155</sup>.

A proposta de Rickford passa assim por transferir o ónus da prova<sup>156</sup> para o teste de solvência, o qual deve confirmar os resultados positivos apurados pelo teste de balanço, caso a empresa

---

<sup>151</sup> Vide. DOMINGUES, PAULO DE TARSO, *op.cit.*, pág. 324.

<sup>152</sup> Vide ponto 2.2.1. do Capítulo III do presente trabalho.

<sup>153</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests, in *European Business Organization Law Review (EBOR 7)*, 2006, (on-line) disponível em <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=447722>, pág. 176.

<sup>154</sup> Vide SCHÖN, WOLFGANG, *op. cit.*, pág. 182, e RICKFORD, JONATHAN, *op. cit.*, pág. 176.

<sup>155</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance, in *European Business Law Review (EBLR 15)*, 2004, (on-line) disponível em [http://www.biiicl.org/files/916\\_capital\\_maintenance\\_report\\_-\\_final.pdf](http://www.biiicl.org/files/916_capital_maintenance_report_-_final.pdf), pág. 968.

<sup>156</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, *op. cit.*, pág. 976.

apresente efetivamente liquidez para a distribuição. Caso contrário, ainda que o resultado do teste de balanço tenha sido positivo, pelo facto de poder ser um resultado invertido (tal como tivemos oportunidade de explicar no capítulo precedente), será o teste de solvência que, imbuído dos ideais verdadeiramente pertinentes, refutará tais resultados, deste modo se conseguindo uma solução mais completa e sustentável.

Refira-se que, mesmo no direito norte-americano, a solução de conjugar os testes foi a que vingou, na generalidade dos Estados federados. Ainda que não tenha capital social, o normal é a empresa recorrer sempre a um *balance sheet test* numa primeira fase, mediante o qual o ativo deve simplesmente superar o passivo. Posteriormente, e em caso de o teste ser positivo nesse sentido, a última resposta será facultada pelo *solvency test*, nos moldes anteriormente expostos. É inclusive a solução que vem proclamada no RMBCA, tendo depois cada Estado adotado as suas especificidades<sup>157</sup>.

A solução inversa também poderia ser equacionada, i.e., supor a hipótese de o *balance sheet test* ser negativo, contrariado por um resultado positivo apresentado pelo *solvency test*. O Estado de Delaware apresenta um regime especialmente permissivo nesse sentido, ao permitir que, numa situação como estas, sejam distribuídos bens aos sócios, os chamados *nimble dividends*. A solução é avidamente criticada pelos autores<sup>158</sup>, pelo facto de poder levar a arbítrios e deixar os credores numa posição fragilizada, na medida em que a solução mais equilibrada passa pela conjugação dos dois testes, tendo em conta o facto de serem eficientemente complementares.

---

<sup>157</sup> Para um estudo mais detalhado sobre o regime previsto em cada Estado norte-americano, ou pelo menos nos mais ilustrativos, vide KPMG, Feasibility study on an alternative to the capital regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime, Contract ETD/2006/IM/F2/71, 2008, (on-line) disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/feasibility/study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/study_en.pdf), pp. 155 e ss.

<sup>158</sup> Vide MANNING, BAYLESS e HANKS JR., JAMES J., *op. cit.*, pp. 82 e ss.

## 2.2. O papel dos administradores e *wrongful trading*

A competência para a elaboração do *solvency test* nunca poderia deixar de pertencer ao órgão de gestão da sociedade, por ser o órgão conhecedor da realidade da empresa, das suas obrigações e do seu potencial geracional, i.e., por ser o único órgão com as ferramentas necessárias para o executar.

No entanto, a atribuição desta competência ao órgão de gestão, de *iure condendo*, levantaria questões complexas nas quais o clássico “problema de agência” emerge. Este problema, enfatizado pelo facto de controlo e propriedade da empresa pertencerem a diferentes titulares<sup>159</sup>, deve, neste âmbito, ser tomado em consideração.

Tal como aponta Rickford<sup>160</sup>, os gestores estão na relação que apresentam perante os sócios numa situação mediante a qual podem ser tentados, com vista a apresentar bons resultados, a ser demasiados brandos na elaboração do teste de solvência, distribuindo bens para lá do razoável, colocando deste modo a posição dos credores sociais em causa. Ainda, a questão da agência, como aponta Schön<sup>161</sup>, não se coloca apenas no plano de “agradar os sócios”. De facto, se o teste passa pela projeção do negócio no futuro, e partindo do pressuposto que a condução do negócio continuará a ser da responsabilidade dos gestores, é fácil perceber que se sintam tentados a passar a imagem de que tudo correrá o melhor possível, na medida em que o próprio teste pode ser interpretado como um momento de “autoavaliação” acerca do projeto e perspetiva de futuro que têm da empresa, tendo em conta a estratégia de gestão que têm em mente executar.

Esta flexibilidade, no sentido de poder subverter os resultados decorrentes do *solvency test*, está intimamente relacionada com a incerteza que lhe é inerente. Na esteira do que há pouco referíamos, o teste passa pela projeção de estimativas futuras relativamente à capacidade geracional da empresa, o que significa que, se temperado de otimismo e previsões pouco prudentes, pode apresentar resultados enviesados.

É precisamente neste âmbito que a figura do *wrongful trading* surge, como instrumento passível de obviar os problemas de agência tais como expostos *supra*.

---

<sup>159</sup> Para um entendimento mais aprofundado sobre o clássico problema de agência, vide BREALEY, RICHARD A., MYERS, STEWART C. e ALLEN, FRANKLIN, *op. cit.*, pp. 40 e ss. e ainda pp. 318 e ss.

<sup>160</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests, in *European Business Organization Law Review (EBOR 7)*, 2006, (on-line) disponível em <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=447722>, pág. 177.

<sup>161</sup> Vide SCHÖN, WOLFANG, *op. cit.*, pp. 194 e ss.

O *wrongful trading* consiste na instituição de um regime de responsabilização dos administradores, caso se comprove que a empresa ficou, em virtude de uma distribuição permissiva e ilícita, impossibilitada de cumprir com as suas obrigações. Corresponde a uma herança já instituída no Reino Unido a propósito do regime legal de insolvência<sup>162</sup>, nos termos da qual o tribunal, a propósito da avaliação da situação de insolvência da empresa requerida, pode considerar responsáveis os administradores que, de um modo irresponsável e consciente, contribuíram para essa situação.

A proposta de *wrongful trading*, tal como qualquer regime de responsabilização civil, obedece a pressupostos, sob pena de se instituir uma leviana imputação da responsabilidade, a qual culminaria com a paralisação dos próprios gestores na execução das funções às quais estão adstritos, indesejável aos olhos de todos.

É evidente que este regime foi pensado num cenário onde o procedimento de insolvência já está em curso, motivo pelo qual o regime teria de ser adaptado em conformidade com as finalidades que se visam acautelar no âmbito de uma simples tomada de decisão de distribuição de bens aos sócios, onde essa eventualidade ainda não é uma realidade. No entanto, é precisamente por se pretender evitar que o cenário de insolvência se verifique, especialmente se despoletado por uma decisão irresponsável, que a adaptação deste regime faz sentido.

Assim sendo, e adaptando o exposto no *Insolvency Act* à proposta de Rickford nesta matéria, a responsabilização do administrador/gerente apenas teria lugar caso o próprio: (i) soubesse, ou não pudesse ignorar, que não haveria “*reasonable prospect*”, que obviasse à situação de insolvência, em virtude da distribuição e (ii) uma pessoa diligente, com o geral conhecimento, experiência e aptidões razoavelmente expectáveis em função da natureza do cargo, não teria avalizado a distribuição, por saber que colidia com a possibilidade de a empresa honrar os seus compromissos. Donde se retira que a culpa é naturalmente pressuposto do instituto do *wrongful trading*, visto que se trata de um regime de responsabilização.

A adoção desta figura foi também aconselhada pelo Grupo Winter, tendo sido considerada nas medidas de médio prazo estabelecidas pela Comissão Europeia no Plano de Ação que traçou a propósito da reforma do regime do capital social europeu<sup>163</sup>.

---

<sup>162</sup> Vide *Insolvency Act* 1986, Section 214.

<sup>163</sup> Vide ponto 2. do Capítulo II do presente trabalho.

Na nossa perspectiva, o regime faz sentido. É evidente que a suscetibilidade de os gestores serem responsabilizados torna o seu esforço na elaboração do *solvency test* mais sério e comprometedor. No entanto, é preciso ter em atenção o modo como o regime de *wrongful trading* seria implementando. Um regime de responsabilização demasiado severo, poderia ter como consequência um *chilling effect*<sup>164</sup>, no sentido em que poderia paralisar os gestores de consentirem na distribuição, ainda que injustificadamente, por temerem a suscetibilidade de no futuro serem injustamente responsabilizados. Como já sublinhámos, remunerar os sócios do investimento que realizaram não é um interesse menos digno do que o interesse dos credores sociais, motivo pelo qual um *chilling effect* seria tudo, menos desejado<sup>165</sup>.

No que diz respeito ao modo de implementação do *solvency test*, o autor defende ser necessária a emissão de um certificado de solvência, sujeito a publicidade legal, nos termos do qual os administradores tomam posição no sentido de afirmarem que, na sua ótica, “ (...) *for the reasonable future, taking account of the company’s expected prospects in the ordinary course of business, it can reasonably be expected to meet its liabilities.*”<sup>166</sup>

O formalismo inerente ao certificado compromete de um modo diferente o órgão de gestão no papel que lhe é confiado na aplicação do teste de solvência, atribuindo uma maior credibilidade e fiabilidade ao procedimento. Ainda, no que diz respeito ao regime de *wrongful trading* sugerido pelo autor, este certificado atesta e fixa a posição tomada pelos gestores no presente, caso o futuro levante problemas.

---

<sup>164</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, *op. cit.*, pág. 177.

<sup>165</sup> Vide, a este respeito, a nota de rodapé 93, introduzida no âmbito do ponto 2.2.1. do Capítulo III do presente trabalho.

<sup>166</sup> Vide RICKFORD, JONATHAN, *Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, in *European Business Law Review (EBLR 15)*, 2004, (on-line) disponível em [http://www.biicl.org/files/916\\_capital\\_maintenance\\_report\\_-\\_final.pdf](http://www.biicl.org/files/916_capital_maintenance_report_-_final.pdf), pp. 974 e 979.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo do presente trabalho, tivemos oportunidade de explicar os motivos pelos quais consideramos que o regime europeu de distribuição dos bens aos sócios levanta problemas, tendo presente as inúmeras fragilidades reveladas pelo *balance sheet test* enquanto ferramenta exclusiva na sua concretização. Por outro lado, a aplicação exclusiva do conceito norte-americano *solvency test*, não se afiguraria, *de iure condendo*, menos problemática, pelas razões das quais também já nos ocupámos.

Neste sentido, a rigidez dos resultados decorrentes da aplicação do teste de balanço, assim como a incerteza característica do teste de solvência, podem ser apontados como os maiores problemas inerentes a cada uma das soluções, quando isoladamente consideradas.

Posto isto, já se vislumbra o que defendemos relativamente à reforma do regime de distribuição de bens aos sócios na Europa: a conjugação de ambos os testes.

Ambos os testes apresentam perspetivas radicalmente distintas, sendo os pontos fortes de um, os pontos fracos do outro. Neste sentido, a única solução que se afigura equitativa, ponderada e acertada, consiste na conjugação de ambas as realidades, segundo a ótica da proposta de Rickford: transferir o ónus da prova dos resultados apurados pelo *balance sheet test* para o *solvency test*. Só em caso de ambos os testes estarem de acordo, no que diz respeito à admissibilidade da distribuição, faz sentido equacionar a sua possibilidade, caso os sócios pretendam deliberar nesse sentido.

Uma solução diferente da que se expôs não tutela eficazmente os credores. Continuar a acreditar que o princípio da intangibilidade do capital social é capaz de, isoladamente considerado, dar resposta às exigências e interesses que verdadeiramente inquietam os credores, é ingénuo, motivo pelo qual consideramos ser urgente repensar e legislar em sentido diferente no que diz respeito a esta temática.

O curioso é que, de facto, a proposta de conjugar ambos os testes não reclamaria uma necessária e forçosa revisão do regime legal do capital social como um todo, tal como está estabelecido em termos comunitários, motivo pelo qual a implementação legislativa a nível doméstico desta solução seria relativamente exequível, sem se levantarem problemas de maior.

Até porque, em bom rigor, acrescentar um teste, um requisito para a admissibilidade da distribuição de bens aos sócios, não passaria necessariamente por uma reforma europeia. Bastaria que aos EM fosse facultada esta opção, caso a considerassem conveniente. Pelo simples facto de que nunca estariam a violar o disposto na Diretiva do Capital em matéria de distribuição dos bens aos sócios (*balance sheet test*), estariam somente a ser mais exigentes do que o próprio legislador comunitário.

Mas mais curioso ainda é o facto com o qual fomos confrontados, já numa fase em que o presente trabalho se aproximava de um estágio consideravelmente avançado.

No passado dia 9 de Abril, a Comissão Europeia torna pública a Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho sobre a sociedade de responsabilidade limitada com um único sócio, a *Societas Unius Personae* (SUP<sup>167</sup>), um modelo societário pensado com vista a facilitar e flexibilizar a expansão do mercado das PME no espaço comunitário, incentivando-as a atuar fora dos limites nacionais.

Este modelo, cujos traços característicos não importa aqui desenvolver, estabelece, a propósito da concretização do limite dos bens sociais disponíveis para distribuição, que devem ser aplicados ambos os testes de balanço e solvência. Se nos termos do artigo 18.º n.º 2 da Proposta de Diretiva, o regime é rigorosamente igual ao que já resulta da Diretiva do Capital, nomeadamente no que diz respeito à aplicação do *balance sheet test*, o n.º 3 do mesmo preceito é inovador, ao impor que, cumulativamente, deva ser aplicado um teste de solvência, cujo resultado terá de ser, em conformidade com o primeiro teste, forçosamente positivo, sob pena de se ter de concluir pela inadmissibilidade da distribuição. O artigo apresenta ainda, a propósito da especificação do teste de solvência, rigorosamente a mesma proposta de Rickford tal como a apresentámos ao longo do presente trabalho. Nos termos do citado preceito, a Proposta de Diretiva faz alusão, quer ao certificado de solvência, quer à suscetibilidade de os administradores serem responsabilizados em caso de se apurar, *a posteriori*, que a validação da distribuição com base nos resultados do teste de solvência fora irresponsável e lesiva dos interesses dos credores sociais (*wrongful trading*)<sup>168</sup>.

Esta iniciativa europeia, ainda que embrionária por corresponder a uma simples Proposta de Diretiva, constitui um importante reconhecimento por parte do legislador comunitário de que o regime atual de distribuição dos bens aos sócios, tal como está concebido, não acautela de

---

<sup>167</sup> A Proposta de Diretiva encontra-se disponível em [http://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/ia\\_carried\\_out/docs/ia\\_2014/com\\_2014\\_0212\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/ia_carried_out/docs/ia_2014/com_2014_0212_en.pdf).

<sup>168</sup> Vide artigo 18.º n.º 5 da Proposta de Diretiva.

modo eficiente os credores sociais. Embora a discussão sobre a viabilidade e adequação dos testes já seja antiga, a União Europeia reconhece agora, e a propósito do regime específico das SUP, que o “casamento” de ambos os testes resulta numa solução bem mais concertada e eficiente.

A coincidência deste regime com a proposta de Rickford, a qual perfilhámos ao longo do presente estudo, é de facto positivamente surpreendente, contribuindo em larga medida para a credibilidade e sustentabilidade do trabalho que ora se conclui.

A título conclusivo, apenas nos resta salientar a esperança que temos na mudança de paradigma tal como resulta desta inovadora Proposta de Diretiva, esperando que esta nova visão se alastre ao conjunto das formas societárias típicas de responsabilidade limitada.

Esta foi a nossa proposta: ao analisar os problemas que o presente enquadramento legislativo europeu levanta em matéria de distribuição dos bens aos sócios, propor e salientar a urgência que se faz sentir na mudança de paradigma, abandonando progressivamente as soluções exclusivamente assentes na contabilidade, no sentido de uma maior e crescente importância dada à noção de solvabilidade, à luz da qual cremos que se poderão acautelar de modo mais realista os interesses principais que enformam o direito societário.

## BIBLIOGRAFIA

ALONSO LEDESMA, CARMEN, Algunas Reflexiones sobre la Función (la Utilidad) del Capital Social como Técnica de Protección de los Acreedores, 2007, (on-line) disponível em [http://eprints.ucm.es/7728/1/03a\\_ALONSO\\_LEDESMA%E2%80%A2.pdf](http://eprints.ucm.es/7728/1/03a_ALONSO_LEDESMA%E2%80%A2.pdf)

ARMOUR, JOHN, Legal Capital: An Outdated Concept?, 2006, (on-line) disponível em <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP320.pdf>

ARMOUR, JOHN, Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law, in *The Modern Law Review* 63, 2000

BACHNER, THOMAS, Wrongful Trading – A New European Model for Creditor Protection?, in *European Business Organization Law Review (EBOR)* 5, 2004, (on-line) disponível em <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=241541>

BRAGA DA CRUZ, JOSÉ MARIA, The case to reform the EU capital maintenance rules: where do we stand now?, in *Revista de Direito das Sociedades IV*, 2012, pp. 899-934.

BREALEY, RICHARD A., MYERS, STEWART C. e ALLEN, FRANKLIN, Principles of Corporate Finance, 10<sup>th</sup> edition, New York, McGraw-Hill Irwin, 2011

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward, 2003, (on-line) disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:EN:PDF>

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, Simpler Legislation for the Single Market (SLIM): Extension to a Fourth Phase, 1998, (on-line) disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/simplification/docs/sec1998-1944/sec1998-1944\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/simplification/docs/sec1998-1944/sec1998-1944_en.pdf)

COUTINHO DE ABREU, JORGE (coord.) *et al*, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Volume I, s.e., Coimbra, Almedina, 2010

CUNHA, PAULO OLAVO, Direito das Sociedades Comerciais, 5.<sup>a</sup> edição, Coimbra, Almedina, 2012, pp. 250-261.

DAVIES, PAUL L., Principles of Modern Company Law, 8<sup>th</sup> edition, London, Thomson Reuters (Legal) Limited, 2008, pp. 285-365.

DENOZZA, FRANCESCO, Different Policies for Corporate Creditor Protection, in *European Business Organization Law Review (EBOR 7)*, 2006, (on-line) disponível em <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=447746>

DOMINGUES, PAULO DE TARSO, Capital e Património Sociais, Lucros e Reservas, in COUTINHO DE ABREU, JORGE (coord.) et al, *Estudos de Direito das Sociedades*, 10.<sup>a</sup> edição, Coimbra, Almedina, 2010

DOMINGUES, PAULO DE TARSO, Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções, in *Stydia Ivridica 33*, Universidade de Coimbra – Boletim da Faculdade de Direito, Coimbra, Coimbra Editora, 1998

DOMINGUES, PAULO DE TARSO, Nótula relativa à revogação / substituição da 2.<sup>a</sup> Diretiva sobre sociedades (a chamada “Diretiva do Capital”) in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 5, Vol. 9, Março 2013

DOMINGUES, PAULO DE TARSO, Variações sobre o Capital Social, s.e., Coimbra, Almedina, 2013

ENRIQUES, LUCA e MACEY, JONATHAN R., Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules, in *Cornell Law Review*, Volume 86, Number 6, September 2011, pp. 1165-1204.

EUROPEAN COMMISSION, Results of the external study on the feasibility of an alternative to the Capital Maintenance Regime of the Second Company Law Directive and the impact of the adoption of IFRS on profit distribution, ano, (on-line) disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/feasibility/markt-position\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/markt-position_en.pdf)

FERNANDES FERREIRA, ROGÉRIO, Balanços (Gestão Financeira), Volume I – Parte Geral, 3.<sup>a</sup> edição, Lisboa, Ática, 1971

FERNANDES FERREIRA, ROGÉRIO, Contabilidade para Não Contabilistas, in *Cadernos IDEFF*, n.º 4, Coimbra, Almedina, 2005

FERRAN, EILÍS, The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union, in *European Company and Financial Law Review* 178, 2006

FREIRE, MÁRIO, A Importância Das Normas Internacionais de Contabilidade e a sua Aplicação na Europa, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, nº 15, Dezembro 2002, disponível em

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Pages/caderno15.aspx>

GOMES RODRIGUES, ANA MARIA, Justo Valor, Uma perspectiva crítica e multidisciplinar, in *Miscelâneas n.º 7*, Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho, s.e., Coimbra, Almedina, 2011

HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 2002, (on-line) disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf)

KAPLOW, LOUIS, Rules Versus Standards: An Economic Analysis, in *Duke Law Journal*, 1992, (on-line) disponível em <http://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol42/iss3/2/>

KPMG, Feasibility study on an alternative to the capital regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime, Contract ETD/2006/IM/F2/71, 2008, (on-line) disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/feasibility/study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/study_en.pdf)

MANNING, BAYLESS e HANKS JR., JAMES J., Legal Capital, 3<sup>rd</sup> edition, New York, The Foundation Press, Inc., 1990

MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO, Manual de Direito das Sociedades: Das Sociedades em Geral, Tomo I, 2.<sup>a</sup> edição, Coimbra, Almedina, 2007, pp. 587-635.

MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO (coord.) *et al*, Código das Sociedades Comerciais Anotado, s.e., Coimbra, Almedina, 2009

PAIS DE VASCONCELOS, PEDRO, A Participação Social nas Sociedades Comerciais, 2.<sup>a</sup> edição, Coimbra, Almedina, 2006

PEREIRA DE ALMEIDA, ANTÓNIO, O Capital Social e o SNC, in PAULO OTERO (coord.) *et al*, *Estudos em Memória do Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches*, Vol. II, 1<sup>a</sup> edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2011

PITA, MANUEL ANTÓNIO, Apontamentos sobre capital social e património nas sociedades comerciais, Direito das sociedades e direito da contabilidade, in PAULO OTERO (coord.) *et*

al, *Estudos em Memória do Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches*, Vol. II, 1ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2011

REBELO DUARTE, MARIA MANUELA e DA SILVA RIBEIRO, MANUEL, Contabilidade criativa: algumas abordagens, 2007, (on-line) disponível em [http://www.otoc.pt/downloads/files/1196445407\\_04e05\\_ficha\\_tecnica.pdf](http://www.otoc.pt/downloads/files/1196445407_04e05_ficha_tecnica.pdf)

RICKFORD, JONATHAN, Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests, in *European Business Organization Law Review (EBOR 7)*, 2006, (on-line) disponível em <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=447722>

RICKFORD, JONATHAN, Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance, in *European Business Law Review (EBLR 15)*, 2004, (on-line) disponível em [http://www.biicl.org/files/916\\_capital\\_maintenance\\_report\\_-\\_final.pdf](http://www.biicl.org/files/916_capital_maintenance_report_-_final.pdf)

ROCHA, ANA PINTO DA, Da Perda Grave do Capital Social nas Sociedades de Capitais: O Papel das Prestações Acessórias e Suplementares, *s.e.*, Lisboa, Livraria Petrony, 2009

RODRIGUES, JOÃO, Sistema de Normalização Contabilística: SNC Explicado, 4.ª edição, Porto, Porto Editora, 2014

ROSS, STEPHEN A., WESTERFIELD, RANDOLPH, W., JAFFE, JEFFREY e JORDAN, BRADFORD, D., *Modern Financial Management*, 8<sup>th</sup> edition, New York, McGraw-Hill Irwin, 2008

SCHÖN, WOLFGANG, Balance Sheet Tests or Solvency Tests – or Both?, in *European Business Organization Law Review (EBOR 7)*, 2006, (on-line) disponível em <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract;jsessionid=0B7E7A70293D5D749F099505A4E63649.journals?fromPage=online&aid=447724>

SOARES MACHADO, FRANCISCO, Effective Creditor Protection in Private Companies: Mandatory Minimum Capital Rules or Ex Post Mechanisms? in *Revista de Direito das Sociedades II*, 2010, pp. 681-718.

VENTURA, RAÚL, Adaptação do Direito Português à Segunda Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades, in *Separata do Boletim do Ministério da Justiça n.º3*, Gabinete de Documentação e Direito Comparado, 1980