

*Faculdade de Direito da Universidade Católica de Lisboa*  
*Católica Lisbon School of Business & Economics*



UNIVERSIDADE  
**CATÓLICA**  
PORTUGUESA

# **O Capital Social, a Diretiva do Capital e a Tutela dos Credores das Sociedades Comerciais**

Diogo Melo

Orientação por:

Professor Doutor Rui Pinto Duarte

Mestrado em Direito e Gestão

Julho de 2014

## **Agradecimentos**

À minha mãe, ao meu pai e aos meus avós, por tudo.

Um agradecimento muito especial ao meu orientador, Professor Doutor Rui Pinto Duarte, por toda a disponibilidade, compreensão e empenho ao longo deste trabalho.

## Índice

I. Introdução.....	3
II. Do Capital Social.....	5
<b>a. Noção</b> .....	5
<b>b. Funções</b> .....	9
III. A Diretiva do Capital: Regime, Crítica. ....	15
<b>a. Regime</b> .....	15
<b>b. Crítica</b> .....	23
IV. A eficácia de formas alternativas de proteção dos credores, em comparação com o regime do capital social.....	39
<b>1. A autotutela - proteção via contratual</b> .....	39
<b>2. Mecanismos <i>Ex-Post</i></b> .....	42
V. Conclusão.....	53
Bibliografia .....	55

## I. Introdução

O regime do capital social, estabelecido na Diretiva 2012/30/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de Outubro de 2012 - de ora em diante, a “Diretiva do Capital”, ou simplesmente a “Diretiva” -, foi pela primeira vez colocado em causa a nível “oficial” na sequência do acórdão *Centros*, em 1999, do Tribunal de Justiça da União Europeia, ao qual se seguiram manifestações jurisprudenciais no mesmo sentido, designadamente através dos acórdãos *Überseering* (2002) e *Inspire Art* (2003), inevitavelmente referidos em qualquer texto que se debruce sobre este tema, por de certa forma terem dado o mote para a sua discussão.

Essa discussão foi particularmente intensa em meados da última década, tendo sido inúmeras as vozes que, apesar de terem avançado com diferentes soluções alternativas, se manifestaram a favor da reforma do regime do capital social atualmente em vigor na União Europeia, por via da referida Diretiva.

Mas porque a questão não conheceu qualquer desenvolvimento significativo, desde o abrandar dessa discussão<sup>1</sup>, entendemos que a sua pertinência e o seu interesse se mantêm, razão pela qual nos juntamos à mesma, desenvolvendo uma reflexão acerca do potencial do regime atualmente em vigor e acerca de potenciais alternativas válidas ao mesmo, através da consagração de medidas que tornem mais eficaz a proteção dos

---

<sup>1</sup> Possibilidade que foi, aliás, liminarmente afastada pela Comissão Europeia em face das conclusões retiradas de um estudo levado a cabo pela KPMG, que teve como objetivo avaliar a viabilidade de um regime de capital alternativo ao constante da Diretiva do Capital. Após a publicação desse estudo, concluiu a Comissão Europeia que a Diretiva do Capital não colocava problemas significativos às empresas, pelo que quaisquer alterações ou reformas estariam colocadas de parte num futuro próximo. Nesse sentido, vide KPMG (2008), *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, 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); e Comunicação da Comissão Europeia, *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*, 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), pp. 1-2.

credores sociais – principal foco da Diretiva do Capital – e, ao mesmo tempo, menos limitativa, do ponto de vista acionista, a sua aplicação.

Nesse sentido, este trabalho será estruturado em quatro partes: uma primeira, em que se pretende apresentar a noção de capital social e as principais funções usualmente atribuídas à figura; uma segunda, onde se irá expor o essencial do regime constante da Diretiva do Capital; uma terceira parte em que se fará a crítica desse mesmo regime; e, por fim, na quarta parte, serão analisadas formas alternativas às que atualmente se encontram em vigor, no que à proteção dos credores sociais diz respeito.

## II. Do Capital Social

### a. Noção

Objeto central deste trabalho, há que começar por compreender o conceito de capital social.

Definir capital social poderá facilmente afigurar-se um exercício mais difícil do que à partida seria de supor, atendendo à longevidade e universalidade da figura (pelo menos entre aqueles ordenamentos, como o nosso, que a consagram). Muitas vezes, o capital social aparece definido apenas como *cifra representativa da soma das entradas dos sócios*<sup>2</sup>. Embora muito difundida, esta noção apresenta-se incorreta, como alerta Paulo de Tarso Domingues<sup>3</sup>, que, num exercício de extremo rigor, nos dá a entender o porquê de esta definição não dever ser considerada exata. Afirmando que (...) *a relação entre a cifra do capital social e a soma do valor das entradas é apenas de possível coincidência*<sup>4</sup>, os argumentos com que o autor sustenta a inviabilidade desta noção de capital social são essencialmente os seguintes:

- a) As entradas de indústria não são computadas no capital social, razão pela qual o mesmo não poderia ser constituído pela soma de todas as entradas dos sócios<sup>5</sup>;
- b) O conceito de entrada corresponde, no entender do autor, (...) *a toda a contribuição patrimonial do sócio para a sociedade, que se destina ao pagamento das participações sociais que ele adquire*<sup>6</sup>. Por esta razão, e

---

<sup>2</sup> SERENS, M. Nogueira (1997), *Notas sobre a Sociedade Anónima*, Coimbra, Coimbra Editora, 2ª ed., p. 15; CORREIA, Miguel J.A. Pupo (2011), *Direito Comercial*, Lisboa, EDIFORUM, 12ª ed., p. 204; CORREIA, Luís Brito (1989), *Direito Comercial – Vol. II*, Lisboa, AAFDL, p. 153; CORREIA, A. Ferrer (1968), *Lições de Direito Comercial – Vol. II, Sociedades Comerciais, Doutrina Geral*, Coimbra, Universidade de Coimbra, p. 218.

<sup>3</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso (2004), *Do Capital Social – Noção, Princípios e Funções*, Coimbra, Coimbra Editora, pp. 37 e ss.; e *Idem* (2009), *Variações Sobre o Capital Social*, Tese de Doutoramento, Coimbra, Almedina, pp. 40 e ss.; Também Jorge Manuel Coutinho de Abreu alerta para o facto de esta conceção de capital social não estar correta: *vide* ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), *Curso de Direito Comercial – Vol. II – Das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 4.ª ed., pp. 443-444.

<sup>4</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), *Op. Cit.*, p.41.

<sup>5</sup> *Idem*, p.43.

<sup>6</sup> *Idem*, p.44.

tendo em conta que a entrada abrange não só o valor dos bens entregues pelos sócios, mas também o valor do ágio ou prémio de emissão, percebe-se como em determinados casos (nomeadamente aqueles em que se verifique uma diferença entre o valor nominal da participação e o valor pago pelo sócio para a adquirir), a soma do valor das entradas poderá não corresponder ao valor do capital social<sup>7</sup>;

- c) Em linha com o exposto no ponto anterior, permitindo o Código das Sociedades Comerciais que os sócios possam contribuir com uma entrada de valor superior ao da correspondente participação social<sup>8</sup>, configura esta mais uma das situações em que, a verificar-se, ocorrerá uma desigualdade entre a soma das participações dos sócios e a cifra do capital social;<sup>9</sup>
- d) A possibilidade de diferimento no pagamento das entradas em dinheiro<sup>10</sup>, e a eventualidade de entradas em espécie serem inicialmente mal avaliadas<sup>11</sup>, podem consubstanciar também outras duas hipóteses de desigualdade entre a soma das contribuições realizadas pelos sócios e a cifra do capital social.<sup>12</sup>

Se, porventura, ao invés da expressão *soma das entradas dos sócios*, o conceito fosse antes preenchido com a expressão *soma das participações dos sócios*, como o faz Paulo Olavo Cunha<sup>13</sup>, o mesmo já não padeceria da maioria dos vícios que acima lhe são apontados, pois enquanto o valor da entrada social pode, como se viu, divergir do valor nominal da participação social, e dessa forma provocar uma desigualdade entre o valor da soma das entradas e o valor da soma das participações sociais (que resulta no

---

<sup>7</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., pp. 43-44 e pp. 173-175.

<sup>8</sup> Artigo 25º/1 CSC, que estabelece que o valor nominal da participação nunca poderá ser superior ao valor da sua entrada, nada impedindo que esta última seja superior ao valor daquela. Aliás, o artigo 295º/3 CSC admite-o expressamente, enquanto o artigo 298º/1 CSC vai também no mesmo sentido.

<sup>9</sup> DOMINGUES; Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., pp. 44-45.

<sup>10</sup> Artigo 202º/2 para as Sociedades por Quotas; Artigo 277º/2 para as Sociedades Anónimas.

<sup>11</sup> Ainda que, como alerta o autor, e olhando ao artigo 28º CSC, a possibilidade de ocorrência desta situação dificilmente suceda, em virtude da obrigação de avaliação deste tipo de entradas por um Revisor Oficial de Contas. Vide DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., pp. 45.

<sup>12</sup> *Idem*, pp. 45-46.

<sup>13</sup> CUNHA, Paulo Olavo (2012), *Direito das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 5.ª ed., p.250; e *Idem* (2003), *A redução do capital das Sociedades Anónimas*, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Inocêncio Galvão Telles*, IV Volume – *Novos Estudos de Direitos Privado*, Coimbra, Almedina, p. 666.

valor da cifra do capital social), a participação social decorre diretamente da realização da entrada, refletindo o efetivo valor a que cada sócio está obrigado a contribuir para a composição da cifra do capital social. Contudo, e em rigor, para que essa noção se apresentasse isenta de vicissitudes, necessário seria ressaltar que as entradas correspondentes a essas participações seriam em dinheiro e/ou espécie, pois a serem em serviços, já não seriam computadas no capital social.<sup>14</sup>

Feito este apontamento, cabe então avançar definitivamente com uma noção de capital social. Parece-nos que a mais clara e rigorosa será a noção apresentada por Coutinho de Abreu, que define capital social como a (...) *cifra representativa da soma dos valores nominais das participações sociais fundadas em entradas em dinheiro e/ou espécie*.<sup>15</sup>

Estamos cientes de que esta noção perdeu atualidade no caso do tipo social das sociedades anónimas<sup>16</sup>, em virtude da entrada em vigor do DL 49/2010, de 19 de Maio, que consagra a possibilidade de se emitirem ações sem valor nominal (Artigo 25º/2 do CSC). Porém, uma vez que a mesma permanece válida para os restantes tipos societários, consideramos que vale a pena transpô-la para aqui, adaptando-a à “diferente” realidade das sociedades anónimas. Nesse sentido, seguimos na esteira de Coutinho de Abreu, que define o capital social para este tipo de sociedade como a (...) *cifra livremente fixada nos estatutos (respeitados os limites legais do capital social mínimo), que determina o valor mínimo das entradas a realizar pelos sócios*<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> CORDEIRO, António Menezes, *Direito das Sociedades* (2011), Vol. I – *Parte Geral*, Coimbra, Almedina, p. 511, onde o autor afirma que não há indicação do capital social nas sociedades em nome coletivo, em que os sócios apenas contribuam com a sua indústria, pois de acordo com o artigo 178º/1 CSC, o valor dessas contribuições não é computado no capital social. Neste sentido, também DOMINGUES, Paulo de Tarso Domingues (2009), *Op. Cit.*, pp. 48-49.

<sup>15</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), *Op. Cit.*, p. 444. Também DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), *Op. Cit.*, pp. 48-49, alinha pela mesma noção de capital social, ressaltando que essas participações não devem corresponder a serviços, e que a cifra correspondente ao capital social deve ser inscrita, como se sabe, no 2º membro do balanço. Igualmente bastante rigorosa é a noção apresentada por Paulo Olavo CUNHA (2003), *Op. Cit.*, p. 666, quando o autor define capital social como (...) *a cifra numérica de valor constante, em dinheiro – expressa em moeda com curso legal em Portugal* (...).

<sup>16</sup> Conforme alerta, aliás, ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), *Op. Cit.*, p. 444.

<sup>17</sup> *Idem, Ibidem.*

Contudo, e antes de fechar este ponto, cabe advertir que a noção acima dada não compreende o alcance total da figura do capital social. Como afirma Paulo de Tarso Domingues, o capital social consiste numa (...) *realidade complexa que não pode ser reduzida a um perfil singular*<sup>18</sup>, e isto porque o mesmo se desdobra em duas diferentes vertentes, de capital social nominal ou formal, e capital social real.<sup>19</sup> A primeira dessas vertentes corresponde à aceção - por assim dizer - formal<sup>20</sup> da figura, que a consagra como uma cifra constante dos estatutos da sociedade<sup>21</sup>, numa aceção muito mais próxima da definição acima avançada para capital social, do que a sua outra aceção - de capital social real. Acontece que, em contraposição àquela cifra, que é inscrita no lado direito do balanço, um conjunto de bens não determinados, mas de valor pelo menos igual ao que corresponde ao capital social, terá necessariamente de constar do lado esquerdo do balanço, no ativo. São estes bens, contabilisticamente destinados a cobrir o valor da cifra do capital social, que configuram a sua outra aceção - de capital social real<sup>22</sup>.

O capital social real não se confunde, contudo, com o património social, na medida em que o primeiro corresponde apenas a uma parte do todo que representa o património social<sup>23</sup>, esse (...) *conjunto de direitos e vinculações da sociedade suscetíveis de avaliação pecuniária*<sup>24</sup>. Nem tão pouco se confunde com o capital próprio, que entendido contabilisticamente, consiste na diferença entre o ativo e o

---

<sup>18</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., p. 53.

<sup>19</sup> *Idem*, pp. 50 e ss; e DOMINGUES, Paulo de Tarso (2004), *Do capital social – Noção, Princípios e Funções*, Coimbra, Coimbra Editora, 292 pp., pp. 46 e ss; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), Op. Cit, pp. 444-445. A necessidade de compreender e assimilar a existência destas duas aceções de capital social decorre da diferenciação que já é feita na própria lei. Paulo de Tarso Domingues ilustra um desses casos em que a lei se refere ao capital social, na sua aceção *real*, com o artigo 35º CSC, que regula a “perda de metade do capital”. O autor argumenta que uma cifra não se perde, pelo que quando este artigo alude à “perda de metade do capital”, está a apontar a uma concreta massa de bens, ou fundo patrimonial.

<sup>20</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., pp. 50-51.

<sup>21</sup> *Idem*, p. 51.

<sup>22</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., 53-54. Como refere o autor, nesta sua aceção, o capital social deixa de ser uma cifra formal, para passar a representar uma fração do património da sociedade.

<sup>23</sup> *Idem*, p. 55.

<sup>24</sup> CUNHA, Paulo Olavo (2012), Op. Cit., p.254 e *Idem* (2003), Op. Cit., p. 666.

passivo da sociedade<sup>25</sup>, ainda assim uma realidade bem mais ampla do que a correspondente ao capital social real.

## **b. Funções**

A consagração legal da figura do capital social encontra a sua razão de ser nas funções por aquele desempenhadas. Dessas funções, iremos destacar aquelas que de forma mais unânime surgem entre a doutrina e que se nos afiguram como as mais importantes, e, desse modo, merecedoras de maior destaque. Elas são essencialmente quatro<sup>26</sup>:

- a) Função de financiamento<sup>27</sup>;
- b) Função de organização<sup>28</sup>;
- c) Função de avaliação económico-financeira da sociedade<sup>29</sup>;
- d) Função de garantia<sup>30</sup>;

---

<sup>25</sup> Em vez de capital próprio, contabilisticamente a expressão mais acertada, podíamos usar a expressão “património líquido”, que consiste exatamente no mesmo.

<sup>26</sup> As funções desempenhadas pelo capital social encontram muitas vezes correspondência entre os autores com terminologias diferentes, embora reportando-se às mesmas funções.

<sup>27</sup> Como Coutinho de Abreu, Jorge Manuel (2011), Op. Cit., designa esta função: vide p. 447; DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., adota duas designações possíveis: *produção* ou *financiamento*: vide pp. 560 e ss.

<sup>28</sup> Vide DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., pp. 556 e ss., e ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), Op. Cit., p. 447-449, que designa esta função como de *ordenação*, ao invés de *organização*. CORREIA, MIGUEL, J.A.Pupo (2011), Op. Cit., p. 206, refere-se a uma *função de quantificação dos direitos fundamentais dos sócios*, assim como ALMEIDA, António Pereira (2011), *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, 7.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Coimbra Editora, p. 81.

<sup>29</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), Op. Cit., p. 449; CORREIA, Miguel J.A. Pupo (2011), Op. Cit., p. 206; DOMINGUES, Paulo de Tarso (2004), Op. Cit., pp. 248 e ss.; ALMEIDA, António Pereira de (2008), Op. Cit., p.80.

<sup>30</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., pp. 556 e ss., e *Idem* (2004), Op. Cit., pp. 200 e ss.; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), Op. Cit., pp. 450 e ss.; CUNHA, Paulo Olavo (2012), Op. Cit., pp.254 e ss.; CORREIA, Miguel J.A Pupo (2011), Op. Cit., pp. 206 e ss.; ALMEIDA, António Pereira de (2008), Op. Cit., p.81.

Antes de iniciarmos o desenvolvimento de cada uma destas funções do capital social, um ponto prévio deve ser feito: o objetivo, neste ponto do trabalho, passa simplesmente por caracterizar as funções usualmente atribuídas à figura do capital social, independentemente das críticas que eventualmente lhes possam ser dirigidas, pois essa é uma reflexão que oportunamente será feita mais à frente neste trabalho.

#### **a) Função de financiamento:**

Atribui-se ao capital social a função de reunião e de manutenção dos meios necessários à prossecução da atividade social<sup>31</sup>, ou seja, de financiamento da sociedade. Visa-se garantir esse financiamento com o cumprimento, por parte sócios, da realização das entradas a que os mesmos estão obrigados aquando da constituição de uma sociedade, obrigação essa que decorre do requisito de capital social mínimo previsto no artigo 6º da Diretiva do Capital<sup>32</sup>, e que surge transposto para a lei nacional no artigo 276º/5 CSC<sup>33</sup>, respeitante às sociedades anónimas, tipo societário a que a Diretiva é dirigida. No tocante às sociedades por quotas, o capital social passou a ser, desde 2011, livremente constituído<sup>34</sup>, na sequência da entrada em vigor do DL 33/2011, de 7 de Março, o que veio a ocorrer já depois de países como a França, a Alemanha ou o Reino Unido o terem feito, quanto aos seus tipos societários equivalentes às nossas sociedades por quotas. Assim, desde então é possível constituir uma sociedade por quotas (unipessoal<sup>35</sup>) com apenas €1<sup>36</sup>.

Pelo exposto, e pela íntima relação que se constata existir entre a função de financiamento e a obrigatoriedade de um capital social mínimo (que, na prática, funciona com o garante desse financiamento à atividade societária), percebe-se que essa é uma função que não é mais desempenhada - pelo menos de forma obrigatória, necessária -, nas sociedades por quotas, pois será certamente consensual que €1 não é

---

<sup>31</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso (2004), Op. Cit., p. 262.

<sup>32</sup> Diretiva 2012/30/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de Outubro de 2012.

<sup>33</sup> Estabelece um capital social mínimo obrigatório de €50.000.

<sup>34</sup> Como expressamente se estabelece no artigo 201º CSC: (...) *O montante do capital social é livremente fixado no contrato de sociedade(...)*.

<sup>35</sup> Artigo 270º-A CSC.

<sup>36</sup> Valor nominal mínimo que a lei impõe por cada quota, de acordo com o artigo 219º/3 CSC.

suficiente para financiar seja que atividade for, mantendo-se, todavia, nos termos acima descritos, válida para as sociedades anónimas<sup>37</sup>.

### **b) Função de organização**

Ao capital social é também imputada uma função de organização, uma vez que este (...) *aparece na lei como critério para determinação da medida de direitos e obrigações dos sócios, da existência de certos direitos na titularidade de sócios, e dos quóruns deliberativos*<sup>38</sup>. Devido a esta sua natureza, de elemento que fixa e delimita a medida dos direitos e dos deveres dos sócios, autores como Pupo Correia ou António Pereira de Almeida, designam esta como uma função de *quantificação*<sup>39</sup> dos direitos dos sócios.

Nesse sentido, reflete-se esta função de organização no artigo 22º CSC, cujo n.º1 estabelece que (...) *os sócios participam nos lucros e nas perdas da sociedade segundo a proporção dos valores das respetivas participações no capital (...)*, ou nos artigos 250º/1 e 384º/1 CSC (sociedades por quotas e sociedades anónimas, respetivamente), nos quais se regula o exercício do direito de voto dos sócios/acionistas por referência e em proporção da participação destes no capital<sup>40</sup>.

Também a aquisição de determinados direitos pelos sócios determina-se por referência à fração do capital por aqueles detida. Assim, os acionistas detentores de ações correspondentes a, pelo menos, 1% do capital social, têm, nos termos do artigo 288º/1 CSC, um “*direito mínimo à informação*<sup>41</sup>”, ao passo que, de acordo com o estabelecido no artigo 291º/1, os acionistas, cujas ações atinjam 10% do capital social, podem ter acesso a determinadas informações respeitantes a assuntos sociais, mediante a sua solicitação conforme o procedimento descrito no referido preceito legal. Para além

---

<sup>37</sup> Com todas as reservas que lhe possam ser apontadas, nomeadamente o facto de €50.000 não constituir um montante ajustado ao adequado financiamento de determinado tipo de atividades. Mas como referido acima, esta reflexão será levada a cabo mais à frente neste trabalho.

<sup>38</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), Op. Cit., p. 447.

<sup>39</sup> CORREIA, Pupo Miguel J.A. (2011), Op. Cit., p. 206; ALMEIDA, António Pereira de (2008), Op. Cit., p.81;

<sup>40</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), Op. Cit., p. 448; CORREIA, Pupo Miguel J.A. (2011), Op. Cit., p. 206.

<sup>41</sup> Que se concretiza no estabelecido pelas diversas alíneas deste n.º1 do artigo 288º CSC.

desses direitos a certas informações, e por referência à participação dos sócios no capital, a lei confere ainda o direito de requerer a convocação de assembleia geral (artigos 248º/1 e 375º/2 CSC, nas sociedades por quotas e nas sociedades anónimas, respetivamente), de propor ação social de responsabilidade contra gerentes e administradores (artigo 77º/1 CSC), entre outros<sup>42</sup>.

Por fim, a lei define também os quóruns deliberativos ou constitutivos para determinadas situações, por referência ao capital social. Assim, no caso das sociedades por quotas, certas deliberações, como as de dissolução da sociedade (artigo 270º/1 CSC) ou como as de alteração de contrato (artigo 265º/1 CSC), têm que ser tomadas por uma maioria qualificada, determinada em função da participação dos sócios no capital, em correspondência com a quantidade de votos associada. No caso das sociedades anónimas, o mesmo exercício é levado a cabo para determinar o quórum constitutivo de assembleia geral de primeira convocação (artigo 383º/1 CSC)<sup>43</sup>.

### **c) Função de avaliação económico-financeira da sociedade**

Das quatro funções apresentadas, talvez seja esta a menos relevante, por se concretizar naquilo que de forma mais fácil e natural se continuaria a garantir independentemente da existência ou não da figura do capital social.

Fala-se numa função de avaliação económico-financeira da sociedade para designar a função desempenhada pelo capital social enquanto parâmetro usado para aferir, a partir do balanço, se a sociedade teve lucros ou se teve perdas. Desse modo, verificando-se que o património líquido da sociedade desceu abaixo da cifra do capital social, resulta daí que a sociedade teve prejuízos, enquanto, a acontecer o contrário – património líquido superior ao capital –, a sociedade teve lucros, significando isto, por sua vez, que a sociedade, em resultado da atividade prosseguida, conseguiu aumentar o fundo inicialmente investido pelos sócios<sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), Op. Cit., p. 448; CORREIA, Miguel J.A Pupo (2011) Op. Cit., p. 206.

<sup>43</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), Op. Cit., p. 449.

<sup>44</sup> *Idem, Ibidem*; CORREIA, Miguel J.A Pupo (2011), Op. Cit., pp. 205-206; CORREIA, Luís Brito (1989), Op. Cit., p. 155.

#### **d) Função de garantia**

Quando se fala numa função de garantia do capital social, pretende-se designar uma função de garantia (económico-financeira) em relação a terceiros, credores. Esta é de longe a principal e a mais importante função atribuída atualmente<sup>45</sup> ao capital social, facto que é unanimemente reconhecido entre a doutrina<sup>46</sup> e até pelo próprio legislador<sup>47</sup> - sem prejuízo de o capital social não ser garantia, no sentido que a expressão tem no âmbito do direito das obrigações, na medida em que não é sequer uma coisa. É frequentemente afirmada entre os autores a ideia de que a figura do capital social – com todas as regras e imposições legais que decorrem da sua consagração - persiste nos dias de hoje essencialmente por esta função que desempenha, a qual representa a contrapartida para os sócios da limitação da responsabilidade de que estes beneficiam<sup>48</sup>.

À função de garantia, surge indissociavelmente ligado o princípio da intangibilidade do capital social<sup>49</sup>. Consiste este princípio na insusceptibilidade de se distribuírem aos sócios bens necessários à cobertura do capital social (artigo 17º da Diretiva do Capital, e artigos 31º/2 e 32º CSC). Na prática, quer isto dizer que apenas os lucros poderão ser

---

<sup>45</sup> Atualmente, porque nem sempre – desde o “nascimento da figura” - foi atribuída uma função de garantia ao capital social, como nota DOMINGUES, Paulo de Tarso (2004), Op. Cit., pp. 202-203.

<sup>46</sup> Nesse sentido, *vide* DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., pp. 556 e ss., e DOMINGUES, Paulo de Tarso (2004), pp. 200 e ss.; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), Op. Cit., pp. 450 e ss.; CUNHA, Paulo Olavo (2012), Op. Cit., pp. 254 e ss.; CORREIA, Miguel J.A. Pupo (2011), Op. Cit., pp. 206 e ss.; ALMEIDA, António Pereira de (2008), p.81; CORREIA, Luís Brito (1989), Op. Cit., pp. 155-156.

<sup>47</sup> Quando, por exemplo, no considerando 1 da Diretiva do Capital se assume a mesma como *tendente a coordenar as garantias que, para proteção dos interesses dos sócios e de terceiros, (...) no que respeita à constituição da sociedade anónima, bem como à conservação e às modificações do seu capital social (...)*.

<sup>48</sup> Nesse sentido, *vide*, DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit, p.564; CRUZ, José Braga da (2012), *EU Capital Maintenance Rules and Creditor Protection: where do we stand now?*, in *Cadernos de Valores Mobiliários*, p.31; PINTO, Alexandre Mota (2007), *Capital social e tutela dos credores para acabar de vez com o capital social mínimo nas sociedades por quotas*, in *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais - Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 864 pp., pp.844 e ss.

<sup>49</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), Op. Cit., pp. 450 e ss.; CORREIA, Miguel J.A. Pupo (2011), Op. Cit., pp. 207 e ss.; DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., pp. 250 e ss., e pp.556 e ss.; e *Idem* (2004) Op. Cit., pp. 200 e ss.

distribuídos aos sócios. Não havendo lucros, não pode ocorrer distribuição<sup>50</sup>, pois a lei obriga a que aquela massa patrimonial - acrescida das reservas que a lei ou os estatutos não permitem distribuir -, destinada à cobertura da cifra do capital social<sup>51</sup>, permaneça intacta, isto é, *intangível*<sup>52,53</sup>. Note-se, no entanto, que essa massa patrimonial deve permanecer intacta apenas para efeitos de distribuição de bens aos sócios, nada impedindo, naturalmente, que esses fundos sejam investidos em tudo o que esteja relacionado com o exercício e o desenvolvimento da atividade social, não fosse isso invalidar – até – a própria função de financiamento do capital, que visa precisamente munir a sociedade dos meios destinados à prossecução da sua atividade.

Deste modo, percebemos que a função de garantia, aliada ao princípio da intangibilidade do capital, e atendendo às regras em que o mesmo se reflete, espelha uma intenção do legislador de procurar assegurar aos credores sociais a solvabilidade societária, bem como prevenir os riscos de insolvência, protegendo subsidiariamente os próprios sócios. Se esta é a melhor forma de o fazer, é algo que será debatido mais à frente neste texto.

---

<sup>50</sup> Pagamento de dividendos ou de juros, correspondentes às participações sociais.

<sup>51</sup> E que *supra* já designámos como “*capital social real*”.

<sup>52</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., pp. 250 e ss., e DOMINGUES, Paulo de Tarso (2004), Op. Cit., pp. 200 e ss.; CORREIA, Miguel J.A. Pupo (2011), pp. 206 e ss.; CUNHA, Paulo Olavo (2012) Op. Cit., pp. 255-256.

<sup>53</sup> Ou, em termos generalizados, como sumariza PINTO, Alexandre Mota (2007), *The Europeanization of Legal Capital: Searching for new ways of protecting creditors in limited liability companies*, Tese de Doutoramento, Florença, p.100, (...) *the share capital regulation aims to assure the creditors that the shareholders have financed the company with a minimum amount of capital (equity) and that this capital will remain in the company's assets, as it cannot be distributed to shareholders (...)*.

### III. A Diretiva do Capital: Regime, Crítica.

#### a. Regime

Embora tenhamos já aflorado algumas das principais regras que definem o regime da Diretiva 2012/30/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de Outubro de 2012 (de ora em diante, a Diretiva), cumpre percorrer os seus principais traços, de forma a introduzir – e até compreender - a discussão à volta da viabilidade e adequação da mesma, num exercício que se pretende breve, e meramente expositivo.

Antes, porém, de iniciarmos esse caminho, cabe fazer uma pequena nota quanto às recentes alterações que se verificaram em relação a este diploma.

A Segunda Diretiva – Diretiva 77/91/CEE, a antiga “Diretiva do Capital” -, que vigorou durante vários anos, sofrendo diversas e substanciais alterações ao longo desse período, foi revogada pela Diretiva 2012/30/EU, a nova Diretiva do Capital. Quanto às alterações trazidas por este novo diploma, essas prendem-se fundamentalmente com a reordenação e renumeração dos artigos, e com a atribuição ao Parlamento Europeu e ao Conselho da competência para a revisão do montante de capital social mínimo imposto às S.A. , nos termos descritos no n.º 2 do artigo 6º<sup>54</sup>.

Voltando, então, ao regime propriamente dito da Diretiva do Capital, talvez faça sentido começar por apontar aquele que é o grande intento, o objetivo a que a mesma se propõe. Esse, como já mencionado<sup>55</sup>, consiste, segundo o texto do considerando 1 da Diretiva, em (...) *coordenar as garantias que, para proteção dos interesses dos sócios e de terceiros, (...) no que respeita à constituição da sociedade anónima, bem como à conservação e às modificações do seu capital social, a fim de tornar equivalentes essas garantias em toda a Comunidade (...).*

Nesse sentido, escusado será dizer que todo o regime legal da Diretiva, nomeadamente as regras à volta do capital, irá refletir esta preocupação do legislador.

---

<sup>54</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso, *Nótula relativa à revogação/substituição da 2ª Diretivas sobre sociedades (a chamada “Diretiva do Capital”)*, in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Março 2013, Ano 5, Vol. 9, pp. 295-296.

<sup>55</sup> *Supra*, nota 47.

Assim, seguimos a sistematização dada por Alexandre Mota Pinto<sup>56</sup>, que distingue os três grandes pilares em que assenta o regime da Diretiva: i) capital social mínimo obrigatório; ii) princípio da exata formação do capital; iii) princípio de conservação do capital.

## 1. Do capital social mínimo obrigatório

Entendido como um mecanismo de proteção *ex ante*, ou como o “preço a pagar pela responsabilidade limitada”<sup>57</sup>, a imposição de um capital social mínimo obrigatório visa, sobretudo, assegurar que uma sociedade seja constituída com meios suficientes à prossecução, de forma estável, do objeto social definido<sup>58</sup>, evitando-se desse modo a transferência do risco associado à atividade da sociedade, dos acionistas para os credores<sup>59</sup>.

A consagração legislativa da obrigatoriedade de subscrição de um capital social mínimo revela-se ainda de grande relevo pois representa o ponto de partida para o desenvolvimento de todo o regime do capital social<sup>61</sup>, assumindo-se como elemento central e decisivo para a efetivação das regras que compõem esse mesmo regime, como se poderá verificar em seguida, à medida que as percorreremos.

Estabelece o artigo 6º/1 da Diretiva do Capital que, para a constituição de uma sociedade anónima, devem as legislações nacionais exigir a subscrição de um capital mínimo inicial, o qual tem obrigatoriamente de situar-se entre os €25 000 e os €50

---

<sup>56</sup> PINTO, Alexandre Mota (2007), *The Europeanization of Legal Capital...* Op. Cit., p.103.

<sup>57</sup> ARMOUR, John (2006), *Legal Capital: An Outdated Concept?*, in *European Business Organization Law Review*, disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=910826](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=910826), p. 6.

<sup>58</sup> Função de financiamento, *supra* desenvolvida.

<sup>59</sup> Uma vez que, ao passo que as perdas dos sócios/acionistas em caso de insucesso de determinado projeto se limitam ao investimento inicialmente realizado, já as perdas dos credores podem atingir montantes ilimitados, em função do que estes se dispuseram a “emprestar” à sociedade para a concretização do mesmo.

<sup>60</sup> MACHADO, Francisco Soares de (2010), *Effective Creditor Protection in Private Companies: Mandatory Minimum Capital Rules or Ex Post Mechanisms?*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Coimbra, Almedina, pp. 681-683.

<sup>61</sup> Entenda-se, não só as normas que regulam a constituição do capital mínimo necessário à constituição de uma sociedade, mas todas as normas que daí derivam.

000, de acordo com o montante livremente fixado – dentro destes parâmetros - por cada Estado-Membro. É também neste artigo, em especial ao nível do seu n.º 2, que se encontra a principal alteração que se verificou com a entrada em vigor da nova Diretiva do Capital. Consiste esta alteração no alargamento da competência para a revisão do montante mínimo e máximo que os Estados-Membros devem fixar como capital social mínimo obrigatório, ao Parlamento Europeu, que em conjunto com o Conselho está incumbido de, a cada 5 anos, proceder à revisão daquele montante previsto no n.º 1 do artigo 6º.

A Diretiva regula o capital mínimo que deve ser subscrito inicialmente, da mesma forma que regula o que deve ser entregue para realizar esse capital subscrito. Assim, obriga o artigo 7º a que apenas elementos do ativo suscetíveis de avaliação económica possam constituir esse montante, o que tem como finalidade assegurar que as entradas para o capital social constituam uma garantia patrimonial para os credores, de acordo com essa primordial função que lhe está adstrita<sup>62</sup>.

Por último, e como forma de evitar qualquer tipo de contorno à fixação de um capital social mínimo, estabelece o artigo 38º que, em caso de redução do capital subscrito, o mesmo nunca se possa tornar inferior ao montante mínimo legalmente definido.

## **2. Da exata formação do capital**

Passando ao outro conjunto de regras enunciado, e que respeita àquelas normas que visam garantir a efetiva realização do capital social, devemos começar por apontar o artigo 14º da Diretiva, que estatui que os acionistas não podem ser dispensados da obrigação de realizar a sua entrada, devendo assim constituir a sociedade com bens - em dinheiro ou em espécie -, de valor igual ou superior à cifra do capital social inscrita no contrato de sociedade. Outros artigos vão no mesmo sentido de assegurar que a sociedade se constitui com a concreta existência de fundos num determinado montante. Assim, o artigo 8º da Diretiva, que estatui que em nenhuma circunstância “as ações podem ser emitidas a um valor inferior ao seu valor nominal ou, na falta de valor

---

<sup>62</sup> Função de garantia do capital social, desenvolvida *supra*.

nominal, ao seu valor contabilístico<sup>63</sup>”, e o artigo 20º, que proíbe a subscrição, pela sociedade, de ações próprias, com o intuito de assegurar que ocorre uma efetiva transmissão de fundos para aquela<sup>64</sup>, são exemplos disso mesmo.

Contudo, e ainda a propósito deste ponto, mais dois artigos relevam: o artigo 7º, e o artigo 9º, que estabelece, no caso de entradas em dinheiro, que pelo menos 25% do capital tem necessariamente de ser realizado aquando da constituição da sociedade, ao passo que as entradas a que correspondam bens em espécie podem ser diferidas por um prazo não superior a 5 anos.

### 3. Da conservação do capital

Por fim, resta-nos falar sobre o conjunto de regras que visam regular a conservação do capital, depois de o mesmo se ter formado, aquando da constituição da sociedade.

A conservação do capital, defendida sobretudo pela aplicação normativa do princípio da intangibilidade do capital, *supra* desenvolvido<sup>65</sup>, é regulada na 2ª Diretiva, fundamentalmente a partir da limitação da distribuição<sup>66</sup> de bens aos acionistas. Nesse sentido, e segundo o artigo 17º n.º 1, apenas podem ser distribuídos bens aos acionistas quando, no final do exercício, o ativo líquido da sociedade se apresente superior “à soma do montante do capital subscrito e das reservas que a lei ou os estatutos não permitem distribuir”. Mais adianta o n.º 3 do mesmo artigo 17º que, a ser possível a distribuição de bens aos acionistas, a mesma deve ser limitada ao montante dos resultados do último exercício encerrado, acrescido de lucros transitados ou de fundos

---

<sup>63</sup> As ações sem valor nominal, cuja emissão foi permitida pelo legislador comunitário, são as designadas ações sem valor nominal impróprias. Aquelas revestem esta modalidade pois, na prática, o seu valor nominal é determinável a todo o tempo, uma vez que, existindo necessariamente um capital social fixo, repartido por ações, estas corresponderão a uma determinada fração do mesmo, sendo dessa forma possível apurar a qualquer momento o seu valor contabilístico, que equivalerá, nestes casos, ao próprio valor nominal da ação. Nesse sentido, *vide*, DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), *Op. Cit.*, p.182 e 183.

<sup>64</sup> PINTO, Alexandre Mota (2007), *The Europeanization of Legal Capital...* *Op. Cit.*, p.107.

<sup>65</sup> II, B. d).

<sup>66</sup> O n.º 4 do artigo 17º da Diretiva esclarece que, por “distribuição”, deve ser entendido o “pagamento de dividendos e de juros correspondentes às ações”.

retirados de reservas disponíveis para este efeito. Ou seja, a Diretiva consagra a realização de um teste de balanço em duas fases<sup>67</sup> para aferir a possibilidade de, no final do exercício societário, se distribuírem bens aos acionistas, estando, nessa medida, a distribuição limitada à diferença entre o valor total do capital próprio da sociedade, e a soma do capital subscrito com as reservas legais e estatutárias – a existirem<sup>68</sup>.

Como nota Alexandre Mota Pinto<sup>69</sup>, a *ratio* desta limitação à distribuição de bens aos acionistas não consiste em prevenir a distribuição dos próprios bens que serviram para formar o capital social inicial, mas sim em prevenir a distribuição dos elementos do ativo da sociedade que se afiguram necessários à conservação do capital subscrito e das reservas legais e estatutárias, ao mesmo tempo que se procura proteger os credores contra o risco de um eventual comportamento oportunista por parte dos acionistas, na medida em que a redução do ativo líquido da sociedade deixa a mesma mais exposta ao risco de insolvência<sup>70</sup>.

Continuando a percorrer o regime da Diretiva, no que concerne à conservação do capital, obriga o artigo 18º a que o montante recebido pelos acionistas, na sequência de uma distribuição feita com violação do disposto no artigo 17º, seja por eles restituído à sociedade, se esta conseguir provar que aqueles “conheciam a irregularidade das distribuições feitas a seu favor ou que, tendo em conta as circunstâncias, a não deviam ignorar”<sup>71</sup>.

---

<sup>67</sup> Uma primeira em que se tem de verificar ser o ativo líquido da sociedade superior à soma do montante do capital subscrito e das reservas que a lei ou os estatutos não permitem distribuir” – n.º 1- e uma segunda em que obriga a que a distribuição de bens aos acionistas deva ser limitada ao montante dos resultados do último exercício encerrado, acrescido de lucros transitados ou de fundos retirados de reservas disponíveis para este efeito.

<sup>68</sup> O que requer a verificação, nas contas anuais da sociedade, de um resultado líquido positivo que viabilize essa distribuição.

<sup>69</sup> PINTO, Alexandre Mota (2007), *The Europeanization of Legal Capital...* Op. Cit., p.112. No mesmo sentido, *vide* RICKFORD, Jonathan (2004), *Reforming Capital*, Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance, disponível em [http://www.biicl.org/capital\\_maintenance/](http://www.biicl.org/capital_maintenance/), p. 938.

<sup>70</sup> ARMOUR, John (2006), Op. Cit., p. 9.

<sup>71</sup> Artigo 18º da Diretiva.

O artigo 19º consiste numa das mais relevantes normas que se apresentam, pelo menos no plano teórico<sup>72</sup>, em matéria de regulação da conservação do capital. Nos termos deste artigo, em caso de perda grave do capital subscrito, deve uma assembleia-geral ser convocada para informar os acionistas da situação financeira da sociedade, os quais devem decidir pela dissolução da mesma, ou pela adoção de determinadas medidas destinadas a reagir contra essa “perda grave” do património societário.

O legislador europeu não define taxativamente o que se deve entender por “perda grave”, permitindo que o legislador nacional de cada Estado-Membro discricionariamente o faça. Contudo, essa é uma discricionariedade que se encontra balizada por um determinado limite, imposto pelo n.º 2 do artigo 19º: o montante da perda considerada grave não pode ser fixado em mais de metade do capital subscrito<sup>73</sup>.

Também a compra de ações próprias, regulada no artigo 20º, como acima se fez referência, a propósito das regras que visam assegurar a exata formação do capital, tem relevância do ponto de vista da conservação do capital. Se, quanto à exata formação do capital, se justificou a proibição da subscrição de ações próprias, pela sociedade, com o argumento de que se pretende garantir uma efetiva transmissão de fundos para aquela, aqui, em sede de conservação do capital, a norma tem o sentido de inviabilizar a realização de pagamentos aos acionistas, fora dos casos em que esses pagamentos são permitidos<sup>74</sup>, e que atrás já apontámos<sup>75</sup>.

Pela mesma razão se sujeita a determinadas condições a aquisição de ações próprias pela sociedade<sup>76</sup>, nos Estados-Membros que o permitam. O artigo 21º fixa essas condições, que consistem, nomeadamente, na obrigatoriedade de i) a assembleia geral autorizar a aquisição, determinando os termos e condições em que a mesma deve ocorrer; ii) as aquisições não poderem gerar a redução dos ativos líquidos da sociedade

---

<sup>72</sup> Esta ressalva é feita porque, como desenvolveremos à frente, esta medida não gera qualquer tipo de consequência, daí a sua ineficiência prática.

<sup>73</sup> Em Portugal, o legislador decidiu fixar a “perda grave” em metade do capital social, no artigo 35º CSC, que desenvolveremos no ponto a seguir.

<sup>74</sup> RICKFORD, Jonathan (2004), Op. Cit., p. 937

<sup>75</sup> Designadamente, o artigo 17º da Diretiva.

<sup>76</sup> Condições a que está também sujeita qualquer pessoa que atue em nome próprio, mas por conta da sociedade (artigo 21º).

para um nível inferior ao apontado no artigo 17º n.º 1 e 2; e iii) a operação apenas poder incidir sobre ações inteiramente liberadas.

Enquanto a primeira das condições indicadas visa, sobretudo, prevenir os problemas que poderiam decorrer da diluição das posições acionistas, como consequência da aquisição, pela sociedade, de ações próprias<sup>77</sup>, a segunda e a terceira condições visam claramente a proteção dos credores societários.

O n.º 1 do artigo 22º aponta uma série de situações em que os Estados-Membros podem deixar de aplicar as condições – fixadas no artigo 21º - a que está sujeita a aquisição de ações próprias pela sociedade, ao passo que o artigo 24º estabelece que a detenção das ações pela sociedade deve implicar a suspensão do direito de voto inerente às ações, assim como, no caso de se pretender contabilizar as ações próprias no lado esquerdo do balanço (ativo), deverá criar-se no passivo uma reserva indisponível de montante igual ao que se encontra inscrito no ativo.

A assistência financeira, pela sociedade, à aquisição, por um terceiro, de ações da própria sociedade, é regulada no artigo 25º, no qual se abre a porta a que os Estados-Membros permitam que “uma sociedade, direta ou indiretamente, adiante fundos, conceda empréstimos ou preste garantias para que um terceiro adquira as suas ações”<sup>78</sup>. A Diretiva obriga, todavia, à observância de duas condições, plasmadas no n.º 2 e 5 do mesmo artigo 25º, que consistem na necessidade de estas operações se realizarem sob a responsabilidade do órgão de direção ou de gestão, em condições justas de mercado, designadamente no que toca aos juros pagos à sociedade pelo financiamento prestado (n.º 2), e no que toca à aquisição ou subscrição (em sede de aumento de capital)

---

<sup>77</sup> Esta questão adquire particular dimensão no caso paradigmático em que existem dois acionistas com participações no capital da sociedade próximas dos 50%, e um terceiro acionista com uma participação minoritária. Nesta situação, se as ações do acionista minoritário forem adquiridas pela sociedade, a diluição das posições acionistas deixará o acionista com a maior participação de capital, com uma percentagem de participação de voto superior a 50%, o que o deixa numa posição de controlo, sem que o outro acionista tenha uma palavra a dizer.

<sup>78</sup> Esta flexibilização do regime da assistência financeira, que hoje admite que os Estados-Membros a consagre, apenas foi conseguida em 2006 com a Diretiva 2006/68/CE, que veio substituir o regime de proibição que vigorava até à altura, pelo regime que hoje se conhece, em que a assistência financeira é permitida, embora de forma limitada.

de ações, com recurso à assistência financeira da sociedade, se ter de fazer por um preço justo.

Em relação a aumentos e reduções de capital, estabelecem os artigos 29º e 34º, respetivamente, que qualquer aumento ou redução do capital deve ser deliberado pela assembleia geral<sup>79</sup>.

No caso particular das reduções de capital, determina o artigo 36º uma regra que é da maior importância, no que diz respeito à proteção dos credores da sociedade. Confere esse artigo, aos credores cujo os créditos se tenham constituído em momento anterior à publicação da deliberação que aprova a redução do capital, o direito a que os mesmos obtenham uma garantia para os créditos não vencidos no momento dessa publicação, direito esse que os Estados-Membros apenas poderão excluir em caso de o credor já dispor de garantias adequadas, ou de as mesmas se afigurarem desnecessárias, em virtude da situação patrimonial da sociedade. Ainda a este propósito, será também relevante apontar o artigo 37º - que dispensa os Estados-Membros de aplicarem o disposto no artigo 36º às reduções de capital que visem compensar perdas sofridas ou incorporar valores numa reserva que nunca poderá ser superior a 10% do capital subscrito<sup>80</sup> - e o artigo 38º, que não permite a redução do capital subscrito a um montante inferior ao capital social mínimo fixado na legislação de cada Estado-Membro, que, por sua vez, é determinado em conformidade com o artigo 6º da Diretiva.

---

<sup>79</sup> Exceciona-se, no artigo 34º, o caso das reduções de capital, ordenadas por decisão judicial.

<sup>80</sup> Reserva essa que, salvo no caso de redução do capital, não poderá ser distribuída aos acionistas, apenas podendo ser utilizada para compensar perdas sofridas ou para aumentar o capital subscrito por incorporação de reservas.

## **b. Crítica**

Percorrido o regime da Diretiva, e seguindo a mesma metodologia e organização, passamos a analisar aquelas soluções normativas, que de forma mais frequente, e com maior ênfase, entre a doutrina, se tem entendido que, para além de não concretizarem de forma eficaz o objetivo a que se propõem – a proteção dos credores sociais -, impõem custos excessivos, tanto à sociedade como aos seus credores.

### **1. Capital Social Mínimo**

A crítica ao regime do capital social deve começar por aquelas regras a partir das quais se desenvolve todo esse regime. Assim sendo, debruçamo-nos neste ponto sobre a norma que impõe a subscrição de um capital social mínimo obrigatório.

#### **1.1. O capital social mínimo como entrave ao empreendedorismo**

Uma crítica que é frequentemente apontada à imposição de um capital social mínimo, e em relação à qual não nos mostramos, no entanto, sensíveis, reside no facto de, alegadamente, a imposição de um capital social mínimo *criar barreiras à entrada*<sup>81</sup>. Isto é, a obrigação de entrar com determinado montante para constituição de uma sociedade pode, na opinião de alguns autores<sup>82</sup>, revelar-se um obstáculo ao empreendedorismo, dificultando a entrada no mercado a muitos empresários que não teriam condições para cumprir com o montante mínimo legalmente estabelecido, ou que teriam que endividar-se para o efeito.

Estamos em crer que esta será das críticas mais frágeis que se poderá dirigir ao capital social mínimo, sobretudo se levarmos em conta duas questões essenciais: a primeira está relacionada com o tipo societário a que a Diretiva do Capital se destina, a

---

<sup>81</sup> MACHADO, Francisco Soares de (2010), Op. Cit., pp. 687-688.

<sup>82</sup> KUHNER, Christoph (2006), *The Future of Creditor Protection Through Capital Maintenance Rules in European Company Law*, in Marcus Lutter (ed.): *Legal Capital in Europe*, ECFR Special Volume 1, pp.355-356; ARMOUR, John (2006), pp. 10-12; MACHADO, Francisco Soares de (2010), Op. Cit., p. 687-688; CRUZ, José Braga da (2012), Op. Cit., p. 35

*public company* ou “sociedade aberta”<sup>83</sup>, que em Portugal necessariamente corresponderá ao tipo societário da sociedade anónima, aquela que é susceptível de “receber” investimento público. Ou seja, a Diretiva visa abranger e proteger os interesses de sócios e credores, no contexto de sociedades que envolverão um substancial número de intervenientes, entre membros de órgãos sociais diversos, acionistas e terceiros, assim como consideráveis movimentos de capital que surgem associados a um negócio, em regra, com determinada dimensão, e que por esse motivo dificilmente se ressentirá da obrigação legal de dispor *ab initio* de um montante de fundos próprios, entre €25.000 a €50.000<sup>84</sup>.

A segunda dessas questões assenta na existência de mais do que um tipo societário legalmente consagrado, o que, em parte, também se destina a providenciar diferentes formas de organização, com diferentes níveis de exigência<sup>85</sup>, que porventura assentem melhor a negócios com ambições também diferentes. Ou seja, queremos com isto dizer que um conjunto de empresários, à partida, ao projetar a constituição de uma sociedade para prossecução de determinada atividade, não tem necessariamente de optar pela constituição de uma sociedade anónima, podendo antes optar por outro tipo societário que não requeira a subscrição de um capital social mínimo.

No entanto, se se quiser argumentar que, de facto, aquele seria o tipo societário que melhor se adequaria à atividade que se visava prosseguir, então provavelmente um montante entre € 25.000 e € 50.000 não constituirá um empecilho à constituição da sociedade, sobretudo se considerarmos que, nesse caso, € 50.000<sup>86</sup> poderá muito provavelmente corresponder a um montante próximo do mínimo que esse conjunto de empresários teria de investir inicialmente a fim de dotar a sociedade de meios suficientes ao início da atividade. Pode ser verdade que, como é frequentemente apontado, esses empresários se vissem na necessidade de recorrer ao crédito para dispor

---

<sup>83</sup> Vide CUNHA, Paulo Olavo (2012), Op. Cit., pp. 90-91.

<sup>84</sup> Paulo Olavo Cunha (2012), Op. Cit., pp. 91-92, faz corresponder à “sociedade aberta”, em Portugal, o subtipo da *grande* sociedade anónima, o que contribui para o argumento aqui contido: a Diretiva do Capital visa abranger um tipo societário, por norma, associado a um negócio com determinada dimensão, razão pela qual aquele montante que a lei fixa como capital social mínimo obrigatório dificilmente constitui um verdadeiro entrave.

<sup>85</sup> Vide CUNHA, Paulo Olavo (2012), Op. Cit., pp. 95 e ss.

<sup>86</sup> Montante máximo previsto no artigo 6º da Diretiva do Capital.

dos fundos necessários à subscrição das respetivas entradas: mas aí teriam sempre que o fazer, não sendo a lei que os “empurra” nesse sentido, através da consagração legal de um capital social mínimo, pois, como já vimos, quem escolhe constituir uma sociedade sob a forma *anónima* - e até pela predisposição para suportar os custos associados ao funcionamento orgânico deste tipo societário<sup>87</sup> -, à partida, terá em mente investir num negócio que dificilmente requererá, para o seu desenvolvimento, recursos financeiros substancialmente mais reduzidos que os € 50.000 fixados pela lei em Portugal, por exemplo<sup>88</sup>.

A esta análise, que acima se expôs, acrescentamos ainda uma última conclusão: a crítica contra a qual manifestámos a nossa posição terá a sua razão de ser a propósito de eventuais barreiras criadas à entrada de pequenas e médias empresas no mercado. Contudo, e pelas razões que acima se identificam, entendemos que existem tipos societários passíveis de assentar melhor a essas empresas<sup>89</sup>, para além de, em parte, a sua existência se justificar pelo facto de proporcionarem uma estrutura e um processo de constituição menos dispendioso. Quanto a estes tipos societários, o problema do capital social mínimo encontra-se hoje resolvido nos principais ordenamentos jurídicos da União Europeia, entre eles o Português<sup>90</sup>.

---

<sup>87</sup> CUNHA, Paulo Olavo (2012), Op. Cit., p. 99.

<sup>88</sup> Ou, nas palavras de Peter O. Mülbart (2006), *A synthetic view of different concepts of creditor protection – or: A high-level framework for corporate creditor protection*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=883625>, p.31, que sintetiza numa frase a ideia contida neste parágrafo: (...) *minimum capital requirement only deters those individuals from setting up a company who are not willing to commit enough own funds (...) to meet the capital requirement.*

<sup>89</sup> Vide CUNHA, Paulo Olavo (2012), Op. Cit., p. 98, que refere que a (...) *sociedade por quotas corresponde, habitualmente, a uma empresa de pequena ou média dimensão.* A opção por este tipo societário, como é sabido, não implica, desde 2010, a subscrição de um capital social mínimo obrigatório.

<sup>90</sup> Desde 2010, o mínimo com que um sócio tem que entrar para uma sociedade por quotas, em Portugal, está limitado ao valor simbólico de € 1. Igualmente, na Alemanha, desde 2008, para as *Unternehmergesellschaft*, e em França, desde 2003, para as *SARL*.

## 1.2. A ineficácia do capital social mínimo obrigatório como medida de proteção dos credores

A maior crítica que, em nossa opinião, pode ser apontada ao capital social mínimo obrigatório prende-se com a própria ineficácia, e até mesmo irrelevância da regra, tendo em conta aquele que é o seu objetivo primacial: proteger os credores sociais, assegurando aos mesmos que a sociedade se constituiu com meios suficientes à prossecução da sua atividade, de forma estável<sup>91</sup>, e funcionando, para efeitos da relação da sociedade com o mercado, como um indicador de seriedade do negócio em curso<sup>92</sup>.

Em termos generalizados, a ineficácia da regra contida no artigo 6º da Diretiva do Capital é, em nosso entender, muito bem demonstrada por Peter O. Mülbart<sup>93</sup>. Refere este autor que o capital social mínimo não é apropriado a desempenhar de forma plena e eficaz as principais funções a que se propõe, porque: se fixado num montante demasiado elevado, entre outros problemas que continuariam a existir, consubstanciaria, de facto, um entrave ao investimento e ao empreendedorismo; se fixado num montante demasiado baixo, não desempenharia eficazmente as funções a que está adstrito, pois não só não chegaria para financiar o desenvolvimento de um negócio, como não constituiria aquele “indicador de seriedade” que se pretenda que constitua; por último, se fixado num nível intermédio, ou seja, aquilo que estabelece a Diretiva do Capital, não serve grande propósito na prática, pois atendendo à sua natureza geral e abstrata, não consegue cobrir os riscos associados a atividades diferentes, com exigências diferentes.

Assim, e concretizando este último ponto de vista, porque mais próximo da realidade contida no artigo 6º da Diretiva, quer estejamos a falar de €25.000 quer de € 50.000, trata-se sempre de um valor fixo, rígido, que não leva em conta as reais necessidades de financiamento associadas a determinado tipo de negócio, para além de não apresentar qualquer tipo de relação com os níveis de dívida em que uma

---

<sup>91</sup> De acordo com aquela função de financiamento, que se atribui ao capital social, tal como vimos no início deste texto, *supra* Capítulo I, b. pp. 6 e ss..

<sup>92</sup> DAEHNERT, Alexander (2009), *The minimum capital requirement - an anachronism under conservation: Part 1*, in *Company Lawyer*, 30 (1), p. 7; MULBERT, Peter O. / BIRKE, Max (2002), *Legal capital - is there a case against the European legal capital rules?*, in *European Business Organization Law Review*, 3(4), p. 728.

<sup>93</sup> MÜLBERT, Peter O. (2006), *Op. Cit.*, p. 30.

determinada sociedade pode incorrer, não sendo capaz de se ajustar ao perfil de risco associado a cada atividade<sup>94</sup>.

Aliás, como se pode retirar da teoria financeira, a estrutura de capital de uma empresa não é algo estável ao longo do tempo, para além de que difere muito consoante o setor de atividade, havendo áreas cuja política de financiamento assenta muito mais em capitais próprios do que na contração de dívida, ao mesmo tempo que existem outros sectores que privilegiam o financiamento da sua atividade essencialmente através do recurso a capital alheio<sup>95</sup>. Além do mais, é preciso notar que as empresas têm motivos legítimos para privilegiar esta última forma de financiamento da sua atividade, motivos esses que não se prendem necessariamente com a opção por um comportamento oportunista - que tenha por fim transferir o risco do negócio dos acionistas para os credores -, e que também não se resumem à maior ou menor exigência de recursos requerida pela atividade desenvolvida. Depende também de outras variantes, as quais podem determinar que a opção por uma estrutura de capital, especialmente assente na emissão/contração de dívida, acabe por ser vantajosa para a sociedade, do ponto de vista da sua gestão, com vista à obtenção de melhores resultados financeiros. Esta vantagem, que poderá advir para uma empresa, da opção por se financiar através do recurso à dívida, em detrimento de capitais próprios, resulta, por exemplo, do facto de o juro que é periodicamente pago pela sociedade aos seus credores ser dedutível em IRC, o que em muitos casos contribuirá para potenciar o resultado líquido do exercício, com as vantagens inerentes.

---

<sup>94</sup> SCHÖN, Wolfgang (2004), *The Future of Legal Capital*, European Business Organization Law Review, 5(3), p. 434; MACEY, Jonathan R. and ENRIQUES, Luca (2001), *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, Faculty Scholarship Series. Paper 1413, p.1186, disponível em [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/1413](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1413); FERRAN, Eilís (2006), *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, 3 European Company and Financial Law Review, p.14; KUHNER, Christoph (2006), Op. Cit., p. 15; PINTO, Alexandre Mota (2007), *The Europeanization of Legal Capital...* Op. Cit., p. 321.

<sup>95</sup> BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS, Alan J. (2012), *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill International Edition, 7<sup>th</sup> ed., pp. 445 e ss. Os autores dão o exemplo das empresas tecnológicas, que normalmente optam por se financiarem sobretudo com capitais próprios, ao contrário de companhias aéreas ou cadeias de hotéis, que se financiam sobretudo pelo recurso à emissão ou contração de dívida.

Convém ainda não esquecer que o montante inicialmente alocado à subscrição do capital social pode imediatamente ser disperso por investimentos que a sociedade, em virtude da atividade que se propõe desenvolver, tem, naturalmente, de realizar. Ora, isto é suscetível de induzir em erro credores menos informados<sup>96</sup>, uma vez que se corre o risco de passar aos mesmos a ideia – errada - que uma sociedade, constituída com um capital social de € 100.000, terá, de facto, bens penhoráveis no mesmo valor, o que facilmente, e em muitos casos, se verificará não ser verdade<sup>97</sup>. Por esta razão, credores mais avisados para a insuficiência do valor da cifra do capital social, como medida para aferir dos recursos de uma sociedade, certamente tenderão a desconsiderar aquele valor, preferindo sempre examinar o balanço da sociedade para perceber qual o real valor dos ativos de que a sociedade dispõe<sup>98</sup>.

Pelas razões expostas, entendemos ser inútil e desnecessário que a lei obrigue à subscrição de um capital social mínimo, a fim de pretender – e porque na maioria das vezes não passará disso, de uma mera pretensão - dotar a sociedade dos meios necessários ao desenvolvimento da sua atividade. A regra não só consubstancia uma intromissão na livre flexibilidade que as empresas devem dispor para ajustar a estrutura de capital, de acordo com as suas necessidades específicas<sup>99</sup>, como consegue ser praticamente irrelevante do ponto de vista da proteção dos credores, que não retiram, do

---

<sup>96</sup> MACHADO, Francisco Soares (2010), Op. Cit., pp. 688 e ss.

<sup>97</sup> Basta atentarmos ao seguinte exemplo: uma sociedade constituída com um capital social inicial de € 100.000, e que após a sua constituição investe na compra de ativos fixos tangíveis – como carros, por exemplo - usando os €100.000, correspondentes às entradas feitas pelos acionistas, fica imediatamente com bens de valor inferior àquele valor, uma vez que os bens que foram comprados começaram a desvalorizar logo após o momento em que foram adquiridos.

<sup>98</sup> PAYNE, Jennifer (2008), *Legal Capital in the UK Following the Companies Act 2006*, in J Armour & J Payne (eds.), *Rationality in Company Law: Essays in Honour of D D Prentice* (Hart Publishing, 2008), pp. 9-10; MACEY, Jonathan R. and ENRIQUES, Luca (2001), Op. Cit., pp.1186-1187.

<sup>99</sup> É a própria sociedade, na figura daqueles que a representam – administradores ou acionistas - que se encontra em posição mais favorável e, sobretudo, informada, para decidir sobre a forma como deve ser financiada a sua atividade, pelo que aquela é uma função que a lei não deve ter a pretensão de assegurar, sob pena de, na prática, facilmente se revelar inútil.

valor da cifra do capital social, qualquer indício sólido acerca da saúde financeira da sociedade com que contrataram<sup>100</sup>.

Por outro lado, existem formas muito mais credíveis, e que não têm necessariamente que se encontrar reguladas - pois o mercado também se encarrega de selecionar os projetos onde será mais seguro investir - de sinalizar o mercado sobre a seriedade do negócio, seja pelo mero e livre acometimento de fundos próprios dos acionistas à sociedade, seja pela prestação de garantias, por aqueles, em relação a dívidas sociais<sup>101</sup>, entre outras.

## **2. Da exata formação do capital**

### **2.1 Entradas em espécie**

As regras contidas nos artigos 7º e 10º da Diretiva serão das que melhor refletem a afirmação introduzida no início deste capítulo, quando afirmámos que o regime do capital social muitas vezes acarreta custos para a sociedade e para os credores<sup>102</sup>. São dois os principais motivos que ajudam a corroborar esta tese: por um lado, os custos monetários associados à avaliação das entradas em espécie, que devem ser objeto de um relatório elaborado por um perito independente da sociedade, como se estabelece no artigo 10º; por outro lado, o atraso que esta obrigação provoca na constituição da sociedade ou na efetivação de um aumento de capital<sup>103</sup>.

---

<sup>100</sup> Ou , nas palavras de Alexandre Mota Pinto (2007), *The Europeanization of Legal Capital...* Op. Cit., p. 327, (...) *a minimum share capital is needlessness, in relation to the objective of protecting creditors, and it is based on an excessive, unjustifiable and dispensable paternalism as regards creditors.* Em sentido contrário vide SANTELLA, Paolo (2008), *Capital maintenance in the EU: is the Second Company Law Directive really that restrictive*, in *European Business Organization Law Review*, 9 (3), pp. 432-433, nomeadamente quando o autor defende que (...) *specifying a certain amount of legal capital in a company's articles of association gives a clearly intelligible signal of creditworthiness which serves to mitigate informational asymmetries for the company's creditors.*

<sup>101</sup> CRUZ, José Braga da (2012), Op. Cit., p. 35

<sup>102</sup> Nesse sentido, vide RICKFORD, Jonathan (2004), Op. Cit., pp.934-936.

<sup>103</sup> High Level Group of Company Law Experts (2002) Op. Cit., p. 83; MACEY, Jonathan R. and ENRIQUES, Luca (2001), Op. Cit., p.1195; PAYNE, Jennifer (2008), Op. Cit., pp. 9-10.

Olhando ao objetivo que a norma contida no artigo 10º pretende levar a cabo – dar aos credores uma ideia fidedigna do valor do ativos que compõem o balanço da sociedade, pelo menos no momento da sua constituição –, constatamos que se torna desnecessário obrigar a sociedade a suportar os custos inerentes a estas medidas (sejam eles, como vimos, monetários ou “meramente” temporais), uma vez que esses bens diferentes de dinheiro, com que os sócios entraram para a sociedade, começarão ou continuarão a desvalorizar, logo a seguir ao momento em que for elaborado aquele relatório de um perito independente. Por este motivo, um credor que contrate com a sociedade passado um ano da sua constituição, não deverá confiar no montante do capital social inscrito nos estatutos da sociedade, a fim de aferir o valor dos bens que contribuirão para a sua constituição e que, em teoria, servirão como garantia para o credor, em caso de incumprimento societário.

Além do mais, o grau de independência com que o perito atuaria é muito questionado entre uma parte da doutrina que considera que a correta avaliação dos bens destinados à constituição do capital social inicial pode estar condicionada, entre outros motivos, pela tendência que os peritos terão para não agir de forma “demasiado independente”, se isso prejudicar os interesses daqueles que, no fundo, são os seus clientes: os acionistas societários ou, se quisermos, em rigor, a própria sociedade<sup>104</sup>.

## **2.2. A proibição das entradas de indústria<sup>105</sup>**

Uma crítica que nos parece pertinente, e que deve ser analisada tendo em perspectiva uma eventual abolição do regime do capital social mínimo obrigatório<sup>106</sup>, tem a ver com a impossibilidade de se realizarem entradas de indústria ou serviços, para o capital, uma vez que o artigo 7º da Diretiva obriga a que o capital social seja constituído por bens suscetíveis de penhora. Aqui, sim, alinhamos pela tese de que este poderá ser considerado um entrave ao empreendedorismo, em especial nos casos de *start-ups* e empresas tecnológicas, cujo desenvolvimento poderá beneficiar muito mais do *know-how* que determinados indivíduos poderão oferecer, do que eventuais bens

---

<sup>104</sup> SANTELLA, Paolo (2008), Op. Cit., pp. 435-436.

<sup>105</sup> Segundo a terminologia usada no CSC.

<sup>106</sup> Caso contrário, subsistindo a obrigação de subscrever um capital social mínimo, realizável com bens suscetíveis de penhora, seria muito difícil contabilizar uma entrada em indústria e/ou serviços.

penhoráveis – em dinheiro ou em espécie – com que aqueles entrariam para o capital, mas que não acrescentariam à sociedade, em termos de futuro e de capacidade para gerar riqueza e desenvolvimento, o mesmo que a formação e o conhecimento daqueles indivíduos poderiam acrescentar<sup>107108</sup>. Para além disto, a possibilidade de se emitirem ações como contrapartida pela prestação de futuros serviços, ainda que acessórios da atividade principal<sup>109</sup>, poderá contribuir positivamente para que sociedades que nos seus primeiros anos de atividade ainda disponham de pouca liquidez, possam contratar a prestação de determinados serviços, oferecendo ações em troca<sup>110111</sup>.

### **3. Da conservação do capital**

Nesta última secção, propomo-nos a fazer a análise das normas cuja aplicação se suscita no final do exercício social, ou seja, e mais concretamente, as que regulam a admissibilidade da ocorrência de distribuições de bens aos acionistas, e que “sugerem” a atuação da sociedade no sentido de fazer face a eventuais situações de desequilíbrio contabilístico.

#### **1.1.Limitações à distribuição de dividendos**

O artigo 17º da Diretiva do Capital fixa, como já vimos, as circunstâncias, a nível contabilístico, que devem necessariamente verificar-se, de forma que o órgão de administração da sociedade possa legitimamente propor à assembleia geral, através da proposta de aplicação de resultados contida no relatório de gestão que está incumbido

---

<sup>107</sup> High Level Group of Company Law Experts (2002), *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels, p. 83; PAYNE, Jennifer (2008), Op. Cit., p. 9;

<sup>108</sup> Ou como referem Jonathan Macey e Luca Enriques (2001), Op. Cit., p. 1195, (...) *in the new economy, ideas are increasingly worth much more than physical assets and competitors strive to retain the best minds.*

<sup>109</sup> Por exemplo, serviços contabilísticos ou jurídicos.

<sup>110</sup> PAYNE, Jennifer (2008), Op. Cit., pp. 9-10; MACEY, Jonathan R. / ENRIQUES, Luca (2001), Op., Cit., pp.1195-1196.

<sup>111</sup> No sentido de considerar a Diretiva excessivamente restritiva neste âmbito, *vide* RICKFORD, Jonathan (2004), Op. Cit., pp. 936-937.

de elaborar<sup>112</sup>, a alocação de determinado montante do resultado líquido do exercício à distribuição de dividendos, pelos acionistas.

Percebe-se onde a lei pretende chegar com esta limitação: na medida em que as distribuições de dividendos fazem aumentar o risco de os credores serem ressarcidos pelo que lhes é devido, já que fazem diminuir os fundos próprios de que a sociedade dispõe, sem que essa alocação de fundos represente sequer a possibilidade de eventualmente se vir a gerar maior riqueza para a sociedade - como pode acontecer quando, por exemplo, se escolhe aplicar os resultados positivos do exercício social ao desenvolvimento de um novo projeto - pretende o legislador definir *ex ante* um equilíbrio entre o risco incorrido pelos credores e as restrições à remuneração dos acionistas, procurando mitigar o risco (real) de um comportamento oportunista por parte dos acionistas, em relação aos credores<sup>113</sup>.

Já conhecemos também o mecanismo fixado pelo artigo 17º da Diretiva, para aferir da legalidade de uma distribuição de bens aos acionistas: a realização de um teste de balanço. A seguir, debruçamo-nos sobre a questão de saber se esta é a forma mais eficaz de regular o problema de agência entre credores e acionistas, assegurando a melhor proteção possível aos primeiros, e não restringindo em demasia a legítima expectativa dos segundos, de serem remunerados pela detenção de uma participação de capital.

### **1.1.1. Teste de Balanço**

Entendemos que os dois grandes problemas que se poderão apontar ao teste de balanço, têm a ver, por um lado, com o facto de a validade de uma distribuição de bens fazer-se por referência ao valor do capital social da sociedade, e, por outro lado, à

---

<sup>112</sup> Artigo 66º/5 al. f) do CSC.

<sup>113</sup> Vide MULBERT Peter O. / BIRKE Max (2002), Op. Cit., p. 709, quando os autores dizem que (...) *the most obvious exploitation of creditors by shareholders can be effected through distributions (...)*; RICKFORD, Jonathan (2006), *Legal Approaches to restricting distributions to shareholders: balance sheet tests and solvency tests*, in *European business organization law review(EBOR)* / T.M.C. Asser Institute, Institute for Private and Public International Law, International Commercial Arbitration and European Law (Cambridge Journals), p. 137.

própria rigidez e insuficiência, em termos informativos, da regra contida no artigo 17º da Diretiva. Em baixo, desenvolvemos cada um destes problemas suscitados.

#### **1.1.1.1. Distribuições limitadas por referência a um valor histórico – o capital social**

De acordo com o critério fixado no artigo 17º da Diretiva, para que uma distribuição de bens aos acionistas seja legalmente viável, a mesma deve estar limitada ao montante a partir do qual o capital próprio societário se tornaria inferior à soma do capital social e das reservas que a lei ou os estatutos não permitem distribuir. Ou seja, a cifra que representa o capital social constitui a bitola segundo a qual deve ser determinado o *quantum* validamente distribuível em dividendos.

O facto de se fixar o limite para a distribuição de bens aos acionistas por referência a um valor histórico - o valor das entradas realizadas pelos acionistas aquando da constituição da sociedade - é suscetível de comportar uma certa desadequação na sua aplicação prática, desadequação essa que se pode verificar de forma superveniente nos casos em que a sociedade se constitua inicialmente com um conjunto de bens em linha com as necessidades de financiamento inerentes à atividade que visa desenvolver, ou de forma originária, adiante veremos, quer a sociedade se constitua inicialmente com um conjunto de bens em linha com as necessidades de financiamento inerentes à atividade que visa desenvolver, quer não.

Olhando à primeira situação possível, a que nos referimos *supra* como uma desadequação superveniente, imaginemos a situação teoricamente preferível em que a sociedade se constitui com bens ajustados às suas necessidades de financiamento. Ora, nada garante que o valor correspondente a essas entradas continue a mostrar-se adequado passados anos de atividade, de modo a que ainda faça sentido usá-lo como referência para aferir da viabilidade de uma distribuição.

O valor do capital social, porque é fixo e porque tende a não acompanhar as diferentes mutações que vão ocorrendo ao nível das necessidades financeiras da

sociedade e dos compromissos por esta assumidos<sup>114115</sup>, apenas em momentos pontuais da vida da sociedade tenderá a coincidir e a estar nivelado com a dimensão do seu balanço, acabando por não servir uma função realmente útil no que toca à proteção dos credores sociais<sup>116</sup>. Aliás, do ponto de vista destes últimos – e aquele que mais interessa, de acordo com a *ratio* da lei -, na prática o máximo que a consagração do teste de balanço consegue assegurar é a manutenção de um património “intangível”, que algures no decurso da atividade da sociedade provavelmente se terá dissociado da realidade financeira em que a sociedade entretanto incorreu.

Por outro lado, e agora referindo-nos àquela vertente de desadequação não superveniente, mas originária, não podem ser ignorados os casos em que a sociedade tenha sido constituída com um capital insuficiente ao financiamento da atividade social, o qual é sobretudo – e legitimamente - assegurado pelo recurso à dívida, questão que debatemos a propósito da crítica ao capital social mínimo. Nestes casos, está a fixar-se, como referência para determinar a validade de uma distribuição aos acionistas, um valor que, historicamente, comporta consigo a desadequação à realidade do balanço societário, a desadequação ao perfil de risco da sociedade e às obrigações por esta assumidas, e, por aí, a desadequação à efetiva proteção dos credores sociais contra o risco de incumprimento pela sociedade.

### **1.1.1.2. Um critério demasiado rígido e insuficiente em termos informativos**

Ao consagrar a realização de um teste de balanço para determinar da viabilidade de se distribuírem bens aos acionistas, o legislador escolheu um critério demasiado

---

<sup>114</sup> Só assim não será, se forem deliberados aumentos ou reduções de capital, que contribuam para “nivelar” o valor da cifra do capital social, à medida que evolui o total do balanço societário num determinado sentido. Mas essa, certamente, não é, nem devia ser, a regra: para além de recorrerem a capital alheio, os sócios podem escolher financiar a sociedade através de prestações acessórias ou suplementares, por exemplo, que aumentam os capitais próprios daquela, mas não alteram de forma alguma o valor constante da cifra do capital social.

<sup>115</sup> PAYNE, Jennifer (2008), Op. Cit., p. 10.

<sup>116</sup> Vide RICKFORD Jonathan (2006), Op. Cit., p. 139, que resume esta ideia de forma lapidar, numa frase: (...) *if the share capital of a particular company happens at any point in time to correspond with the needs for security of its creditors, it is most unlikely to continue to do so for long.*

rígido, assente num retrato da situação financeira da sociedade num momento particular do tempo, pouco “flexível” e, por natureza, insuficiente para disponibilizar toda a informação que reflita, de forma apropriada, os níveis de liquidez e solvabilidade, atuais e futuros, da sociedade<sup>117</sup>.

Ora, aos credores de uma sociedade interessam precisamente a liquidez e a solvabilidade desta - porquanto aqueles potencialmente se sentirão mais seguros ao saber que no ano seguinte a sociedade gerará fluxos de caixa em montante suficiente ao cumprimento das obrigações a que está adstrita -, em vez da constatação que um montante marcadamente dissociado do volume dessas obrigações se mantém “intangível”: é precisamente a partir desse ponto que surge o problema da “rigidez” do teste de balanço.

O balanço, enquanto demonstração financeira, se analisado isoladamente, não constitui um indicador capaz de providenciar informação suficiente para definir a situação da sociedade, no que à sua liquidez e solvabilidade diz respeito. Será aconselhável, por isso, levar em conta outros indicadores financeiros que resultam, por exemplo, de outras demonstrações financeiras, como a demonstração de resultados, que evidencia o desempenho da sociedade a nível operacional ao longo de um determinado período de tempo, ou a demonstração dos fluxos de caixa, cuja análise acarreta a virtude de se conseguir entender as variações registadas na estrutura financeira da sociedade e a sua capacidade para cumprir com as obrigações futuras<sup>118</sup>, questão que certamente muito interessa aos credores sociais.

Mais: de acordo com um artigo publicado em 2008 na Revista TOC<sup>119</sup> sobre a demonstração dos fluxos de caixa, onde, entre outros aspetos, são elencados os fatores que determinam a importância deste mapa financeiro, resultam dois que se revelam do maior interesse para o tema aqui em apreço: diz o autor deste artigo que a importância da demonstração dos fluxos de caixa se justifica por permitir à sociedade avaliar a sua

---

<sup>117</sup> RICKFORD, Jonathan (2006), Op. Cit., p. 139; MACEY, Jonathan R. and ENRIQUES, Luca (2001), Op. Cit., p.1190.

<sup>118</sup> SILVA, Eduardo Sá e MARTINS, CARLOS (2012), *Demonstração de Fluxos de Caixa*, OTOC – Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas, p. 10.

<sup>119</sup> ARAÚJO, José (2008), *Demonstração dos fluxos de caixa*, in Revista TOC, Lisboa.

capacidade de gerar fluxos de caixa no futuro, e pela sua capacidade de cumprir com os seus compromissos futuros, assim como de pagar dividendos<sup>120</sup>.

Fica assim a perceber-se a importância de, querendo efetivamente proteger-se os credores, dever atender-se a todo um conjunto de indicadores, que, como vimos, não se encontram todos refletidos no balanço, documento de prestação de contas a que o artigo 17º da Diretiva do Capital manda atender exclusivamente, a fim de se determinar a validade de uma distribuição de dividendos.

A capacidade de uma sociedade para distribuir dividendos deve ser aferida a partir da sua liquidez e da sua solvabilidade, não resultando da análise isolada do balanço uma conclusão suficientemente informada acerca dos dois fatores atrás referidos, o que acaba por não servir para proteger eficazmente os credores sociais contra o risco da atividade societária, ao mesmo tempo que pode condicionar a remuneração acionista, em circunstâncias em que a sociedade até estaria com liquidez e com solvabilidade suficientes para proceder a uma distribuição de dividendos<sup>121122</sup>, sem necessariamente prejudicar os interesses dos credores.

## **1.2. O artigo 19º da Diretiva, ou o artigo 35º do CSC**

Pela discussão que a mesma tem gerado a nível interno, não podíamos passar pelas normas relativas à conservação do capital, sem nos debruçarmos sobre a regra

---

<sup>120</sup> *Idem*, p. 26; o autor acrescenta ainda a seguinte ideia, que demonstra a importância de se atender também a este mapa financeiro a fim de compreender a situação atual de uma empresa, assim como as suas perspetivas futuras: *O conhecimento que se tem das disponibilidades de curto prazo e, principalmente, das previsões dos seus fluxos (...) é a base de segurança e estabilidade da entidade e poderá ser a garantia da sua continuidade.*

<sup>121</sup> WAGNER, Gerhard (2006), *Distributions to shareholders and fraudulent transfer law*, in *European Business Organization Law Review*, 7(1), p. 225; ENRIQUES, Luca / MARTIN, Gelter (2006), *Regulatory competition in European company law and creditor protection*, in *European Business Organization Law Review*, pp. 422-423.

<sup>122</sup> Não obstante a conclusão, em sentido inverso, difundida pela Comissão Europeia na sequência do estudo *supra* referido – nota 1 -, levado a cabo pela KPMG. Considerou a Comissão Europeia, em face dos resultados desse estudo, que as atuais regras relativas ao capital social mínimo e à conservação do capital não causam obstáculos significativos às distribuições de dividendos. *Vide*, Comunicação da Comissão Europeia, *Results of the external study...*, Op. Cit., p. 1.

contida no artigo 19º da Diretiva, segundo o qual a sociedade deverá tomar determinadas medidas, caso o valor do capital próprio se situe em 50% do total do estipulado para a cifra do capital social. Optamos, por isso, por fazer a análise deste preceito sob o ponto de vista do ordenamento jurídico nacional, onde aquele artigo se encontra transposto no artigo 35º CSC, pelo grande interesse que este tem suscitado entre a doutrina nacional, embora a crítica que aqui se fará, a propósito do artigo 35º CSC, seja, por uma questão de lógica, em boa parte extensível àquele preceito comunitário.

Mas porque, como nota António Menezes Cordeiro<sup>123</sup>, *a presença, no Direito português, de dispositivos destinados a enfrentar as perdas societárias não é novidade de inspiração comunitária*, começamos por fazer uma breve contextualização do direito que, no que toca à matéria aqui em análise, antecedeu o atual artigo 35º CSC. Assim, decorria o mesmo do n.º 4 do artigo 120º do Código Comercial de 1888, preceito este em que, de entre as hipóteses de dissolução de sociedades comerciais, se previa a dissolução a requerimento dos credores que provassem que “posteriormente a época dos seus contratos”, metade do capital se encontrava perdido. Com base ainda na mesma norma, poderia a sociedade opor-se à dissolução, sempre que desse “as necessárias garantias de pagamento aos seus credores”<sup>124</sup>. Ora, não serão necessárias grandes considerações para atestar a proximidade – ainda que a uma distância temporal tão significativa - entre o texto deste n.º 4 do artigo 120º do Código Comercial de 1888 e o texto do atual artigo 35º CSC, sobre o qual nos passamos a ocupar.

É do nosso conhecimento que, na transposição do artigo 19º da Diretiva para o artigo 35º CSC, o legislador português foi mais longe no que toca ao elenco das medidas que, para além da eventual dissolução da sociedade (al. a) do n.º 3), devem constar da ordem de trabalhos da assembleia geral que tem necessariamente de ser convocada caso se verifique a situação de perda de metade do capital social<sup>125</sup>,

---

<sup>123</sup> CORDEIRO, António Menezes de (2005), *A perda de metade do capital e a reforma de 2005: um repto ao legislador*, in *R.O.A.*, ano 65, I, p. 55.

<sup>124</sup> PINTO, Alexandre Mota (2006), *O Artigo 35º do Código das Sociedades Comerciais na Versão mais recente*, in *Temas Societários*: n.º 2 da col., Coimbra, Almedina, p. 149; CORDEIRO, António Menezes de (2005), *Op. Cit.*, p. 55.

<sup>125</sup> Uma opção muito criticada por António Menezes CORDEIRO (2005), *Op. Cit.*, pp. 85-87, que a propósito da crítica que dirige à transposição - *pela via mais rigorosa* -, realizada pelo legislador

acrescentando a necessidade de os sócios deliberarem sobre uma eventual redução de capital ou sobre a realização, por aqueles, de entradas para reforço da cobertura do capital (als. b) e c), respetivamente, do n.º 3).

Assim, a principal crítica que se nos apraz apontar a esta regra, tanto no plano europeu como plano nacional (embora neste caso seja algo mais exigente no que se refere às medidas cuja aplicação deve ser deliberada, pelo que vimos), prende-se com a sua própria inocuidade. Isto é: para a falta de aplicação de qualquer uma das medidas de saneamento económico-financeiro sugeridas no n.º 3 do artigo 35º CSC, ou ainda outras, de livre iniciativa dos sócios/acionistas, em resultado da perda de metade do capital social, não resulta qualquer consequência legal para a sociedade<sup>126</sup>. Ou seja, quer isto dizer que o artigo 35º - ou o artigo 19º da Diretiva -, se reveste de um carácter meramente informativo<sup>127</sup>, deixando ao livre arbítrio dos acionistas a decisão sobre tomar alguma medida no sentido de corrigir a frágil situação financeira em que a sociedade incorreu<sup>128</sup>, o que na prática não oferece qualquer tipo de proteção aos credores sociais, que continuam, neste caso, dependentes do bom senso dos detentores do capital, tal como estariam na eventualidade de esta norma não existir.

---

português, defende um ordenamento jurídico nacional globalmente *menos constrangente e mais desburocratizado*, capaz de, desse modo, se tornar um *atraente espaço jurídico europeu*.

<sup>126</sup> Do ponto de vista da Diretiva, mas com igual aplicação ao constante do artigo 35º CSC, escreveu Raúl Ventura que *parece mesmo, que a assembleia pode não tomar medida nenhuma, contentando-se com o conhecimento da situação da sociedade e... esperando melhores dias. O intuito da Directiva será, portanto, apenas, fazer abrir os olhos dos sócios (...). Vide VENTURA, Raúl (1980), Adaptação do Direito Português à Segunda Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades*, Separata do Boletim do Ministério da Justiça n.º 3, Lisboa.

<sup>127</sup> PINTO, Alexandre Mota (2006), Op. Cit., p. 149.

<sup>128</sup> Exceção a isto, no plano nacional, será o artigo 171º/2 CSC, que obriga a que em todos os atos externos da sociedade seja indicado o montante do capital próprio, segundo o último balanço aprovado, sempre que este for igual ou inferior a metade do capital social. No entanto, embora impondo uma consequência para a verificação da perda de metade do capital social, esta norma não contribui para a resolução dos problemas económico-financeiros em que a sociedade incorreu, como se pretende, designadamente, com o n.º 3 do artigo 35º (que parcialmente decorre do n.º 1 do artigo 19º da Diretiva), e as medidas aí fixadas, cuja aplicação se sugere.

#### **IV. A eficácia de formas alternativas de proteção dos credores, em comparação com o regime do capital social**

Tendo sido realçadas aquelas regras que, a nosso ver, deixam mais exposta a ineficiência do regime do capital social, pretende-se, neste ponto, analisar a eficácia de formas alternativas de proteção dos credores, em comparação com o regime do capital social *supra* descrito e comentado, na tentativa de demonstrar a necessidade de reformar o regime atualmente em vigor, seja pela adaptação das normas que já existem, seja por via de uma certa desregulação, com a abolição de normas cuja existência se revela irrelevante ou ineficaz, face aos fins a que se destinam.

##### **1. A autotutela - proteção via contratual**

Desconsiderando as normas legais que visam acautelar os interesses dos credores na relação estabelecida com a sociedade, o contrato consiste na principal forma de proteção dos credores<sup>129</sup>, constituindo, assim, um instrumento de autotutela dos mesmos em face não só do risco que a sociedade enfrenta pela contração de dívida, e que pode colocar em perigo o cumprimento das suas obrigações, como do risco de comportamento oportunista por parte dos acionistas da sociedade, que pode ocorrer, entre outras, sob a forma de distribuição de bens quando a sociedade não apresenta uma situação financeira propícia àquela distribuição, por subinvestimento no fomento da atividade societária, com os acionistas a reterem os fundos investidos pelos credores para os distribuírem no final do exercício<sup>130</sup> ao invés de os aplicarem no desenvolvimento dos projetos societários, ou ainda pelo investimento em projetos demasiado arriscados<sup>131</sup>.

---

<sup>129</sup> MACEY, Jonathan R. and ENRIQUES, Luca (2001), Op. Cit., p.1171.

<sup>130</sup> SCHMIDT, Klaus M. (2008), *The Economics of Covenants as a Means of Efficient Creditor Protection*, in *The Law and Economics of Creditor Protection*, H. Eidenmüller and W Schön (eds.), pp. 87 e ss.; BRATTON, William W. (2006), *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, George town Law and Economics Research Paper No. 902910, p.7, disponível em <http://ssrn.com/abstract=902910>.

<sup>131</sup> BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS, Alan J. (2012), Op. Cit., p. 462-463, BRATTON, William W. (2006), Op. Cit., pp. 7-8.

Por via do contrato, os credores têm a oportunidade de regular a relação estabelecida com a sociedade de acordo com os seus interesses<sup>132</sup>, os quais passarão sobretudo por mitigar os riscos identificados no parágrafo anterior. Desta forma, podem os credores exigir, como naturalmente o fazem, uma taxa de juro ajustada ao nível de risco da sociedade e da sua dívida, assim como podem inserir *covenants* no contrato celebrado com aquela. Os *covenants* são cláusulas habitualmente usadas em contratos de crédito e que obrigam a entidade devedora a cumprir com determinadas condições a fim de poder manter o crédito que lhe foi concedido<sup>133</sup>. Os *covenants* podem consistir, por exemplo, em cláusulas que limitam as distribuições de dividendos ou outros pagamentos aos acionistas, a contração de dívida, a venda de ativos<sup>134</sup>, e em quase tudo aquilo que pode afetar a capacidade da sociedade para cumprir com as suas obrigações, ou a probabilidade de o credor reaver o seu dinheiro, em caso de liquidação da sociedade.

Nos Estados Unidos da América, por exemplo, a necessidade de um regime de capital social desenhado com vista à proteção dos credores é muito questionada, o que se reflete num regime em vigor no ordenamento jurídico daquele país muito mais liberal quando comparado com o regime da Diretiva do Capital, algo que em parte se fica a dever à ideia frequentemente reproduzida de que a tutela legal exaustiva dos credores é desnecessária quando estes são capazes de, por si, se protegerem de forma muito mais eficaz e adequada<sup>135</sup>, sobretudo por via de *covenants*, o mais importante meio de proteção dos credores nos E.U.A<sup>136</sup>.

Não restam, de facto, grandes dúvidas de que, tendo o credor capacidade negocial para “subjugar” a sociedade a determinadas condições por via do contrato, como vimos *supra*, estamos em face de um meio de proteção muito mais eficaz do que qualquer regime legal desenhado com a finalidade principal de proteger os credores na sua relação com a sociedade, uma vez que esse regime legal nunca conseguirá – nem

---

<sup>132</sup> MACHADO, Francisco Soares (2010), Op. Cit., pp. 693 e ss.

<sup>133</sup> BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS, Alan J. (2012), Op. Cit., p. 463.

<sup>134</sup> *Idem, Ibidem*; BRATTON, William W. (2006), Op. Cit., pp. 8 e ss.

<sup>135</sup> ENGERT, Andreas (2006), *Life Without Legal Capital: Lessons from American Law*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=882842>, p. 41; PAYNE, Jennifer (2008), Op. Cit., p. 12.,

<sup>136</sup> *Vide* SCHMIDT, Klaus M. (2008), Op. Cit., p. 87, em que o autor refere mesmo que os (...) *covenants* are the prevalent and most important means of creditor protection in the United States.

essa pretensão deve existir – reproduzir de forma sequer aproximada o grau de proteção conferido pelos *covenants*, sobretudo pela adequação casuística ao perfil de risco da sociedade com que se contrata, algo que a lei não consegue atingir<sup>137</sup>.

A grande questão aqui - e porque é preciso não esquecer que se analisa a proteção via contratual dos credores como potencial alternativa válida ao regime do capital social - reside precisamente naquela ideia plasmada no início do parágrafo anterior, que se refere à capacidade negocial do credor para conseguir “forçar” a sociedade a determinadas condicionantes contratuais. Acontece que nem todos os credores terão essa capacidade negocial, sendo frequente entre a doutrina fazer-se a distinção entre vários tipos de credores, consoante a sua capacidade para se protegerem em relação à sociedade<sup>138</sup>. A distinção mais comum, a qual iremos adotar, distingue simplesmente credores fortes, que têm capacidade para se autodefender, de credores fracos, que não têm essa capacidade<sup>139</sup>. Como credores fortes, podem apontar-se os bancos, grandes fornecedores e o Estado, e, como credores fracos, os pequenos fornecedores, prestadores de serviços, trabalhadores e detentores de créditos indemnizatórios resultantes de responsabilidade civil da sociedade<sup>140</sup>.

Porque, como podemos ver, nem todos os credores têm essa capacidade para se proteger e fazer uso daqueles meios que identificámos como marcadamente mais eficazes do que qualquer regime de capital social, entendemos que a autotutela, ou a proteção via contratual, embora muito mais eficaz para aqueles que dela podem dispor na sua plenitude, não deve ser entendida no sentido de dispensar a lei de tutelar os interesses dos credores, visto que nem todos terão capacidade para se proteger de forma independente, sendo que, em relação a esses, a lei, ainda que não de forma totalmente eficiente, vai servindo o seu propósito.

---

<sup>137</sup> Como escreve BRATTON, William W. (2006), Op. Cit., p. 4, referindo-se à mais eficaz proteção, conferida pelos *covenants* em comparação com qualquer regime legal: *No hard-wired code can duplicate their protective reach while simultaneously holding out comparable situation sensitivity.*

<sup>138</sup> Vide MERKT, Hanno (2006), *Creditor protection through mandatory disclosure*, European Business Organization Law Review, pp. 107 e ss, para uma distinção bastante fragmentada entre vários tipos de credores.

<sup>139</sup> PINTO, Alexandre Mota (2007), *Capital social e tutela dos credores...* Op. Cit., p. 840.

<sup>140</sup> *Idem, Ibidem.*

## 2. Mecanismos *Ex-Post*

### 2.1. A desconsideração da personalidade jurídica

Nas palavras de Maria de Fátima Ribeiro<sup>141</sup>, a desconsideração da personalidade jurídica significa, *tradicionalmente, uma operação pela qual a personalidade jurídica de uma pessoa coletiva é afastada, retirada*. Está aqui em causa a possibilidade de se levantar a personalidade jurídica da sociedade e a própria responsabilidade limitada dos sócios/acionistas, tornando estes últimos responsáveis pelas dívidas da sociedade.

Provavelmente pela inexistência de um regime que consagre um capital social mínimo, este instituto encontra-se já bastante desenvolvido pela jurisprudência norte-americana<sup>142</sup>, verificando-se a sua aplicação essencialmente em casos de subcapitalização da sociedade, atendendo ao seu volume de negócio e ao seu perfil de risco<sup>143</sup>. De notar também que a sua aplicação resulta sobretudo a favor de credores detentores de créditos resultantes de responsabilidade civil da sociedade, e não de credores contratuais<sup>144</sup>, naquilo que é uma manifestação de coerência dos tribunais americanos para com o espírito do seu sistema neste aspeto: como já referimos, dispensa-se a proteção legal dos credores por se acreditar que os mesmos são capazes de se proteger a si mesmos. Ou seja, permitem os tribunais americanos a desconsideração da personalidade jurídica fundamentalmente a favor dos ditos “credores fracos”, o que vem, de certa forma, compensar a falta de capacidade negocial dos mesmos, tal como *supra* desenvolvido.

---

<sup>141</sup> RIBEIRO, Maria de Fátima (2012), *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica*, Tese de Doutoramento, Coimbra, Almedina, pp. 67-68.

<sup>142</sup> RIBEIRO, Maria de Fátima, pp. 94 e ss.; PINTO, Alexandre Mota (2007), *The Europeanization of Legal Capital...* Op. Cit., p. 365.

<sup>143</sup> ENGERT, Andreas (2006), Op. Cit., pp. 11-12; BOOTH, Richard A. (2005), *Capital Requirements in United States Corporation Law*. U of Maryland Legal Studies Research Paper No. 2005-64, p. 28, disponível em <http://ssrn.com/abstract=864685>; PINTO, Alexandre Mota (2007), *The Europeanization of Legal Capital...* Op. Cit., p. 366.

<sup>144</sup> PINTO, Alexandre Mota (2007), *The Europeanization of Legal Capital...* Op. Cit., p. 366.

A aplicação deste instituto procura resolver o problema da subcapitalização das sociedades<sup>145</sup>, não de um ponto de vista *ex ante* – como se estabelece na Diretiva do Capital, com a imposição de um capital social mínimo - mas de um ponto de vista *ex post*, em que a “responsabilidade” de “obrigar” os sócios/acionistas a dotar a sociedade de meios adequados à prossecução da sua atividade deriva do legislador para o juiz, que determinará a responsabilidade dos sócios perante os credores nos casos em que estes não tenham acometido fundos suficientes à prossecução da atividade social, e nos casos em que ocorra, assim, uma manifesta externalização do risco, dos sócios para os credores sociais<sup>146</sup>.

A vantagem da consagração deste instituto, ao invés da opção por impor um capital social mínimo, para além de permitir a regulação do problema da subcapitalização da sociedade em qualquer momento da sua vida, e não apenas na sua constituição<sup>147</sup>, assenta, em nosso entender, no incentivo que é dado aos sócios/acionistas a fim de olharem de forma séria e cuidada para a racionalização dos fundos próprios que a sociedade dispõe, em face dos compromissos assumidos com os credores. Conhecendo o risco que paira sobre a figura dos sócios/acionistas de que um juiz decida pela desconsideração da personalidade jurídica, e os responsabilize diretamente perante os credores sociais, estamos em crer que este será um incentivo muito mais eficaz do que qualquer mecanismo *ex ante*, com vista a mitigar o risco de um comportamento oportunista por parte dos sócios/acionistas, que passam a constatar a possibilidade de poder ser responsabilizados, se atuarem de forma negligente.

Contudo, se a utilização deste instituto nos parece que deve ser tida em conta como potencial alternativa num cenário de eventual reforma do regime do capital social

---

<sup>145</sup> Vide ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), *Subcapitalização de Sociedade e Desconsideração da Personalidade Jurídica*, in *Capital Social Livre e Ações Sem Valor Nominal*, Paulo de Tarso Domingues e Maria Miguel Carvalho (coord.), Coimbra, Almedina, pp.38 e ss.

<sup>146</sup> Em suma, nos casos em que o juiz conclua que os sócios/acionistas *abusaram* da *personalidade coletiva*, ou da *limitação de responsabilidade*. Nesse sentido, vide ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), *Subcapitalização de Sociedade e...* Op. Cit., p. 39, e CORDEIRO, Pedro (2005), *A Desconsideração da Personalidade Jurídica das Sociedades Comerciais*, Lisboa, Universidade Lusíada Editora, 2.ª ed., pp. 83-85. Este último autor afirma que o *abuso da responsabilidade limitada* deve ser determinado sobretudo em função das normas que se referem *ao capital social*, *à sua intangibilidade* e *à defesa dos direitos dos credores*.

<sup>147</sup> MACHADO, Francisco Soares (2010), Op. Cit., p. 703.

atualmente em vigor na União Europeia, afigura-se-nos também que a mesma requer algum cuidado no que toca à sua aplicação. Como nota Alexandra Mota Pinto<sup>148</sup>, os acionistas têm diferentes tipos de relação com a sociedade, em função do número de ações que dispõem, ou em função dos próprios objetivos com que se propõem a investir naquela. Isto é, um acionista que detenha 51% do capital da sociedade, e que por isso acompanha inevitavelmente a vida da sociedade com um determinado interesse, não pode ser igualmente responsável quando comparado com um acionista que detenha uma pequena participação de capital, que não lhe dá poder para influir na gestão da sociedade – o que até pode não ser do seu interesse -, mas simplesmente manter aquela participação pelo dividendo que dali pretende retirar.

Ora, reconhecendo esta realidade, torna-se difícil admitir uma responsabilidade objetiva dos sócios/acionistas, tendo em conta que tal responsabilidade pode implicar a responsabilização de acionistas que de facto não são culpados pela situação de subcapitalização da sociedade, a qual, porventura, poderiam até desconhecer.

Desse modo, seguimos pela solução proposta por Alexandre Mota Pinto<sup>149</sup>, que em lugar de defender uma responsabilização objetiva e indiscriminada de todos os sócios/acionistas da sociedade, aponta antes como a forma mais equilibrada de aplicar o instituto da desconsideração da personalidade jurídica a responsabilização, em casos de manifesta subcapitalização da sociedade, dos sócios/acionistas que devam ser considerados culpados por essa situação de subcapitalização, deixando aos credores sociais a possibilidade de satisfazerem os seus créditos também à custa do património dos sócios/acionistas que, segundo decisão do juiz, sejam considerados culpados pela falta de fundos próprios da sociedade para cumprir com as obrigações assumidas.

## **2.2. Limitações à distribuição de dividendos**

Em linha com o exposto *supra*, neste ponto pretende-se avançar com uma solução alternativa às atualmente consagradas na Diretiva do Capital, relativamente à matéria das distribuições de bens aos acionistas. Contudo, antes de nos debruçarmos sobre o desenvolvimento dessa medida alternativa, entendemos ser pertinente fazer uma

---

<sup>148</sup> PINTO, Alexandre Mota (2007), *The Europeanization of Legal Capital...* Op. Cit., p. 369.

<sup>149</sup> *Idem*, pp. 368 e ss.

breve contextualização das soluções adotadas em dois ordenamentos jurídicos de referência, no âmbito daqueles que comportam regimes diferentes do postulado na Diretiva do Capital: o ordenamento jurídico do Estados Unidos da América e o ordenamento jurídico do Reino Unido.

### **2.2.1 Limitações à distribuição de dividendos: Nos Estados Unidos da América e no Reino Unido**

Ao contrário do regime decorrente da Diretiva do Capital, que compreende a determinação da legalidade de uma distribuição de bens aos acionistas segundo critérios *ex ante*, nestes dois países - no caso Reino Unido, apenas para as *Private Companies*, em virtude de a Diretiva abranger as *Public Companies* – essa regulação faz-se segundo critérios que atuam *ex post*.

#### **2.2.1.1 Estados Unidos da América**

Começando pelos Estados Unidos da América (E.U.A.), vamos centrar as nossas atenções no *Revised Model Business Corporation Act* (de ora em diante, “RMBCA”), que veio substituir o anterior *Model Business Corporation Act*, em 1984, consumando uma reforma profunda no âmbito do regime de capital norte-americano<sup>150</sup>, e que será o objeto preferencial da nossa análise, por se tratar do modelo legislativo adotado pela grande maioria dos Estados federais daquele país<sup>151</sup>.

---

<sup>150</sup> PETERSON, Craig A. / HAWKER Norman W., *Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions*, disponível em <https://uakron.edu/dotAsset/726766.pdf>; DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., pp.108-109

<sup>151</sup> ENGERT, Andreas (2006), Op. Cit., pp. 18, 19, 23. A nível estadual, e no âmbito de Estados que dispõem de um regime próprio em matéria de capital, há a destacar o Estado da Califórnia e o Estado do Delaware. No primeiro, através do “California Corporations Code”, e como avança Paulo de Tarso Domingues (2009), Op. Cit., pp. 116-117, a reforma do regime do capital seguiu caminho oposto ao que mais tarde foi trilhado pelo RMBCA, uma vez que, ao contrário deste último, em que se *liberalizou* e *flexibilizou* o regime, naquele visou-se tornar o regime mais eficiente do ponto de vista da proteção dos credores, tornando-o mais restritivo designadamente em matéria de distribuição de bens, por via da imposição de rácios de solvabilidade que implicam a observância de uma determinada relação entre capitais próprios e capitais alheios que legitime uma distribuição de bens aos acionistas. Quanto ao

O RMBCA postula um conceito de “distribuições” mais abrangente daquele que decorre da Diretiva do Capital, compreendendo tanto distribuições de dividendos como a compra de ações próprias<sup>152</sup>. A validade de uma distribuição de bens, ao abrigo do RMBCA, é aferida segundo um teste de insolvência, que comporta duas variantes: o *equity insolvency test* e o *balance sheet test*. De acordo com o primeiro, a sociedade poderá distribuir dividendos, desde que não se encontre insolvente, ou desde que não se torne insolvente, por via do pagamento dos dividendos. Isto é, a sociedade não poderá distribuir dividendos, se isso a deixar em posição de não conseguir cumprir com as suas obrigações no exercício seguinte<sup>153</sup>. Em relação ao segundo, este *balance sheet test* é diferente do que se estabelece na Diretiva do Capital, desde logo, porque enquanto o último tem como referência o valor constante da cifra do capital social, o RMBCA não consagra sequer a noção de *stated capital* (capital social), eliminada do MBCA em 1980 e mantida pelo RMBCA. Nesta medida, o *balance sheet test* previsto neste modelo de texto legislativo<sup>154</sup> que é o RMBCA, processa-se em moldes bastante simplificados, prevendo apenas que, após a distribuição, o ativo seja pelo menos igual ao passivo<sup>155</sup>. Isto é, para que seja legitimamente efetuada uma distribuição de bens pelos acionistas, basta que as contas da sociedade evidenciem um ativo superior ao passivo, podendo assim ser distribuídos dividendos em montante equivalente ao do ativo líquido societário<sup>156</sup>.

Embora se diga que este *balance sheet test* foi introduzido de forma a “ajudar” os administradores a determinar com maior assertividade o momento em que a

---

Estado do Delaware, onde estão sediadas uma grande parte das sociedades abertas existentes nos Estados Unidos da América, a regra básica no tocante à distribuição de bens assenta na existência, ou não, de um *surplus*, ou seja, na existência de um excedente do ativo, em relação à soma do passivo com o valor do capital social, e com a particularidade de, mesmo não se verificando este *surplus*, a sociedade poder ainda assim distribuir dividendos, resultantes de lucros referentes ao exercício anterior. Vide BOOTH, Richard A. (2005), Op. Cit., pp. 18 e ss.

<sup>152</sup> BOOTH, Richard A. (2005), Op. Cit., p. 23; PINTO, Alexandre Mota (2007), *The Europeanization of Legal Capital...* Op. Cit., p.116.

<sup>153</sup> PETERSON, Craig A. / HAWKER Norman W., Op. Cit., pp. 8-9; DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., pp. 113-115.

<sup>154</sup> Nas palavras de Paulo de Tarso Domingues (2009), Op. Cit., p. 108, que refere que o MBCA (...) *não é um texto legal, mas um modelo de texto legislativo*.

<sup>155</sup> BOOTH, Richard A. (2005), Op. Cit., p. 23.

<sup>156</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., p. 115.

sociedade estaria próxima da insolvência<sup>157</sup>, cumpre notar que aqueles dispõem de uma certa margem de discricionariedade na avaliação que fazem dos ativos societários, uma vez que a questão dos métodos contabilísticos usados nas contas das sociedades não se encontra suficientemente regulada, pois embora os GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) sejam, como o próprio nome indicia, geralmente aceites, pode a sociedade livremente adotar qualquer outro método contabilístico<sup>158</sup>, o que confere alguma discricionariedade na avaliação que se faz dos seus ativos.

### 2.2.1.2 Reino Unido

Como referido *supra*, a análise, para estes efeitos, útil, do regime de capital no Reino Unido, deve cingir-se àquele que é aplicável às *private companies*, pois as *public companies* são abrangidas pelo regime da Diretiva do Capital, que, por esta altura, já conhecemos.

Assim, o regime de capital aplicável às *private companies* é o estabelecido no *Companies Act 2006*, que foi introduzido em substituição do *Companies Act 1985*, e trouxe uma certa desregulação no tocante às normas aplicáveis às *private companies* em matéria de capital<sup>159</sup>. No que às distribuições de bens diz respeito, e à semelhança do RMBCA nos E.U.A., também o *Companies Act 2006* postula uma noção abrangente, que inclui a recompra de ações e as distribuições de dividendos. Segundo este diploma, as distribuições de dividendos apenas podem ser feitas a partir de lucros disponíveis para o efeito<sup>160</sup>, esclarecendo-se que os lucros distribuíveis são os lucros acumulados, subtraídos pelas perdas acumuladas<sup>161</sup>.

---

<sup>157</sup> ENGERT, Andreas (2006), Op. Cit., p. 25.

<sup>158</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), Op. Cit., p. 112.

<sup>159</sup> PAYNE, Jennifer (2008), Op. Cit., p. 21.

<sup>160</sup> *Companies Act 2006*, Parte 23, Capítulo 1, 830 (1), *A company may only make a distribution out of profits available for the purpose.*

<sup>161</sup> PAYNE, Jennifer (2008), Op. Cit., p. 21.

### 2.3.2 Teste de Solvabilidade

Voltando à questão essencial que nos ocupa neste ponto, e que passa pela sugestão de uma solução alternativa em matéria de distribuição de bens aos acionistas, em relação àquela que se encontra atualmente consagrada na Diretiva do Capital, estamos em crer que essa solução poderia passar pela opção por um teste de solvabilidade, em lugar de um teste de balanço.

Todavia, antes de desenvolvermos o conteúdo desta medida importa compreender, antes de mais, o que se deve entender por solvabilidade. Pode dizer-se que uma sociedade é solvente quando consegue prever com adequado grau de certeza a sua capacidade para, ao longo do tempo, gerar riqueza em quantidade suficiente para fazer face a todas as suas obrigações e eventuais perdas que possam vir a ocorrer no futuro<sup>162</sup>.

Ora, olhando a esta noção, entendemos que não restarão grandes dúvidas que aos credores sociais importará, acima de tudo, perceber se a sociedade, no final de um exercício, se encontra solvente, e com perspectivas de geração de riqueza em níveis tais, que permitirão à mesma cumprir com as suas obrigações sociais.

Como já aflorámos *supra*, o teste de balanço, por não consistir em mais do que um critério demasiado rígido, desprovido de capacidade para olhar o futuro financeiro da sociedade e a capacidade real daquela para fazer face aos seus compromissos, dificilmente representará para os credores sociais uma prova da solvabilidade da sociedade devedora, e da capacidade desta para continuar a gerar riqueza. Não se quer com isto dizer que o mesmo se revista de absoluta inutilidade; quer apenas afirmar-se que podem haver critérios mais eficazes para aferir da viabilidade de ocorrência de uma distribuição de bens aos acionistas, sem condicionar estes últimos em demasia, conferindo maior segurança aos credores, demonstrando que a sociedade se encontra solvente e capaz de distribuir dividendos entre os seus acionistas, porque continuará a gerar fluxos de caixa em quantidade suficiente ao cumprimento das suas obrigações.

---

<sup>162</sup> RICKFORD, Jonathan (2006), Op. Cit., p. 163.

### 2.3.2.1 Caracterização

Entre a literatura, a proposta por um teste de solvabilidade na Europa<sup>163</sup>, ainda que em moldes algo distintos, resulta sobretudo dos trabalhos publicados por Jonathan Rickford e por Wolfgang Schön, sem ignorar também a proposta que resulta do Relatório Winter<sup>164</sup>.

Começando pelo último, e considerando que o regime atualmente em vigor por via da Diretiva do Capital não protege de forma eficaz os credores, foi proposto pelo *High Level Group of Company Law Experts* que, alternativamente, se consagrasse um teste de solvabilidade, baseado pelo menos em dois testes que deveriam realizar-se antes de se proceder a uma distribuição de dividendos: um teste de balanço e um teste de liquidez, fazendo-se menção de que os mesmos necessitariam ser posteriormente desenvolvidos, pelo que não foi descrita a forma como esses operariam na prática. Outra característica importante deste modelo alternativo consiste na obrigatoriedade de os administradores emitirem uma declaração de solvabilidade, através da qual confirmassem a validade da distribuição, de acordo com o teste de solvabilidade realizado. Os administradores seriam responsáveis pela correção dessa declaração, da sua veracidade, no que aos níveis de solvabilidade da sociedade respeitasse, sugerindo-se, sem grandes desenvolvimentos, que os Estado-Membros adotassem medidas sancionatórias para aqueles administradores responsáveis pela inexatidão, do ponto de vista da real situação financeira da sociedade, de determinada declaração de solvabilidade<sup>165</sup>.

Jonathan Rickford, por seu turno, defende a introdução de um teste de solvabilidade, assente essencialmente na declaração de solvabilidade que teria de ser emitida pelo órgão de administração da sociedade para viabilizar a distribuição. Por considerar que os credores valorizam sobretudo a liquidez a curto prazo e as perspetivas positivas da sociedade no longo prazo, Rickford desenvolve o *seu* teste de solvabilidade assente, como se disse, numa declaração de solvabilidade, subscrita pelos administradores da sociedade, garantindo que a) tendo em conta a informação e os

---

<sup>163</sup> Entenda-se, uma Europa limitada aos ordenamentos jurídicos abrangidos pela Diretiva do Capital.

<sup>164</sup> Relatório do High Level Group of Company Law Experts, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, coordenado por Jaap Winter.

<sup>165</sup> High Level Group of Company Law Experts (2002) Op. Cit., p. 16.

meios que estes têm à sua disposição, a sociedade será capaz de cumprir com as suas obrigações, no ano imediatamente a seguir à distribuição em causa; e que b) olhando às perspetivas futuras da atividade da sociedade, e a manter-se o normal decurso da mesma, é expetável que a sociedade continue a cumprir com as suas obrigações, numa perspetiva de médio/longo prazo<sup>166</sup>.

O grande incentivo, a grande *nuance* que conferiria eficácia prática a esta proposta, está nas consequências propostas por Rickford para os administradores que, de forma negligente ou culposa, assinassem uma declaração de solvabilidade não correspondente com a real situação financeira da sociedade, após o que vissem a mesma incapaz de cumprir com as suas obrigações sociais. Nestes casos, propõe Rickford que os administradores sejam civil e criminalmente responsabilizados pelos tribunais, resultando daqui a verdadeira natureza *ex post* desta solução<sup>167</sup>.

Por fim, cabe expor a proposta avançada por Wolfgang Schön, que defende a consagração conjunta de um teste de solvabilidade e de um teste de balanço. Reconhecendo os méritos da proposta de Rickford, mas evidenciando algumas reservas quanto à possibilidade de o teste de solvabilidade, por si só, assegurar aos credores a capacidade de a sociedade, no longo prazo, cumprir com as suas obrigações<sup>168</sup>, acredita Schön que a solução ideal passa por combinar o teste de solvabilidade - enquanto solução mais apta a aferir do nível de liquidez que a sociedade poderá dispor no curto prazo, pois são de facto os administradores que se encontram em melhor e mais informada posição para proceder a tal aferição - com o teste de balanço, mais seguro do ponto de vista do passivo de longo prazo, em que se torna indispensável olhar aos números e decidir estritamente com base nos mesmos, consoante a sociedade tenha, ou não, e olhando às diferentes maturidades das suas dívidas, ativos em valor suficiente para cobrir o seu passivo<sup>169</sup>.

---

<sup>166</sup> RICKFORD, Jonathan (2006), Op. Cit., pp.175-176; RICKFORD Jonathan (2004), Op. Cit., pp.979-980.

<sup>167</sup> RICKFORD, Jonathan (2006), Op. Cit., pp.176-177; RICKFORD Jonathan (2004), Op. Cit., pp.980-981.

<sup>168</sup> SCHÖN, Wolfgang (2006), *Balance Sheet Tests or Solvency Tests – or both?*, European Organization Law Review, 7(1), pp. 187 e ss.

<sup>169</sup> *Idem, Ibidem.*

Schön desenvolve este entendimento porque, diz o autor, o teste de solvabilidade permite aos administradores uma discricionariedade tal que deixa os mesmos em posição de emitir uma declaração de solvabilidade garantindo a capacidade da sociedade para cumprir com as suas dívidas de longo prazo, não porque a mesma nesse momento já disponha de ativos em valor suficiente para cobrir essas dívidas, mas com base, sim, em ativos e lucros futuros que a sociedade irá gerar, no âmbito do normal decurso da sua atividade<sup>170</sup>. Assim, entende o autor que a abordagem mais prudente passa por assegurar, na medida do possível e do razoável, naturalmente, o cumprimento das dívidas de longo prazo da sociedade, com base em ativos que já existam à altura em que a decisão sobre uma distribuição de bens aos acionistas deva ser tomada, e não baseá-la simplesmente em projeções que, devido à sua longevidade, comportam um risco muito maior do que o associado a uma projeção que se faz para um horizonte de 1-2 anos<sup>171</sup>.

Compreendendo e sendo inevitavelmente sensíveis aos argumentos apresentados por Schön, aproximamos, no entanto, a nossa posição de Rickford. Se será porventura verdade que é mais seguro, para efeitos de assegurar o cumprimento das dívidas que apresentam maturidades ainda distantes no tempo, olhar aos ativos de que se dispõe, e que se sabe que se irá dispor no futuro, em vez de fazer uma projeção sobretudo de cariz económico e que se pode facilmente revelar pouco assertiva, porque baseada apenas em perspectivas algo voláteis acerca do futuro da atividade da sociedade, é nosso entender que o incentivo que representam as eventuais sanções de carácter civil e criminal para os administradores que atuem de forma culposa ou negligente, é tão grande que, no mínimo, fará com que aqueles vinculem a sua decisão sobre uma distribuição de bens, não simplesmente em projeções acerca da evolução da atividade da sociedade no futuro, mas em dados mais concretos, com o próprio balanço societário à cabeça, que não podemos acreditar que fosse ignorado por um administrador que atuasse de forma diligente e responsável. Além do mais, perante uma eventual situação de incumprimento que chegue a um tribunal, e em que este identifique um balanço societário que se mostrava demasiado desequilibrado à data em que se decidiu por uma distribuição de bens aos acionistas, os administradores que viabilizaram essa distribuição saberão *a priori* que aquele documento incontornavelmente espelha a sua

---

<sup>170</sup> *Idem*, pp. 188-189.

<sup>171</sup> *Idem, Ibidem*.

culpa, porquanto aqueles que não revelem uma tendência tão natural para atuar de forma diligente e responsável terão aqui, onde reside a grande mais-valia desta solução, um forte incentivo para o fazer.

Por a possibilidade de ocorrência de uma distribuição de dividendos não estar exclusivamente dependente do evidenciado, segundo a lei, por um documento de prestação de contas em particular, pertencendo a responsabilidade de decidir se a sociedade está ou não está em condições de proceder a uma distribuição àqueles que se encontram em melhor posição para o fazer – os administradores – e acreditando que os credores ficarão a saber que a informação resultante daquela declaração de solvabilidade não será sempre (momento em que entram em cena os tribunais), mas tenderá a ser, na maior parte das vezes – porque o incentivo é grande e é real – verdadeira e diligentemente tratada, entendemos que o teste de solvabilidade, nos moldes propostos por Rickford, se apresenta como a medida mais eficaz em matéria de distribuição de bens e que, conjuntamente, maior proteção confere aos credores e menos condiciona os acionistas.

## V. Conclusão

Tendo-se aprofundado um pouco do que representa o capital social, do regime cuja aplicação decorre para os Estados-Membros da União Europeia da Diretiva do Capital; tendo-se feito também a análise crítica do mesmo; e tendo-se, por fim, desenvolvido diferentes formas alternativas de torná-lo mais eficaz do ponto de vista da proteção conferida aos credores sociais, tornando-o ao mesmo tempo menos condicionador da ação dos acionistas, chegamos à conclusão, suportada por soluções alternativas concretas, de que existem motivos suficientes para uma reforma daquele regime.

Começando pela abolição do capital social mínimo obrigatório, irrelevante para a proteção dos credores, passando por medidas não tão determinantes em termos estruturais mas que se tornariam bastante úteis na prática, tais como o levantamento da proibição das entradas em indústria, e concluindo pela reforma do regime aplicável às distribuições de bens aos acionistas, insuficiente relativamente à proteção que confere aos credores, e demasiado limitativo do ponto de vista dos acionistas, entendemos que existem motivos bastante fortes para considerar seriamente uma reforma geral do regime do capital na União Europeia.

Estamos cientes que este processo de reforma, nos moldes avançados, envolverá uma certa desregulação do regime do capital, assim como estamos cientes dos perigos que usualmente acarreta um processo de desregulação demasiado entusiasmado, excessivo e pouco cuidado, perigos esses que ficaram bem demonstrados em diversos episódios ocorridos na última década e que culminaram com a (ainda) não ultrapassada crise financeira que despontou no final do ano de 2007.

Contudo, não nos parece que esse seja um problema relativo ao caso aqui em apreço, até pelo que se pode retirar da experiência de outros países. A eventual flexibilização e liberalização do regime relativamente ao capital social mínimo e à realização das entradas, não consistiria em mais do que há muitos anos já se vem fazendo noutros países, e também ao nível da União Europeia quanto a tipos societários não abrangidos pela Diretiva do Capital, países esses que, para além de se revelarem espaços jurídicos mais atrativos ao estabelecimento de sociedades comerciais, não têm

experienciado mais problemas em termos de proteção dos credores sociais, do que aqueles que também se podem eventualmente verificar na União Europeia.

O mesmo se pode dizer acerca de uma reforma das normas que regulam as distribuições de bens aos acionistas: a consagração de um teste de solvabilidade permitiria uma proteção mais eficaz dos credores em relação a comportamentos oportunistas dos acionistas, ao mesmo tempo que poderia tornar os mercados europeus mais dinâmicos e atrativos aos olhos dos investidores, que potencialmente se sentiriam atraídos pela possibilidade de investir em sociedades em que libertação do dividendo não estaria tão fortemente condicionada.

Em suma, e porque, como se ficou a perceber, a *ratio* da figura do capital social nos leva para a ideia de proteção creditória, acreditamos fortemente nos méritos de um regime sobretudo virado para um controlo *ex post* do comportamento acionista e do órgão de administração da sociedade, face aos credores sociais, ao invés do controlo *ex ante* que se estabelece, nos termos *supra* analisados, na Diretiva do Capital.

## Bibliografia

### a. Doutrina

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), *Curso de Direito Comercial - Vol. II – Das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 4.<sup>a</sup> ed.

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2011), *Subcapitalização de Sociedade e Desconsideração da Personalidade Jurídica*, in *Capital Social Livre e Ações Sem Valor Nominal*, Paulo de Tarso Domingues e Maria Miguel Carvalho (coord.), Coimbra, Almedina.

ALMEIDA, Antonio Pereira (2011), *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, 7.<sup>a</sup> ed., Coimbra, Coimbra Editora.

ARAÚJO, José (2008), *Demonstração dos fluxos de caixa*, in *Revista TOC*, Lisboa.

ARMOUR, John (2006), *Legal Capital: An Outdated Concept?*, in *European Business Organization Law Review*, disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=910826](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=910826).

BOOTH, Richard A. (2005), *Capital Requirements in United States Corporation Law*. U of Maryland Legal Studies Research Paper No. 2005-64, disponível em <http://ssrn.com/abstract=864685>.

BRATTON, William W. (2006), *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, Georgetown Law and Economics Research Paper No. 902910, disponível em <http://ssrn.com/abstract=902910>.

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS, Alan J. (2012), *Fundamentals of Corporate Finance*, New York: The McGraw-Hill/Irwin series, 7<sup>th</sup> ed.

CORDEIRO, António Menezes (2005), *A perda de metade do capital e a reforma de 2005: um repto ao legislador*, in *R.O.A.*, ano 65, I.

CORDEIRO, António Menezes, *Direito das Sociedades* (2011), Vol. I – *Parte Geral*, Coimbra, Almedina, 3.<sup>a</sup> ed.

- CORDEIRO, Pedro (2005), *A Desconsideração da Personalidade Jurídica das Sociedades Comerciais*, Lisboa, Universidade Lusíada Editora, 2.<sup>a</sup> ed.
- CORREIA, A. Ferrer (1968), *Lições de Direito Comercial – Vol. II, Sociedades Comerciais, Doutrina Geral*, Universidade de Coimbra.
- CORREIA, Luís Brito (1989), *Direito Comercial – Vol. II*, Lisboa, AAFDL.
- CORREIA, Miguel J.A. Pupo (2011), *Direito Comercial*, Lisboa, EDIFORUM, 12<sup>a</sup> ed.
- CRUZ, José Braga da (2012), *EU Capital Maintenance Rules and Creditor Protection: where do we stand now?*, in *Cadernos de Valores Mobiliários*, nº43.
- Cunha, Paulo Olavo (2003), *A redução do capital das Sociedades Anónimas*, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Inocêncio Galvão Telles, IV Volume – Novos Estudos de Direitos Privado*, Coimbra, Almedina.
- CUNHA, Paulo Olavo (2012), *Direito das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 5.<sup>a</sup> ed.
- DAEHNERT, Alexander (2009), *The minimum capital requirement - an anachronism under conservation: Part I*, in *Company Lawyer*, 30 (1).
- DOMINGUES, Paulo de Tarso (2004), *Do capital social – Noção, Princípios e Funções*, Coimbra, Coimbra Editora.
- DOMINGUES, Paulo de Tarso (2009), *Variações sobre o capital social*, Coimbra, Almedina.
- DOMINGUES, Paulo de Tarso (2013), *Nótula relativa à revogação/substituição da 2<sup>a</sup> Diretivas sobre sociedades (a chamada “Diretiva do Capital”)*, in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Ano 5, Vol. 9.
- ENGERT, Andreas, *Life Without Legal Capital: Lessons from American Law* (2006), University of Mannheim, disponível em <http://ssrn.com/abstract=882842>.

ENRIQUES, Luca / MARTIN, Gelter (2006), *Regulatory competition in European company law and creditor protection*, in *European Business Organization Law Review*, vol 7.

FERRAN, Eilís (2006), *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, 3 *European Company and Financial Law Review*, vol. 3.

KUHNER, Christoph (2006), *The Future of Creditor Protection Through Capital Maintenance Rules*, University of Cologne, in *European Company Law: LEGAL CAPITAL IN EUROPE, ECFR SPECIAL vol.1*, Marcus Lutter, ed., 2006.

MACEY, Jonathan R. / ENRIQUES, Luca (2001), *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, Faculty Scholarship Series. Paper 1413, disponível em [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/1413](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1413).

MACHADO, Francisco Soares de (2010), *Effective Creditor Protection in Private Companies: Mandatory Minimum Capital Rules or Ex Post Mechanisms?*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano 2, nº 3-4, Coimbra, Almedina.

MERKT, Hanno (2006), *Creditor protection through mandatory disclosure*, *European Business Organization Law Review*, 7(1).

MÜLBERT, Peter O. / BIRKE, Max (2002), *Legal capital - is there a case against the European legal capital rules?*, in *European Business Organization Law Review*, 3(4).

MÜLBERT, Peter O. (2006), *A synthetic view of different concepts of creditor protection – or: A high-level framework for corporate creditor protection*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=883625>.

PAYNE, Jennifer (2008), *Legal Capital in the UK Following the Companies Act 2006*, in J Armour & J Payne (eds), *Rationality in Company Law: Essays in Honour of D D Prentice* (Hart Publishing).

PETERSON, Craig A./ HAWKER Norman W., *Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions*, disponível em <http://uakron.edu/dotAsset/726766.pdf>.

PINTO, Alexandre Mota (2006), *O Artigo 35º do Código das Sociedades Comerciais na Versão mais recente*, Temas Societários, Coimbra, Almedina.

PINTO, Alexandre Mota (2007), *Capital social e tutela dos credores para acabar de vez com o capital social mínimo nas sociedades por quotas*, in Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais - Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier, Vol. I, Coimbra, Coimbra Editora.

PINTO, Alexandre Mota (2007), *The Europeanization of Legal Capital: Searching for new ways of protecting creditors in limited liability companies*, Tese de Doutoramento, Florença.

RIBEIRO, Maria de Fátima (2012), *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, Tese de Doutoramento, Coimbra, Almedina.

RICKFORD, Jonathan (2004), *Reforming Capital*, Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance, disponível em [http://www.biicl.org/capital\\_maintenance/](http://www.biicl.org/capital_maintenance/).

RICKFORD, Jonathan (2006), *Legal Approaches to restricting distributions to shareholders: balance sheet tests and solvency tests*, in European Business Organization Law Review, 7(1).

SANTELLA, Paolo (2008), *Capital maintenance in the EU: is the Second Company Law Directive really that restrictive?*, in European Business Organization Law Review, 9 (3).

SCHMIDT, Klaus M. (2008), *The Economics of Covenants as a Means of Efficient Creditor Protection*, in The Law and Economics of Creditor Protection, H. Eidenmüller and W. Schön (eds.).

SCHÖN, Wolfgang (2006), *Balance Sheet Tests or Solvency Tests – or both?*, European Organization Law Review, 7(1).

SCHÖN, Wolfgang (2004), *The Future of Legal Capital*, European Business Organization Law Review, 5(3).

SERENS, M. Nogueira (1997), *Notas sobre a Sociedade Anónima*, Coimbra, Coimbra Editora.

SILVA, Eduardo Sá e MARTINS, CARLOS (2012), *Demonstração de Fluxos de Caixa*, in *OTOC – Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas*.

VENTURA, Raúl (1980), *Adaptação do Direito Português à Segunda Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades*, Separata do Boletim do Ministério da Justiça n.º 3, Lisboa.

WAGNER, Gerhard (2006), *Distributions to shareholders and fraudulent transfer law*, in *European Business Organization Law Review*, 7(1).

#### **b. Outros**

Comunicação da Comissão Europeia, *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*, disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/feasibility/market-position\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/market-position_en.pdf).

High Level Group of Company Law Experts (2002), *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels.

KPMG (2008), *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, 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).



