



UNIVERSIDADE  
CATÓLICA | FACULDADE  
PORTUGUESA | DE DIREITO

AS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL COMO UMA  
RESPOSTA AOS PROBLEMAS DE FINANCIAMENTO  
DAS SOCIEDADES ANÓNIMAS

**Nuno Gonçalo Reis Cardoso**

**PORTO**

**2011**



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA  
(CENTRO REGIONAL DO PORTO – PÓLO DA FOZ)  
FACULDADE DE DIREITO

As Acções Sem Valor Nominal Como Uma Resposta Aos  
Problemas De Financiamento Das Sociedades Anónimas

**Dissertação de mestrado realizada  
por Nuno Gonçalo Reis Cardoso  
sob orientação da Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria  
de Fátima Ribeiro**

**PORTO  
2011**

## ÍNDICE

<b>ÍNDICE</b> .....	<b>4</b>
<b>SIGLAS E ABREVIATURAS</b> .....	<b>6</b>
<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>7</b>
<b>PARTE I – OS PROBLEMAS DE FINANCIAMENTO DAS SOCIEDADES..</b>	<b>10</b>
<b>1 O CAPITAL SOCIAL E A SUA FUNÇÃO</b> .....	<b>10</b>
1.1 A SUBCAPITALIZAÇÃO DAS SOCIEDADES E AS FORMAS DE SUPERACÃO DO PROBLEMA .....	11
1.2 O CAPITAL SOCIAL NO ORDENAMENTO JURÍDICO NORTE- AMERICANO .....	13
1.3 O CAPITAL SOCIAL NO ORDENAMENTO JURÍDICO EUROPEU E A SUA EVOLUÇÃO .....	15
<b>2. A SOLUÇÃO DO DECRETO-LEI 64/2009</b> .....	<b>18</b>
2.1 A APLICAÇÃO DO DECRETO-LEI 64/2009 ÀS SOCIEDADES NÃO ADMITIDAS Á NEGOCIAÇÃO.....	18
2.2 A APLICAÇÃO DO DECRETO-LEI ÀS SOCIEDADES COM ACÇÕES COTADAS.....	20
2.3 AVALIAÇÃO DO DECRETO-LEI 64/2009.....	22
<b>PARTE II - AS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL COMO FORMA DE SOLUCIONAR OS PROBLEMAS DE FINANCIAMENTO DAS SOCIEDADES</b> .....	<b>23</b>
<b>1. A CONSAGRAÇÃO DAS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL NO DIREITO COMUNITÁRIO</b> .....	<b>23</b>
<b>2. AS MODALIDADES DE ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL</b> .....	<b>24</b>
<b>3. AS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL EM ALGUNS PAÍSES EUROPEUS</b> .....	<b>25</b>
3.1 BÉLGICA .....	25
3.2 ALEMANHA.....	27
3.3 ITÁLIA .....	29
3.4 FRANÇA .....	29

<b>4. AS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL NO ORDENAMENTO JURÍDICO NORTE-AMERICANO .....</b>	<b>30</b>
<b>5. AS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL EM PORTUGAL.....</b>	<b>32</b>
5.1 A CONSAGRAÇÃO DO REGIME DAS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS .....	34
5.2 AS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL E A EXACTA FORMAÇÃO DO CAPITAL SOCIAL .....	36
<b>6. AS DESVANTAGENS DA APLICAÇÃO DO REGIME DAS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL .....</b>	<b>38</b>
<b>7. AS DIFERENÇAS ENTRE O REGIME DAS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL EUROPEU E NORTE-AMERICANO .....</b>	<b>39</b>
<b>8. CONCLUSÃO.....</b>	<b>41</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>43</b>

## SIGLAS E ABREVIATURAS

Ac.	- Acórdão
Art.	- Artigo
Arts	- artigos
CJ	- Colectânea de Jurisprudência
CE	- Conselho Europeu
cit	- citada
CSC	- Código das Sociedades Comerciais
cfr.	- conforme
CMVM	- Comissão de Mercados e Valores Mobiliários
Decreto-Lei 64/2009	- Decreto-Lei 64/2009 de 20 de Março
Decreto-Lei 49/2010	- Decreto-Lei 49/2010 de 19 de Maio
DSR	- Direito das Sociedades em Revista
GmbH	- Gesellschaft mit beschränkter Haftung
MBCA	- Model Business Corporation Act
n.º	- número
Pág.	- página
RDS	- Revista de Direito das Sociedades
RLJ	- Revista de Legislação e Jurisprudência
sociedades	- sociedades comerciais
STJ	- Supremo Tribunal de Justiça
TJCE	- Tribunal de Justiça da Comunidade Europeia
tb	- também
vol.	- volume

## INTRODUÇÃO

As acções sem valor nominal são um instrumento jurídico inovador entre nós, mas que já vem sendo utilizado em vários países europeus e nos Estados Unidos há muito tempo<sup>1</sup>.

Em Portugal, a introdução das acções sem valor nominal foi uma resposta encontrada pelo legislador para fazer face à crise que abalou a economia mundial no ano de 2007 e que ainda hoje se faz sentir. Com a crise económica, as sociedades viram a cotação das suas acções diminuir de uma forma drástica, tendo, em muitos casos, essa cotação descido abaixo do seu valor nominal<sup>2</sup>. Esta dura realidade constituiu um entrave ao financiamento das sociedades que pretendem realizá-lo com o recurso à emissão de novas acções<sup>3</sup>. É que, por imposição do art. 298º n.º1 do CSC na emissão de novas acções, o valor destas nunca pode ser abaixo do par, ou seja, abaixo do valor nominal, pelo que, deste modo, muitas sociedades não podiam recorrer a este meio de financiamento. No caso das sociedades com acções cotadas em bolsa, pelos mesmos motivos, o recurso ao financiamento bolsista<sup>4</sup> também deixava ser possível.

Para responder às necessidades de financiamento das sociedades comerciais, dada a falta de liquidez e a dificuldade de aceder a financiamento, o legislador teve de inovar, começando por publicar o Decreto-Lei 64/2009.

O Decreto-Lei 64/2009, que analisaremos mais adiante, previa a possibilidade de as sociedades – não todas, mas unicamente as sociedades anónimas - utilizarem

---

<sup>1</sup> - As acções sem valor nominal estão em vigor em vários países do mundo, nomeadamente, na Austrália, Nova Zelândia, Japão, África do Sul, entre outros países, porém, esta dissertação vai apenas ocupar-se com os países europeus e os Estados Unidos.

<sup>2</sup> - “em Janeiro de 2009, 37% das empresas com acções admitidas à negociação em mercados organizados do *Euronext lisbon* encontravam-se a negociar abaixo do respectivo valor nominal”, Paulo Câmara, in “*O Decreto-Lei n.º64/2009: diminuição extraordinária do valor nominal das acções*”, RDS, Vol I (2009), cit., pág. 327

<sup>3</sup> - Para procederem ao aumento do seu capital, as sociedades comerciais dispõem de dois mecanismos previstos no CSC. Esses mecanismos são o aumento do capital social por incorporação de reservas, previsto no artº 91º do CSC e o aumento através de novas entradas efectuadas pelos sócios. No caso das entradas efectuadas pelos sócios, tanto que podem ser efectuadas em dinheiro ou em espécie, artº 89º do CSC.

<sup>4</sup> - “O valor nominal das acções apresenta graves inconveniente nesta matéria, em especial no que respeita ao financiamento das sociedades cotadas em Bolsa. Com efeito, o regime de par-value – acompanhado da proibição da emissão de acções abaixo do par – levanta sérios obstáculos ou impossibilita até a obtenção de financiamento no mercado bolsista, quando o valor da cotação das acções esteja muito próximo ou inferior ao respectivo valor nominal. Ninguém estará, de facto, interessado em concorrer à subscrição de acções ao par, quando as pode adquirir por um valor inferior em Bolsa.”, Paulo Tarso Domingues, in “*As Acções sem valor nominal*” in DSR, 2010, ano 2, Vol. 4, pág. 181-213, cit. pag Pág. 194.

um mecanismo extraordinário para diminuição do valor nominal das suas acções. Este dispositivo legal tanto era válido para as sociedades anónimas cotadas em bolsa como para as sociedades anónimas não cotadas. Desta forma, através da diminuição do valor das suas acções, as sociedades podiam recorrer ao financiamento através da emissão de novas acções. Este regime era transitório, uma vez que a sua aplicação apenas estava prevista para operações realizadas até 31 de Dezembro de 2009. Contudo, tal solução nunca chegou a ser posta em prática por nenhuma sociedade<sup>5</sup>, uma vez que a forma de proceder à diminuição do valor nominal das acções, sem diminuição do capital social nas sociedades abertas à negociação e há diminuição do capital social no caso das sociedades não cotadas, era demasiado complexa, o que constituiu, desde logo, um obstáculo às sociedades que pretendessem fazer uso deste novo preceito legal.

Face ao insucesso desta solução, o legislador português acabou por optar pela introdução, no nosso ordenamento jurídico, das acções sem valor nominal, como resposta à necessidade premente de criar condições ao financiamento no mercado de capitais das sociedades cotadas.

A introdução das acções sem valor nominal ocorreu aquando da publicação do Decreto-Lei 49/2010.

A necessidade de criar condições para o financiamento das sociedades em crise está patente, desde logo, no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010, no qual, expressamente, o legislador estabeleceu que o objectivo da introdução das acções sem valor nominal é o de permitir às sociedades recorrerem aos mercados financeiros para se financiarem<sup>6</sup> através da emissão de novas acções, dada a proibição da emissão de acções abaixo do valor nominal. Para além deste objectivo, refere-se no

---

<sup>5</sup> - “Quanto sabemos, ele nunca foi aplicado: as condições do mercado de capitais eram pouco animadoras, enquanto o procedimento do artigo 3.º - portanto: diminuição do valor nominal das acções sem redução do capital social – que mais poderia interessar às empresas, foi considerado pelas potenciais interessadas, menos apelativo.” in Prof. Doutor António Menezes Cordeiro, RDS; e “Este diploma de emergência que autorizava a sociedade anónima a deliberar a redução do capital por diminuição do valor nominal das suas participações, viabilizando aumentos de capital quando o valor da cotação se encontrava abaixo do valor nominal em caso em que a sociedade não registava perdas contabilísticas reais – nunca chegaria a ser aplicado.” in Paulo Olavo e Cunha, *“Aspectos críticos da aplicação prática do regime das acções sem valor nominal”*, Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal, Almedina, 2011 pág.141, cit. pág. 131-152.

<sup>6</sup> - “As acções sem valor nominal alargam as hipóteses de financiamento das empresas, na medida em que facilitam a realização de aumentos de capital em situações que, de outro modo, estariam vedadas ou obrigariam a prévia redução do capital social” in Decreto-Lei 49/2010 de 19 de Maio.

preâmbulo, que o mesmo Decreto- Lei visa também criar condições de igualdade face aos ordenamentos jurídicos estrangeiros nos quais é admitida tal possibilidade.<sup>7</sup>

É certo, que toda esta temática está relacionada com a questão das funções do capital social das sociedades.

Nos dias de hoje, a discussão em torno do capital social tem sido muito abordada e alvo de aprofundada discussão pela doutrina. A contenda em torno do capital social, vai desde a utilidade da existência de um capital mínimo para a constituição de uma sociedade até à possível extinção do próprio conceito de capital social. Porém, o capital social está enraizado no direito societário europeu, constituindo uma pedra basilar de toda a construção societária<sup>8</sup>.

Como não poderia deixar de ser, esta dissertação, antes de tratar do tema das acções sem valor nominal, terá de abordar, de uma forma sintética, a problemática do capital social, uma vez que são dois instrumentos jurídicos que se encontram directamente relacionados, explanando-se, de seguida, a forma como o legislador português tentou responder à crise económica mundial e aos constrangimentos que as sociedades sentiram e ainda sentem para se financiarem.

Após esta introdução, será analisado o tema das acções sem valor nominal, e a consagração destas acções nos outros ordenamentos jurídicos, nomeadamente no espaço europeu e norte-americano e o que resultou dessa experiência.

Posteriormente, passar-se-á ao estudo do regime das acções sem valor nominal vigente em Portugal e as consequências que a sua introdução teve na vida das sociedades comerciais, tentando aferir das vantagens e das desvantagens da sua utilização.

---

<sup>7</sup> - “No contexto actual reveste particular importância eliminar as desvantagens competitivas que as empresas nacionais possam enfrentar em relação a sociedades sediadas noutros países, Por isso, a presente solução vem eliminar as assimetrias legislativas aplicáveis ao tecido empresarial nacional, atendendo, sobretudo, ao facto de as acções sem valor nominal serem já reconhecidas, nomeadamente na Alemanha, na Bélgica, em Itália e nos Estados Unidos da América”, in Decreto-Lei 49/2010 de 19 de Maio.

<sup>8</sup> - As questões relacionados com o capital social e todos os aspectos com ele relacionados que hoje em dia se debatem irão ser abordadas num capítulo próprio.

## PARTE I – OS PROBLEMAS DE FINANCIAMENTO DAS SOCIEDADES

### 1. O CAPITAL SOCIAL E A SUA FUNÇÃO

O capital social de uma sociedade corresponde à soma de todas as entradas dos sócios, seja no momento da sua constituição seja em qualquer outro momento<sup>9</sup>. Na legislação portuguesa, o Código das Sociedades Comerciais obriga todas sociedades a terem um capital social mínimo no momento da sua constituição, tendo essa cifra de estar inscrita no contrato de sociedade<sup>10</sup>.

A função do capital social é uma função alargada que se reveste da maior importância no direito societário europeu. Aliás, podemos mesmo afirmar que na Europa o capital social é uma peça essencial no direito societário<sup>11</sup>.

Podemos identificar três funções do capital social:

- **Função de produção** - a sua formação tem como objectivo dotar a sociedades dos meios necessários à persecução da sua actividade comercial;
- **Função de organização** - as relações entre os sócios e as suas obrigações para com a sociedade são determinados pelas respectivas participações no capital social;
- **Função de garantia** – dos credores, uma vez que apenas poderão ser distribuídos lucros ou dividendos aos sócios se o património líquido da sociedade for igual ou superior ao seu capital social e desde que a reserva legal esteja devidamente constituída<sup>12</sup>.

---

<sup>9</sup> - “Segundo uma perspectiva, que se pode considerar clássica ou tradicional, e que é a doutrina largamente maioritária na literatura jurídica – portuguesa e estrangeira – o capital social define-se como a “a cifra representativa da soma das entradas dos sócios”, Paulo Tarso Domingues, in “*Variações sobre o capital social*”, Almedina, Coimbra 2009, Pág. 40. No entanto, de acordo com o autor esta é uma perspectiva clássica do conceito de capital social, que o autor critica, uma vez que refere que a relação entre as entradas e o capital social apenas é coincidente em certas ocasiões. Se for houver prémio de emissão das acções, as entradas realizadas pelos sócios não vão coincidir com o capital social da sociedade, cfr. *Idem*. pág. 41

<sup>10</sup> - Cfr. art.º9º n.º1, f). do CSC

<sup>11</sup> - Cfr. Paulo Tarso Domingues, in “*Variações sobre o capital social*”, Almedina, Coimbra 2009, cit. pág. 61.

<sup>12</sup> - A função de garantia dos credores sociais está directamente ligada ao principio da intangibilidade do capital social. Porém esse é um tema que iremos abordar num outro capítulo mais à frente.

Em Portugal, o montante mínimo para a constituição de uma sociedade por quotas era de 5.000€ (cinco mil euros), tendo este valor mínimo sido abolido com a entrada em vigor do Decreto-lei 33/2011 de 7 de Março, que alterou o art.º 201º do C.S.C, passando o capital social a ser livremente definido pelos sócios, nunca podendo, no entanto, ser inferior a 1€ (1 euro) nas sociedades unipessoais. No caso das sociedades anónimas, o valor mínimo para a sua constituição era e é, de 50.000€ (cinquenta mil euros)<sup>13</sup>.

Como facilmente se pode constatar, os objectivos do capital social, nomeadamente os de dotar as sociedades com os meios de produção adequados para o desenvolvimento da sua actividade comercial e o de funcionar como uma garantia para os credores, dificilmente são alcançados com os valores legalmente impostos.

## **1.1 A SUBCAPITALIZAÇÃO DAS SOCIEDADES E AS FORMAS DE SUPERAÇÃO DO PROBLEMA**

O tema desta dissertação aborda essencialmente o financiamento das sociedades através do recurso a terceiros – heterofinanciamento. Contudo, o CSC prevê mecanismos próprios para as sociedades se financiarem através do autofinanciamento<sup>14</sup>.

Em certas alturas da vida de uma sociedade, o capital social pode ser insuficiente para o desenvolvimento da sua actividade<sup>15</sup>. Nesta situação, podemos afirmar que as sociedades se encontram subcapitalizadas. Dentro da subcapitalização é importante distinguir a material, que pode ser originária ou superveniente, da formal ou nominal.

A subcapitalização material acontece quando se verifica que os meios de que a sociedade dispõe para prosseguir a sua actividade deixam de ser suficientes. Quando esta situação se verifica no momento da constituição da sociedade, falamos

---

<sup>13</sup> - A necessidade de um capital social mínimo para as sociedades anónimas, para além de constar do CSC faz parte da Directiva 77/91/CEE, publicada no Jornal da O de 30/01/77 e transposta para a legislação portuguesa pelo Decreto-Lei 262/86, de 2 de Setembro.

<sup>14</sup> - Cfr. Paulo Olavo e Cunha, in “*Direito das Sociedades Comerciais*”, 4ª Edição, 2010, Almedina, cit. pág. 469.

<sup>15</sup> - A lei não estabelece expressamente a necessidade de as sociedades terem um determinado capital social para a persecução do seu objecto social, porém podemos falar da necessidade de um “princípio de adequação do capital social ao objeto da sociedade” – Cfr. Alexandre Mota Pinto, in “*Do contrato de suprimento. O financiamento da sociedade entre capital próprio e capital alheio*”, Dezembro 2002, Almedina, cit. pág.84-85.

em subcapitalização material originária e quando se verifica depois de a sociedade já estar constituída, de subcapitalização material superveniente. Por sua vez, a subcapitalização formal ou nominal verifica-se nos casos em que os sócios afectam à sociedade os meios de que esta necessita para se financiar através de empréstimos ou garantias e não a título de entrada, não integrando esses meios, por isso, o capital social<sup>16</sup>.

No contrato de sociedade pode estar prevista a obrigação de prestações acessórias por parte dos sócios à sociedade. Esta possibilidade está consagrada nos arts.º 209º e 287º do CSC, o primeiro aplicável às sociedades por quotas e o segundo às sociedades anónimas<sup>17</sup>. De acordo com estes normativos legais, o contrato de sociedade pode prever<sup>18</sup>, para além da sua obrigação de entrada – autofinanciamento-, a obrigação de os sócios serem obrigados à realização de prestações acessórias à sociedade. Neste caso, os estatutos sociais das sociedades têm de prever os elementos essenciais das obrigações e o conteúdo das prestações determinando se, neste caso, se serão gratuitas ou onerosas.

Como obrigações acessórias do sócio perante a sociedade podemos ter a obrigação de o sócio realizar suprimentos, desde que essa obrigação conste do contrato de sociedade ou o sócio dê o seu consentimento para a sua realização.<sup>19</sup>

O contrato de suprimento está previsto no art.º 243º do CSC - “*Considera-se contrato de suprimento o contrato pelo qual o sócio empresta à sociedade dinheiro ou outra coisa fungível, ficando aquela obrigada a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade, ou pelo qual o sócio convencionou com a sociedade o diferimento do vencimento de créditos seus sobre ela, desde que, em qualquer dos casos, o crédito fique tendo carácter de permanência*”<sup>20</sup>.

O disposto no art.º 243º do CSC prevê duas modalidades de contrato de suprimento. Na primeira modalidade, o sócio empresta, com carácter de permanência, à sociedade dinheiro ou outra coisa fungível; na segunda modalidade, o sócio difere o

---

<sup>16</sup> - Vd. Maria de Fátima Ribeiro, in “*A tutela dos credores da sociedade por quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*”, teses Almedina, 2009, cit. pág. 187-190; Rui Pinto Duarte, in “*A subcapitalização das sociedades no Direito Comercial*”, Fisco, n.ºs 76/77, ano VIII, 1996 Pág. 55-64, cit. pág. 56-58.

<sup>17</sup> - De acordo com estes dois artigos -, o contrato de sociedade

<sup>18</sup> - O contrato de sociedade pode prever desde início a necessidade de obrigações de prestações acessórias ou pode ser alterado com vista a introduzir uma deliberação nesse sentido. Para que isso se concretize tem de ser deliberada uma alteração do contrato de sociedade ao abrigo do previsto nos artigos 85º, 265º e 386º n.º3 e n.º4 do CSC.

<sup>19</sup> - Cfr. art.º 244º n.º2 do CSC.

<sup>20</sup> - Cfr. art.º 243º n.º1 do CSC.

vencimento de crédito que tem sobre a sociedade, tornando-o de curto ou, mesmo sem prazo, em crédito com prazo superior a um ano.

A aplicação dos contratos de suprimento às sociedades por quotas não levanta qualquer tipo de dúvidas, contudo, a sua aplicação às sociedades anónimas tem dividido a doutrina, embora, na sua maioria, os autores<sup>21</sup>, assim como a jurisprudência, sejam favoráveis à sua extensão a estas. No entanto, é necessário ressaltar que a aplicação do contrato de suprimento às sociedades anónimas apenas se torna vinculativo para as acções nominativas, pois só desta forma é possível determinar a quem cabe a realização da obrigação. No caso de as acções serem ao portador, a obrigação só será passível de ser realizada se o sócio assim o entender, isto é, de forma voluntária.

Hoje em dia, como existe uma grande dificuldade em aceder a financiamento, os sócios, no momento constituição das sociedades, têm revelado um maior cuidado em dotar as sociedades dos meios adequados para a sua actividade comercial, uma vez que essa situação permite passar uma boa imagem tanto junto dos bancos como dos credores.

Nos dias de hoje, subsiste o debate que já começou no século passado em torno do capital social, isto é, se deverá obrigar à existência de um valor mínimo para a constituição de uma sociedade ou se deverá esse valor ser livremente fixado pelos sócios. Esta discussão ganhou especial relevo com o regime do capital social instituído nos Estados Unidos e que, de seguida, passaremos a abordar.

## **1.2 O CAPITAL SOCIAL NO ORDENAMENTO JURÍDICO NORTE-AMERICANO**

No ordenamento jurídico norte-americano, a referência a um valor mínimo de capital social deixou de existir há já vários anos, tendo a menção ao capital social

---

<sup>21</sup> - Como doutrina e jurisprudência favoráveis à aplicação das obrigações de suprimento às sociedades anónimas temos Alexandre Mota Pinto, in “*Código das Sociedades Comerciais em Comentário*”, Vol. III (Artigos 175º a 245º), 2011, Almedina, Pág. 625-656, Pág. 633-634, Jorge Manuel Coutinho de Abreu, in “*Curso de Direito Comercial*”, Volume II das Sociedades, 3ºEd., 2009, Almedina, Pág. 344-345; Ac. do STJ de 14 de Dezembro de 1994, in C. J., 1994, III, Pág. 175 e ss, Ac. STJ de 9 de Fevereiro de 1999, in C.J., 1999, I, Pág. 100. Em sentido contrario, Paulo Olavo e Cunha, in “*Direito das Sociedades Comerciais*”, 3º Ed., Almedina, Pág. 441-442 e Pedro Pais de Vasconcelos, in “*A participação social nas sociedades comerciais*”, 2º Edição, Almedina, Pág. 277-278

sido definitivamente abolida no MBCA<sup>22</sup> em 1969. É que a figura do capital social no direito norte-americano foi-se desvalorizando e desconsiderando com o passar do tempo. Por sua vez, como consequência de nunca ter sido actualizado, o valor mínimo exigido para o capital social foi-se considerando ao longo do tempo desadequado. Desta forma, começou a formar-se a ideia de que o valor mínimo exigido para o capital social de uma sociedade não correspondia às suas reais necessidades, deixando de cumprir as funções de garantia dos credores e de dotar a sociedade dos meios de produção necessários para prosseguir os seus interesses.

O capital social no direito norte-americano é mesmo visto como um entrave ao livre empreendedorismo e ao desenvolvimento das actividades económicas. Sendo os Estados Unidos da América uma federação constituída por diversos estados, houve, por parte de algum, uma chamada “*race to the bottom*”<sup>23</sup>, ao tentarem atrair para o seu território o maior número de sociedades possível. Esse objectivo foi alcançado através da criação de leis mais favoráveis às sociedades, mas que acabaram por deixar os accionistas e os credores menos protegidos.

A grande revolução no conceito de capital social aconteceu em 1980, altura em que o MBCA sofreu uma profunda remodelação. Com as alterações introduzidas, o capital social foi abolido e deixou de haver referência às acções com e sem valor nominal (*par e non par value shares*); consequentemente, deixou de vigorar a necessidade de fixação de um valor mínimo para a emissão de novas acções.

Igualmente importante foi o facto de deixar de constituir limite à distribuição de bens da sociedade, o valor do capital social mínimo. Com esta alteração introduzida, as sociedades que pretendam fazer distribuição de bens aos sócios passam a ter de realizar o chamado *balance sheet surplus test*<sup>24</sup>. Desta forma, as sociedades apenas podem realizar distribuição de dividendos pelos sócios quando, através da realização deste teste, verificarem que o valor do activo é superior à soma do valor do passivo e do *stated capital*. Esta imposição do legislador norte-americano

---

<sup>22</sup> - O MBCA foi um modelo de texto legislativo criado pelo Committee on Corporate Laws da secção de direito comercial da American Bar Association em 1946 pela primeira vez e que foi adoptado por 24 estados norte-americanos.

<sup>23</sup> - Os diversos estados norte-americanos começaram de forma cada vez mais agressiva a criar leis mais favoráveis para as empresas, com o objectivo de atrair o maior número possível de sociedades para o seu território. William Cary começou a debater esta questão, referindo-se a esta competição entre os Estados como o chamado “*race to the bottom*” cfr. Sterk, Stewart E., in “*Asset Protection Trusts: Trust Law's Race to the Bottom?*”, April 2000, Cornell Law Review, Spring 2000, Pág. 1035-1117, cit. pág. 1037-1038.

<sup>24</sup> - O primeiro estado norte-americano a instituir este teste foi o estado de Nova Iorque em 1825 no New York Business Corporation Law.

é a consagração do princípio da intangibilidade, princípio este também consagrado no ordenamento jurídico europeu.

### **1.3 O CAPITAL SOCIAL NO ORDENAMENTO JURÍDICO EUROPEU E A SUA EVOLUÇÃO**

Como consequência dos ventos que sopram do outro lado do atlântico norte, na Europa, onde o capital social é uma pedra basilar do direito societário, a discussão em torno da sua manutenção ou alteração tem sido amplamente debatida.

A segunda directiva do capital<sup>25</sup>, transposta para a legislação portuguesa pelo Decreto-lei n.º 262/86, de 2 de Setembro, manteve o instituto do capital social e estabeleceu um valor mínimo para a constituição de uma sociedade anónima, o qual nunca poderá ser inferior a “25000 unidades de conta europeia”<sup>26</sup>, deixando, no entanto, ao critério de cada Estado-Membro a fixação de um valor superior.

A necessidade de um capital mínimo para a constituição de uma sociedade, para além de servir como garantia aos credores, tem, também, um efeito dissuasor, na medida em que permite afastar a existência de sociedades sem interesse ou com fins diferentes daqueles para as quais foram criadas designa-se isto como “limiar de seriedade”<sup>27</sup>.

Nos dias de hoje, está em aberto na União Europeia a questão do capital social e a forma como deverá evoluir. Nesse sentido, foi publicado um estudo<sup>28</sup> encomendado pela Comissão Europeia que se pronuncia a favor da existência de um regime mais flexível do capital social. Neste relatório é mencionado que os objectivos pretendidos alcançar pelo capital social, nomeadamente a protecção dos

---

<sup>25</sup> - Directiva 77/91/CEE, publicada no Jornal da O de 30/01/77

<sup>26</sup> - cfr. art 6º n.º1 da Directiva 77/91/CEE.

<sup>27</sup> - “a institucionalização da figura prendeu-se essencialmente com a necessidade de estabelecer aquilo que hoje se costuma designar por “limiar de seriedade” (...). Com efeito, a exigência do capital social mínimo assemelha-se a um filtro, com o qual se consegue afastar deste privilégio os agentes economicamente mais débeis, obstando assim à constituição imprudente e irreflectida de sociedades de capitais.” in Paulo Tarso Domingues, “*Variações sobre o Capital Social*”, Teses, Almedina, 2009, Pág. 132

<sup>28</sup> - Em 2001 foi nomeado pela comissão europeia um grupo de estudos presidido por Jaap Winter. Este grupo de estudos foi encarregue de elaborar um estudo sobre o direito das sociedades europeu e de fazer recomendações com vista a modificar e modernizar o direito societário na União Europeia. O relatório elaborado por esta comissão foi o “*Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*”, Brussels, 4 November 2002.

credores e dos accionistas, não são alcançados<sup>29</sup>, sendo o capital social um regime oneroso e pouco flexível.<sup>30</sup>

Do mesmo relatório resulta a proposta de três caminhos a seguir:

1º - A primeira, é baseada, no “SLIM”<sup>31</sup> e consiste em tornar o regime do capital social num regime mais simples e moderno, o que a acontecer incluirá, nesse sentido, uma ampla reforma da segunda directiva do capital.

2º - Na segunda, o grupo propõe uma modificação completa do conceito de capital social, aproximando o regime europeu do regime norte-americano, nomeadamente do MBCA, o que a acontecer implicará uma clara revolução no direito societário europeu.

3º - A terceira prevê a eliminação da figura do capital social, mantendo apenas as questões relacionadas com os interesses dos sócios.<sup>32</sup>

De uma forma geral, após uma consulta pública às propostas mencionadas, a opinião manifestada pelos inquiridos foi no sentido de não ser adoptada a segunda proposta (adopção do modelo legal norte-americano), e serem seguidas ao invés, a primeira e terceira propostas.

Neste sentido, a Comissão, com base nas propostas sugeridas pelo SLIM propôs, que, numa primeira fase, fosse realizada uma reforma à segunda directiva do capital e depois, numa segunda fase, fosse estudada a possibilidade de criação e introdução de um regime alternativo ao capital social. A adopção desta última proposta por um Estado-Membro seria facultativa, ficando ao critério de cada um dos Estados<sup>33</sup> a sua consagração.

Como refere Paulo de Tarso Domingues<sup>34</sup>, a adopção desta última proposta do relatório, ao ser facultativa a eliminação do capital social pelos Estados-Membros, irá provocar um verdadeiro *race to the bottom*<sup>35</sup>.

Na Europa, o TJCE, nas decisões proferidas nos acórdãos Centros<sup>36</sup>, Uberseering<sup>37</sup> e Inspire Art<sup>38</sup>, desencadeou o fenómeno de *law shopping* na União

---

<sup>29</sup> - Cfr – Relatório Winter, pág. 78

<sup>30</sup> - Cfr. Paulo Tarso Domingues, “*Variações sobre o capital social*”, Almedina, Coimbra 2009, cit. pág.74

<sup>31</sup> - *Simpler Legislation for the Internal Market*.

<sup>32</sup> - Cfr. Relatório Winter pág. 79-80.

<sup>33</sup> - Paulo Tarso Domingues, “*Variações sobre o capital social*”, Almedina, Coimbra 2009, cit. pág. 75.

<sup>34</sup> - *Idem*. cit. pág. 75.

<sup>35</sup> - O fenómeno do *race to the botton* surgiu nos EUA, quando os estados federais adoptaram diferentes legislações, no sentido de atraírem para o seu território sociedades comerciais.

Europeia. Nestes acórdãos, o TJCE teve de se pronunciar sobre a legitimidade que as autoridades de um Estado-Membro têm para levantarem obstáculos à constituição de uma sucursal, quando a sociedade foi constituída num outro Estado-Membro em que o regime do capital social era mais favorável.

As decisões do TJCE foram no sentido de que se um Estado-Membro recusar ou levantar obstáculos à constituição de um estabelecimento de uma sociedade no seu território está a violar os artigos 43º e 48º do Tratado da CE, constituindo, isso, uma violação do direito comunitário.

Mais recentemente, a Comissão Europeia, numa comunicação ao Parlamento e ao Conselho em 2003 intitulada “*Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia*”<sup>39</sup>, estabeleceu metas para se proceder à alteração da segunda directiva do capital. Com base nos *timings* definidos na comunicação, foi, em 2006, com vista a simplificar e modernizar o regime do capital social, publicada a directiva 2006/68/CE<sup>40</sup>. Num prazo mais alargado, foi também estabelecida a realização de “*um estudo sobre a viabilidade de uma solução alternativa ao regime da manutenção do capital social – que também já se encontra*

---

<sup>36</sup> - “*Acórdão do Tribunal de 5 de Novembro de 2002. - Überseering BV contra Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC). - Pedido de decisão prejudicial: Bundesgerichtshof - Alemanha. - Artigos 43.º CE e 48.º CE - Sociedade constituída em conformidade com a legislação de um Estado-Membro e que neste tem a sua sede social - Sociedade que exerce a liberdade de estabelecimento noutro Estado-Membro - Sociedade que se considera ter transferido a sua sede efectiva para o território do Estado-Membro de acolhimento nos termos do direito deste Estado - Não reconhecimento pelo Estado-Membro de acolhimento da capacidade jurídica e da capacidade judiciária da sociedade - Restrição à liberdade de estabelecimento*” - Justificação. - Processo C-208/00 in Colectânea da Jurisprudência 2002 página I-09919

<sup>37</sup> “*Acórdão do Tribunal de 5 de Novembro de 2002. - Überseering BV contra Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC). - Pedido de decisão prejudicial: Bundesgerichtshof - Alemanha. - Artigos 43.º CE e 48.º CE - Sociedade constituída em conformidade com a legislação de um Estado-Membro e que neste tem a sua sede social - Sociedade que exerce a liberdade de estabelecimento noutro Estado-Membro - Sociedade que se considera ter transferido a sua sede efectiva para o território do Estado-Membro de acolhimento nos termos do direito deste Estado - Não reconhecimento pelo Estado-Membro de acolhimento da capacidade jurídica e da capacidade judiciária da sociedade - Restrição à liberdade de estabelecimento - Justificação. - Processo C-208/00*”. in Colectânea da Jurisprudência 2002 página I-09919

<sup>38</sup> - “*Acórdão do Tribunal de 30 de Setembro de 2003. - Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam contra Inspire Art Ltd. - Pedido de decisão prejudicial: Kantongerecht te Amsterdam - Países Baixos. - Artigos 43.º CE, 46.º CE e 48.º CE - Sociedade constituída num Estado-Membro e exercendo as suas actividades noutro Estado-Membro - Aplicação do direito das sociedades do Estado-Membro de estabelecimento destinado a proteger os interesses de terceiros. - Processo C-167/01.*” in Colectânea da Jurisprudência 2003 página I-10155

<sup>39</sup> - <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:PT:HTML>

<sup>40</sup> - Directiva 2006/68/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 6 de Setembro de 2006 que altera a Directiva 77/91/CEE do Conselho, no que respeita à constituição da sociedade anónima, bem como à conservação e às modificações do seu capital social.

*concluído*<sup>41</sup>. A longo prazo, com base nos resultados do estudo elaborado e já publicado<sup>42</sup> deverá aferir-se da possível modificação da segunda directiva do capital, instituindo-se se assim for considerado, um sistema alternativo ao regime do capital social.

## **2. A SOLUÇÃO DO DECRETO-LEI 64/2009**

Para responder aos problemas criados com a crise de 2008, o Governo Português, em 20 de Março de 2009, publicou o Decreto-Lei 64/2009, tendo procurado, com isso, dar uma resposta às necessidades das sociedades comerciais face aos problemas de financiamento com que se debatem. O Decreto-Lei apenas abrangia as sociedades anónimas, distinguindo-as entre as anónimas não admitidas à cotação e as anónimas admitidas à cotação.

Este diploma visava, nomeadamente, o seguinte:

artigo 1º - Estabelecer mecanismos extraordinários de diminuição do valor nominal das acções das sociedades anónimas.

artigo 2º - Permitir a redução do capital por diminuição do valor nominal das acções (no caso das sociedades sem acções admitidas à negociação).

artigo 3º - Permitir a diminuição do valor nominal das acções sem redução do capital (no caso das sociedades com acções admitidas à negociação).

O mecanismo criado por este diploma assentou numa reclassificação contabilística do montante da redução do capital social, que passaria para uma reserva especial, sendo uma operação oposta à do aumento de capital por incorporação de reservas.

### **2.1 A APLICAÇÃO DO DECRETO-LEI 64/2009 ÀS SOCIEDADES NÃO ADMITIDAS À NEGOCIAÇÃO**

A aplicação deste diploma fazia-se da seguinte forma:

---

<sup>41</sup> - in Maria Miguel Carvalho, “*O novo regime jurídico do capital social das sociedades por quotas*”, Capital Social livre e as Acções sem Valor Nominal, Almedina, 2011, Pág.9-35, cit. pág. 19

<sup>42</sup> -[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/reflectiongroup\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf)

Quanto às sociedades anónimas não admitidas à negociação:

- A assembleia geral deliberava uma redução do capital social, através da diminuição do valor nominal das acções, sendo o valor resultante da diminuição levado a uma reserva especial sujeita ao regime do capital social, no que às garantias dos credores diz respeito e não tendo de obedecer ao normativo legal imposto pelo art.º 95,º n.ºs 1 e 3 do CSC<sup>43</sup>.

Desta forma, com a introdução do Decreto-Lei 64/2009, passaram a existir três formas de reduzir o capital social<sup>44</sup> de uma sociedade. Contudo, o que o legislador procurava como objectivo, através da publicação deste Decreto-Lei, isto é, o de permitir às sociedades diminuir o valor nominal das suas acções, não foi alcançado.

No caso destas sociedades sem acções cotadas, o legislador ao obrigá-las a constituírem uma reserva especial no valor da redução, não libertou o capital resultante da sua diminuição, para que as sociedades o pudessem usar para se financiarem. Percebe-se que a intenção do legislador ao obrigar à constituição desta reserva fosse dar garantias aos credores, ou pelo menos, não as diminuir, uma vez que o seu regime estava sujeito ao regime do capital, no que à garantia dos credores dizia respeito, não podendo por isso essas reservas serem distribuídas aos sócios.

No entanto, ao não permitir que as sociedades utilizassem o valor da redução para se financiarem, o consagrado regime demonstrou que o mecanismo instituído pelo Decreto-Lei não respondia convenientemente ao problema do financiamento.

Para além desta situação, este regime merece também um importante reparo, pois o legislador previu a diminuição do capital social, mas, porém, não fez menção a

---

<sup>43</sup> - Cfr. art.º2º n.º1 e 2 do Decreto-Lei 64/2009 de 20 de Março

<sup>44</sup> - Com a publicação do Decreto-Lei 64/2009 passaram a existir três formas de reduzir o capital social de uma sociedade: através de reagrupamento ou extinção do número de participações sociais, cfr. os artigos 94º, n.º1, b, artº 347.ºn.º7 e 463.º do CSC, através da redução do valor nominal das participações, art.º 94 n.º1 b) e, através da redução extraordinária do valor nominal das acções, cfr. o art 2.º do Decreto-Lei n.º 69/2009, de 20 de Março. Estas operações previstas como forma de redução do capital social, no caso das formas previstas nos artigos 347º n.º7 e 463º do CSC, aplicam-se a todo o tipo de sociedades, enquanto, nos casos da redução extraordinária do valor nominal das acções prevista no Decreto-Lei 64/2009, só se aplica às sociedades anónimas, cfr. refere. Dr. Paulo Câmara, “O Decreto-Lei n.º 64/2009: diminuição extraordinária do valor nominal das acções”, RDS I (2009), 2, Pág. 330, Pág. 327-338. cit. pág. 330

nenhum aumento subsequente, o que poderia levar à proliferação de muitas sociedades cujo o capital social não corresponderia ao mínimo legalmente exigido<sup>45</sup>.

O art.º 95º, n.º 2 e 3 do CSC já prevê uma forma semelhante a esta, a chamada operação acordeão. Com a realização desta operação, as sociedades podem diminuir o seu capital social, através de uma redução proporcional do valor nominal das suas acções abaixo do mínimo legal, dispondo, no entanto, de sessenta dias para a realização de novas entradas ou a deliberação, em simultâneo, da transformação da sociedade para um novo tipo, em que o capital social seja legalmente permitido. Esta operação acordeão realiza-se para se sanear financeiramente as sociedades, uma vez que permitem eliminar os prejuízos e realizar novas entradas de capital<sup>46</sup>.

## **2.2 A APLICAÇÃO DO DECRETO-LEI ÀS SOCIEDADES COM ACÇÕES COTADAS**

No caso das sociedades admitidas à negociação, a aplicação do decreto-lei fazia-se da seguinte forma:

A assembleia geral podia, sem diminuição do capital social, deliberar a diminuição do valor nominal das acções tendo, para isso, de serem cumpridos os seguintes requisitos:

- O valor nominal antes da diminuição tinha de ser igual ou inferior ao valor contabilístico das acções, tendo, para isso, de constar de um balanço elaborado e certificado pelo Revisor Oficial de Contas, com data não anterior a 6 meses da data da deliberação;
- Aumento de capital através de entradas em numerário, cuja deliberação tinha de ser anterior ou em simultâneo com a presente operação, ficando esta dependente daquela<sup>47</sup>;
- O valor da diminuição do valor nominal estabelecido tinha de ter em conta o interesse social e a sua adequação à realização de um aumento de capital de acordo com as circunstâncias do mercado;

---

<sup>45</sup> - Neste sentido pronunciam-se o Dr. Paulo Câmara, in “*O Decreto-Lei n.º 64/2009: diminuição extraordinária do valor nominal das acções*”, RDS I (2009), 2, Pág. 330, Pág. 327-338 e o Prof. Doutor António Menezes Cordeiro, in “*Acções sem valor nominal*”, RDS II (2010), ¾, Pág. 471-508, cit. pág. Pág. 501

<sup>46</sup> - Cfr. Paulo Tarso Domingues, in “*Variações sobre o capital social*”, Almedina, Coimbra 2009, cit. Pág. 548.

<sup>47</sup> - Cfr. art.º 3º n.º 1 a) e b) e n.º 2 do Decreto-Lei 64/2009 de 20 de Março

Para as sociedades com acções cotadas, o Decreto-Lei previa a possibilidade de uma diminuição do valor nominal das suas acções, mas não fazia, contudo, referência à diminuição do capital social, o que é, no mínimo, bizarro, uma vez que capital social e valor nominal são dois conceitos que estão directamente relacionados e são interdependentes. Como já foi referido no capítulo anterior, o capital social é a soma dos valores nominais das participações sociais, pelo que a diminuição do valor nominal das acções desta forma estava a ser realizado de uma forma artificial.<sup>48</sup>

Como requisito para a aplicação deste Decreto-Lei estava também a necessidade de o valor nominal das acções ser inferior ou igual ao seu valor contabilístico, o que, desde logo, diminuía o âmbito de aplicação do normativo legal. Outra das normas contidas no diploma que mais críticas suscitaram e que, no nosso entendimento, são justificadas, sobre a aplicação deste Decreto-Lei, prende-se com o facto de a diminuição do valor nominal das acções ter de ser realizada “*tendo em conta o interesse social e a sua adequação à realização do aumento de capital de acordo com as circunstâncias do mercado*”<sup>49</sup>, cabendo à CMVM a fiscalização deste objectivo.

Isto é, se por um lado, se percebe que a intenção do legislador ao encarregar a CMVM de emitir um parecer favorável à diminuição do valor nominal é credibilizar a operação, de forma a permitir a sociedade financiar-se futuramente em bolsa, por outro lado, o critério definido pelo mesmo legislador é, afinal, um critério vago, até mesmo ambíguo<sup>50</sup>, pois não estabelece condições concretas para que esta entidade emita o seu parecer positivo<sup>51</sup>.

No que ao capital social diz respeito, o art.º 3º, n.º4 deste Decreto-Lei, apresenta, o que podemos apelidar de novo regime e ao mesmo tempo um conceito inovador. O capital social da sociedade passa a ser constituído por duas componentes.

---

<sup>48</sup> - Vede a este propósito o Dr. Paulo Câmara, “ *O Decreto-Lei n.º 64/2009: diminuição extraordinária do valor nominal das acções*” in RDS I (2009), 2, Pág. 327-338, pág. 330.

<sup>49</sup> - Cfr. artº 3º n.º2 do Decreto-Lei 64-2009 de 20 de Março.

<sup>50</sup> - Neste sentido também se pronuncia o Dr. Paulo Câmara, in “*O Decreto-Lei n.º 64/2009: diminuição extraordinária do valor nominal das acções*” in RDS I (2009), 2, Pág. 327-338, pág 335.

<sup>51</sup> - Cfr. Paulo Tarso Domingues, in “*O capital social como entrave ao financiamento das sociedades. Os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?*”, DSR, Outubro de 2009, Ano 1, Vol. 2, Almedina, Pág. 197, pág. 175-200, em sentido contrário pronuncia-se o Dr. Paulo Câmara in “ *O Decreto-Lei n.º 64/2009: diminuição extraordinária do valor nominal das acções*” in RDS I (2009), Almedina, 2, pág. 327-338, pág. 335. Na opinião deste autor, a verificação da adequação do valor de diminuição valor nominal das acções não deveria ser atribuído à CMVM, pois, no seu entender esta matéria deveria ser da competência dos Tribunais para evitar eventuais litígios entre os accionistas.

Uma das componentes correspondente ao valor nominal das acções e a outra, a inovadora, correspondente ao diferencial que resultou da diminuição do valor nominal efectuado.

### **2.3 AVALIAÇÃO DO DECRETO-LEI 64/2009**

Após a análise das pretensões do legislador com a publicação do Decreto-Lei 64/2009 e a forma como as pretendia alcançar, penso ser possível afirmar que, com a sua publicação, o legislador não forneceu uma resposta efectiva ao problema de financiamento com o qual a maioria das sociedades se debate.

Este diploma veio pôr em causa institutos legais enraizados na nossa legislação societária, como é o caso do capital social. A possibilidade de uma sociedade existir com um capital social inferior ao legalmente permitido, não sendo definido temporalmente o período que a sociedade dispõe para efectuar um novo aumento de capital<sup>52</sup>, é disso um bom exemplo. Para além disso, no caso da diminuição do valor nominal das acções previsto no art.º 3 do Decreto-Lei, tal hipótese apenas seria aplicável às sociedades a que correspondessem acções de valor nominal igual ou inferior ao valor contabilístico, o que veio limitar, de sobremaneira, o seu âmbito de utilização. Mais um aspecto crítico que merece ser realçado, neste regime, é a possibilidade de as sociedades poderem diminuir o valor nominal das suas acções sem diminuírem, contudo, o seu capital social.

A demonstrar, a pouca ou mesmo nenhuma importância que o Decreto-Lei teve para as sociedades anónimas que pretendiam operar aumentos de capital através da emissão de novas acções, está o facto de nunca ter sido usado tal Decreto por nenhuma sociedade durante o tempo em que esteve em vigor.

O facto de o legislador não ter obtido através deste diploma o que pretendia, acabou por obrigá-lo a pensar na adopção de novas soluções para fazer face ao velho problema. A forma que o legislador acabou por adoptar foi a introdução de um novo

---

<sup>52</sup> - No caso das sociedades anónimas, para as quais este Decreto-Lei se destina, o artº 6º da directiva do capital define como capital mínimo 25.000 unidades europeias. Este diploma, ao não indicar o período que as sociedades dispõem para proceder a novo aumento de modo a respeitar o mínimo legalmente exigido vai contra este preceito legal. cfr. Paulo Tarso Domingues, in “*O capital social como entrave ao financiamento das sociedades. Os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?*”, DSR, Outubro de 2009, Ano 1, Vol. 2, Almedina, pág. 175-200, cit. pág. 192.

regime de acções, as acções sem valor nominal, o tema fundamental desta tese e que, de seguida, passaremos a analisar.

## **PARTE II - AS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL COMO FORMA DE SOLUCIONAR OS PROBLEMAS DE FINANCIAMENTO DAS SOCIEDADES**

### **1. A CONSAGRAÇÃO DAS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL NO DIREITO COMUNITÁRIO**

Com a publicação da segunda directiva do capital foi “*aberta a porta*” ao regime das acções sem valor nominal no ordenamento jurídico comunitário<sup>53</sup>. Porém, o regime proposto pela directiva não corresponde a um regime de acções sem valor nominal puras – *real no par shares*, como acontece nos Estados-Unidos. O que foi efectivamente consagrado foi o regime das acções sem valor nominal impróprias – *unechte newertlose Aktien*.

O que a segunda directiva do capital prevê é a existência de acções sem a menção do seu valor nominal, uma vez que as acções continuam a ter um valor. O valor das acções corresponderá ao seu valor contabilístico, que por sua vez, será uma fracção do capital social. O que a directiva não prevê, contudo, é a forma como se procede para calcular o valor de cada acção, referindo apenas que as acções têm um valor contabilístico e deixando ao critério do legislador de cada país a forma como se deverá proceder ao seu cálculo.

Muitos países europeus introduziram as acções sem valor nominal nos seus ordenamentos jurídicos quando adoptaram o Euro. Essa foi uma forma encontrada para facilitar a conversão do valor das acções para a nova moeda<sup>54</sup>. A conversão das moedas nacionais para o Euro foi regulada pelo legislador comunitário no Regulamento (CE) N.º 2866/98 DO CONSELHO de 31 de Dezembro de 1998, no qual foram fixadas as taxas de conversão para a nova moeda. Contudo a operação de

---

<sup>53</sup> - A directiva 77/91/CEE. previa a possibilidade de os estados-membros adoptarem o regime das acções sem valor nominal nos artigos 8.º n.º1, 9.º n.º1, 10.º n.º2 e n.º4, 19.º, n.º1, b) e 19.º.

<sup>54</sup> - A introdução do regime das acções sem valor nominal foi proposto por uma comissão de peritos designada por Grupo Giovanni, que recomendou a introdução deste novo regime legal como forma mais simples de solucionar a redenominação do valor das acções que forçosamente teria de acontecer com a adopção da moeda única.

conversão não foi neutra<sup>55</sup>, dado o problema que se levantava com a questão do arredondamento da conversão, que também foi regulada através do REGULAMENTO (CE) N.º 1103/97 DO CONSELHO de 17 de Junho de 1997.

Como forma de resolver esse problema e de simplificar a conversão do valor das acções, alguns países adoptaram o regime das acções sem valor nominal<sup>56</sup>.

## 2. AS MODALIDADES DE ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL

Existem duas modalidades de acções sem valor nominal: por um lado, existem as verdadeiras acções sem valor nominal (*true no pare shares*) e, por outro, lado, as acções sem valor nominal impróprias (*unechte nennwertlose Aktien*).

No caso das verdadeiras acções sem valor nominal, deixa de haver referência ao capital social, não sendo, desta forma, possível atribuir um valor que resulte da relação entre o número de acções e o valor do capital social.

Por sua vez, no caso das acções sem valor nominal impróprias, a figura do capital social mantem-se, sendo o capital social dividido em acções e o seu valor calculado em função do número de acções emitidas – valor contabilístico.

Como já referimos, o regime em vigor na União Europeia, como resultado do instituído pela segunda directiva do capital no seu art.º6<sup>57</sup>, é o regime das acções sem valor nominal impróprias. A directiva institui também a obrigação de as sociedades terem um valor de capital social e que o valor das acções corresponderá ao valor contabilístico, conforme os arts.º8º e 9º da segunda directiva do capital, resultando, por sua vez, esse valor da divisão do capital social pelo total de acções.

As acções sem valor nominal impróprias podem ainda dividir-se em acções quota (*Quotenaktien*) e em acções parcela (*Stückaktien*)<sup>58</sup>.

Nas acções quota, não existe referência ao seu valor nominal, existindo no entanto, menção à parcela do capital que representam. Esta situação faz com que este

---

<sup>55</sup> - Cfr. Giovanni Figà-Talamanca, in “*Euro e azioni*”, Europa e Diritto Societario, Revista dele società, 2001, Pág. 273- 340, cit. Pág. 274-275.

<sup>56</sup> - Idem, cit. Pág. 335.

<sup>57</sup> - Cfr - art.º6º da directiva

<sup>58</sup> - Cfr. . Prof. António Menezes Cordeiro, in “*Acções sem valor nominal*”, RDS II (2010), ¾, Pág. 471-508, cit. pág. 504. e Paulo de Tarso de Domingues, in “*Traços essenciais do novo regime das acções sem valor nominal*”, Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal, 2011 Almedina, Pág. 107-129, cit. pág. 108-110.

tipo de acções não tenham uma flexibilidade como se pretende alcançar com as acções sem valor nominal, uma vez que sempre que se verifique uma variação do número de acções, se tem de proceder a uma alteração dos estatutos e, inclusive, dos próprios títulos.

Nas acções parcela, que é o tipo de acções consagrado em Portugal, a indicação sobre a fracção ou a parcela do capital que representam não existe, o que obriga, para a determinação dos direitos e dos deveres dos sócios, a que seja tido em conta o número de acções de que são titulares os accionistas, tendo por referência o total das acções emitidas. Este tipo de acções permite também uma maior facilidade na realização de operações de autofinanciamento das sociedades, pois permite fazer variar o capital social e o número de acções, sem haver necessidade de eliminar ou alterar os títulos antigos e de substituí-los por novas acções.

### **3. AS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL EM ALGUNS PAÍSES EUROPEUS**

#### **3.1 BÉLGICA**

A Bélgica foi o primeiro estado europeu a consagrar as acções sem valor nominal no seu ordenamento jurídico. A sua introdução no panorama legislativo belga aconteceu em 18 de Maio de 1873, tendo as acções sem valor nominal, sido consagradas apenas em 25 de Maio de 1913<sup>59</sup>, no “*Lois coordonnées sur sociétés commerciales*”, que instituiu as chamadas *actions de quotité*. Estas acções apenas se aplicavam às sociedades anónimas e às sociedades em comandita por acções.

Mais tarde, com a introdução do Euro na Bélgica, o legislador na *Loi 30 Octobre relative ao l’Euro* veio regular a forma de adaptação do valor do capital social ao Euro e, mais uma vez, admitiu a possibilidade de as sociedades, cujo capital fosse dividido em acções ou em participações e em simultâneo fosse mencionado o valor nominal, poderem eliminar aquela referência. Em 7 de Maio de 1999, com a aprovação da *Loi contenant le Code des Sociétés*<sup>60</sup>, o sistema que permite a coexistência de acções com e sem valor nominal nas sociedades anónimas e sociedades em comandita por acções passou a ser também permitido às sociedades de responsabilidade limitada.

---

<sup>59</sup> - As acções sem valor nominal na Bélgica foram permitidas por uma Lei de 18 de Maio de 1873, porém apenas foram legalmente consagradas a 25 de Maio de 1913.

<sup>60</sup> - C.S.C Belga.

Na legislação belga, a lei permite que as sociedades possam dividir o seu capital em acções com valor nominal e acções sem valor nominal<sup>61</sup>, por outras palavras, permite a coexistência dos dois tipos de acções. Como refere Paulo Câmara e Ana Filipa Morais Antunes é o chamado princípio da possível dualidade de acções<sup>62</sup>.

Contudo, um dos aspectos mais relevantes no regime das acções sem valor nominal no regime belga, prende-se com o facto de apenas ser proibida a emissão de acções abaixo do par para as acções que são emitidas numa operação de aumento de capital em concreto. Desta disposição, resulta, que em emissões posteriores, as acções que são emitidas tendo por referência o seu valor contabilístico, possam ser emitidas por um valor inferior ao que tinham numa emissão anterior<sup>63</sup>. O único requisito que a operação de emissão de acções terá de respeitar é a subscrição integral do capital social.<sup>64</sup> Esta situação pode levar, em certas circunstâncias, a que os direitos dos accionistas possam ser colocados em causa, uma vez que vão ver reduzidas as suas participações sociais.

Como forma de diminuir o risco de os sócios verem as suas participações diminuírem em face da emissão das acções abaixo do par contabilístico das operações anteriores, o legislador criou um mecanismo de prevenção.

Esse mecanismo consiste no seguinte:

- Convocação de uma reunião de assembleia geral em que faça parte da ordem de trabalhos a emissão de acções abaixo do par contabilístico;
- Apresentação pelo conselho de administração de um relatório justificativo tanto do valor de emissão como das implicações que a operação terá para os accionistas, para além de um relatório elaborado por um ROC a comprovar as informações prestadas por aquele conselho de administração;

---

<sup>61</sup> - Ao contrário da generalidade dos ordenamentos jurídicos, no ordenamento jurídico belga é possível coexistir na mesma sociedade acções com valor nominal e acções sem valor nominal.

<sup>62</sup> - Cfr. Paulo Câmara e Ana Filipa Morais Antunes, “*Acções em valor nominal*”, 1º Edição, 2011, Coimbra Editora, cit. Pág. 43.

<sup>63</sup> - Nos aumentos de capital que se venham a realizar, o valor contabilístico das novas acções poderá ser inferior ao valor das acções que foram anteriormente emitidas. Cfr. Giovanni Figá-Talamanca, in “*Il valore nominale delle azioni*”, 229 Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Casa Editrice Giuffrè, cit. pág. 33.

<sup>64</sup> - *Idem.* nota anterior.

- A proibição do aumento de capital através da emissão de acções abaixo do par contabilístico ser delegada no conselho de administração<sup>65</sup>.

Se é inegável, que a possibilidade de emissão de acções abaixo do par contabilístico de emissões anteriores previsto no regime belga, torna o regime de financiamento das sociedades mais flexível, por outro lado este regime levanta dúvidas sobre o cumprimento, no que ao tratamento dos sócios diz respeito, do estipulado na segunda directiva do capital.

### 3.2 ALEMANHA

A discussão em torno da implementação das acções sem valor nominal na Alemanha foi debatida pela primeira vez no 33º Congresso de Juristas Alemães em 1924 em Heidelberg<sup>66</sup>. Neste congresso, foram debatidas as experiências italiana e norte-americana que já tinham adoptado este regime de acções no seu ordenamento jurídico. Contudo, a conclusão a que o congresso chegou, foi a de que não deveriam adoptar este tipo de acções no ordenamento jurídico alemão.

Um ano depois, no 34.º Congresso, a questão foi novamente debatida, tendo sido apresentado um estudo realizado por *Julius Lehmann* que apresentava uma posição menos radical do que a anteriormente assumida. Apesar disso, as acções sem valor nominal continuaram sem ser adoptadas pelo legislador alemão.

Mais tarde, em 1965, no momento em que se preparava a Lei das Sociedades Anónimas na Alemanha, que ainda hoje se encontra em vigor, o tema voltou a ser debatido, mas apesar de haver algum consenso sobre as vantagens deste tipo de acções e de existir na Alemanha uma maioria favorável à sua adopção, a opção recaiu em não as consagrar<sup>67</sup>.

---

<sup>65</sup> - Estes mecanismos estão previstos no *Code des sociétés*, nos art. 582,I, II e art. 606, 2º.

<sup>66</sup> - Cfr. Prof. António Menezes Cordeiro, in “*Acções sem valor nominal*”, RDS II (2010), ¾, Pág. 471-508, Pág. 478

<sup>67</sup> - Nesta altura, autores como Boesebeck, Neuburger e Claussen eram a favor da introdução na Alemanha das acções sem valor nominal e apontavam como vantagens deste regime o facto de as acções continuarem a representar uma participação, apesar de não terem um valor fixo e que a protecção do capital social pode ser mantida apesar de as acções não terem valor nominal. Contrários à adopção das acções sem valor nominal tínhamos Wener Grussendorf, afirmando que ao não terem valor nominal as acções induzir os accionistas em erro pois não traduziam o real valor das sociedades. Cfr. Cfr. Prof. António Menezes Cordeiro, in “*Acções sem valor nominal*”, RDS II (2010), ¾, Pág. 471-508, Cit. pág. 480-482.

Por fim, a 25 de Março de 1998 no *Gesetz über die Zulassung von Stückaktien (StückAG)*, as acções sem valor nominal foram introduzidas no ordenamento alemão. Esta introdução aconteceu ao mesmo tempo em que o Euro foi adoptado como moeda única na Alemanha.

A forma como o legislador alemão consagrou as acções sem valor nominal foi, porém, uma solução muito conservadora e muito pouco flexível, não diferindo muito do regime aplicável às acções com valor nominal.

A opção foi pelas acções parcela (*Stückaktien*). Ao contrário da solução adoptada pelo legislador belga, que apenas exige a manutenção do valor contabilístico das acções, para uma determinada emissão, o legislador alemão transpôs o art.º 8.º n.º1 da segunda directiva do capital, no sentido de obrigar à manutenção do valor nominal das acções<sup>68</sup> em todas as operações de aumento de capital que uma sociedade venha a realizar. Também foi estabelecido um valor mínimo para a emissão de acções, nunca podendo ser inferior esse valor a 1€ (um euro). Além disso, continua a existir uma relação directa entre o número de acções e o capital social.

Também contrariamente ao previsto na Bélgica e, como veremos foi também consagrado noutros ordenamentos jurídicos, na Alemanha, o legislador optou por não substituir o conceito de valor nominal pelo conceito de valor contabilístico, tendo optado pela expressão *quota parte do capital social*<sup>69</sup>. O direito do accionista é calculado tendo em conta o valor da sua participação social, e tendo por referência a fracção do capital nominal que corresponde a cada acção.

O legislador alemão optou por fazer apenas alterações cirúrgicas no regime legal das acções com valor nominal, tendo alterado, assim, de forma a procurar uma maior harmonização, só as disposições em que o valor nominal estava relacionado com as acções. De acordo com a opção seguida pelo legislador, apenas será necessário, no caso de as empresas quererem adoptar o regime das acções sem valor nominal, as mesmas procederem a uma alteração dos seus estatutos, para além de terem de efectuar uma harmonização do valor nominal das suas acções, de modo a

---

<sup>68</sup> - O legislador alemão obriga a que o valor de emissão das acções se mantenha, não sendo possível nem diminuir, ou aumentar esse valor. Cfr. Paulo de Tarso Domingues, in “*As acções sem valor nominal*”, in DSR, 2010, ano 2, Vol. 4, Almedina, pág. 181- 213, Pág. 200.

<sup>69</sup> - Cfr. Paulo Câmara e Ana Filipa Morais Antunes, “*Acções em valor nominal*”, 1º Edição, 2011, Coimbra Editora, cit. pág. 50.

que tivessem todas o mesmo valor, uma vez que representam todas a mesma fracção do capital.

Ao contrário do legislador belga, o legislador alemão optou por um regime muito conservador para a introdução das acções sem valor nominal na Alemanha.

### 3.3 ITÁLIA

Em Itália, ainda no séc. XIX, o Código de Comércio de 1882 previa que as acções de uma sociedade não tivessem todas o mesmo valor, o que se traduzia em direitos diferentes para os diferentes titulares das acções. Como refere António Menezes Cordeiro, dessa situação se conclui que as acções não tinham um valor nominal<sup>70</sup>. Contudo, tal situação não se manteve por muito tempo, pois a doutrina italiana exigiu que as acções voltassem a ter um valor nominal, o que veio a acontecer com a publicação do Código Civil de 16 de Março de 1942<sup>71</sup>.

Apenas em 17 de Janeiro de 2003 foram admitidas no direito societário italiano as acções sem valor nominal. O modelo de acções sem valor nominal adoptado pelo legislador italiano foram as acções quota – *Quotenaktien*.

O art.º 2354.º n.º3 do Código Civil italiano, dispõe que a forma de se proceder ao cálculo do valor contabilístico de cada acção é através da relação entre o número de acções emitido e o montante do capital social. Através desta operação aritmética, é possível apurar os direitos que correspondem a cada acção emitida, uma vez que os direitos correspondentes a cada uma delas, com a ressalva de diferentes categorias de acções são os mesmos.

Por fim, é importante referir que o princípio da conservação do capital social é assegurado, uma vez que o capital tem de estar integralmente subscrito<sup>72</sup>.

### 3.4 FRANÇA

Em França, apenas em 2 de Julho de 1998, é que foi consagrado no seu ordenamento jurídico a possibilidade de as sociedades emitirem acções sem menção

---

<sup>70</sup> - Cfr. António Menezes Cordeiro, in “*Acções sem valor nominal*”, RDS II (2010), ¾, Pág. 471-508, Cit. pág. 485.

<sup>71</sup> - Em Itália, o Código Comercial está integrado no Código Civil italiano.

<sup>72</sup> - Cfr. Paulo Câmara e Ana Filipa Morais Antunes, “*Acções em valor nominal*”, 1º Edição, 2011, Coimbra Editora, cit. Pág. 60.

ao valor nominal. A consagração operou-se, através da alteração do art.º 268º da *Loi n.º66-537 de 1966* que, até lá, obrigava as sociedades a indicarem nos seus estatutos o valor nominal das suas acções. Com a alteração supra referida, deixou de ser obrigatória essa menção. Mais tarde, a 18 de Julho de 2000, a *Loi n.º66-537*, passou a fazer parte do *Code de Commerce*, que no seu art.º 228º-8º passou a admitir a emissão de acções sem valor nominal.

O modelo adoptado pelo legislador francês foi o modelo também adoptado pelo legislador italiano e alemão, modelo esse que permite às sociedades através do seu estatuto escolher se pretendem ou não fixar um valor nominal para as suas acções, não permitindo contudo, como optou por fazer o legislador belga, a coexistência dos dois tipos de acções.

Também em França, os direitos dos accionistas correspondem à proporção da fracção que representam cada um deles<sup>73</sup>.

Por fim, importa referir que a lei francesa consagrou duas formas para as sociedades procederem a operações de aumento de capital, quando o regime de acções por elas adoptado é o regime das acções sem valor nominal. Assim sendo, as sociedades podem optar por emitir novas acções ou aumentar o valor nominal das acções existentes. No caso de a sociedade optar por esta última, ou seja, realizar o aumento de capital através da emissão de novas acções, as acções serão emitidas pelo seu valor nominal acrescentado de um prémio de emissão.

#### **4. AS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL NO ORDENAMENTO JÚRIDICO NORTE-AMERICANO**

A discussão em torno da admissibilidade das acções sem valor nominal nos Estados- Unidos foi despoletada na decisão proferida pelo Supremo Tribunal Americano, em 1891, no caso *Handley vs Stutz*<sup>74</sup>. Na sua decisão, o Tribunal permitiu que fosse admissível a possibilidade de emissão de acções abaixo do par. Seguidamente, uma comissão do *New York Bar Association* propôs que deixasse de ser obrigatório as acções conterem um valor nominal, pois considerava a mesma comissão que, desse facto, iria resultar um aumento de competitividade das sociedades.

---

<sup>73</sup> - Cfr. Idem, Pág. 62.

<sup>74</sup> - *Handley v. Stutz*, 139 U.S. 417 (1891), in <http://supreme.justia.com/us/139/417/case.html>.

Contudo, a adopção do regime das acções sem valor nominal ainda demorou algum tempo a ser implementado, tendo apenas sido consagrado pela primeira vez no ordenamento jurídico de um estado norte-americano em 1912. O estado que consagrou este regime foi o estado de Nova Iorque no *New York Stock Corporation Law*. Com a adopção deste regime de acções sem valor nominal pelo estado de Nova Iorque, rapidamente os outros estados também consagraram nos seus ordenamentos jurídicos esta opção, com excepção do Estado do Nebraska<sup>75</sup>.

Na forma como procederam à adopção do regime das acções sem valor nominal nos seus territórios, os estados fizeram-no de formas diferentes. Alguns estados optaram por abolir todas as referências ao valor nominal das acções, outros estados, por sua vez, mantiveram a possibilidade de as sociedades optarem por um regime de acções com valor nominal ou por um regime de acções sem valor nominal, e, por último, outros estados apenas admitiram a existência de acções com valor nominal<sup>76</sup>.

Nos Estados-Unidos, quando as acções sem valor nominal foram introduzidas, começaram desde logo a ser usadas por muitas sociedades, que viram nas acções com valor nominal – *par value shares* – um alvo de críticas relacionadas com “*watered stock*”<sup>77</sup>.

As *watered stocks* ou *watered shares* estavam relacionadas com as entradas em espécie realizadas pelos sócios às sociedades como forma de pagamento das suas participações sociais. Muitas vezes, os sócios entregavam bens à sociedade que estavam subvalorizados, ou seja, o valor atribuído às entradas em espécie realizadas pelos sócios era muito inferior ao valor nominal das acções que adquiriam. Quando esta situação ocorria o sócio era responsável pelo pagamento da diferença<sup>78</sup>.

Para acabar com estas situações, as sociedades optaram pelas *low par stock*<sup>79</sup>. Através do recurso a este tipo de acções, acabavam-se os problemas causados pelas

---

<sup>75</sup> - Cfr. Harry Buttimer, “*The Evaluation of Stated Capital*”, *The Accounting Review*, Vol. 37, No 4 (Oct. 1962), pp. 746-752, p 749; Paulo Tarso Domingues, in “*As Acções sem valor nominal*” in DSR, 2010, ano 2, Vol. 4, Pág. 181-213, Cit. pág. 181.

<sup>76</sup> - Cfr. António Menezes Cordeiro, in “*Acções sem valor nominal*”, RDS II (2010), ¾, Pág. 471-508, Cit. pág. 475-476.

<sup>77</sup> - Cfr. Harry Buttimer, “*The Evaluation of Stated Capital*”, *The Accounting Review*, Vol. 37, No 4 (Oct. 1962), pp. 746-752, p 749.

<sup>78</sup> - Cfr. Paulo Tarso Domingues, in “*As Acções sem valor nominal*” in DSR, 2010, ano 2, Vol. 4, Pág. 181-213, Cit. pág. 184.

<sup>79</sup> - As *low par stocks* são acções com um valor nominal muito baixo e são também designadas por *penny-stocks*.

*watered stocks*, pois a liberdade de fixação de um valor de emissão das acções era muito grande.

O aparecimento das *low par stock* foi mais um dos passos que levou à consagração das acções sem valor nominal no ordenamento jurídico norte-americano. Ao não ser indicado o valor nominal das acções, não havia uma relação entre “*valor nominal e o valor real das acções ou entre o capital social e o património social*”<sup>80</sup>, o que era uma vantagem face às acções com valor nominal.

Com as alterações introduzidas pelo legislador americano ao MBCA, que culminou com o aparecimento do Revised Model Business Corporation Act, deixou de existir a distinção entre acções com valor nominal e acções sem valor nominal.

As acções sem valor nominal permitiam às sociedades beneficiar de uma maior flexibilidade para se financiar, pois, como já foi referido, deixa de ser necessário a fixação de um valor mínimo para a emissão de acções, como também deixa de existir a limitação da emissão de acções abaixo do par. Outra das vantagens apontadas às acções sem valor nominal é a de prevenir a decepção dos accionistas, passando por conseguinte, a ser o mercado a determinar o valor das acções<sup>81</sup>, deixando, com isso, de existirem tantos riscos de insegurança e de fraude que as acções com valor nominal apresentavam.

A determinação dos direitos dos accionistas, decorrentes da sua participação social, é feita através da relação entre o número de acções detidas e o número de acções emitidas<sup>82</sup>. No ordenamento jurídico norte-americano não há relação entre o valor do capital social, *stated capital*, e o valor prestado pelos sócios para a aquisição das acções.

## 5. AS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL EM PORTUGAL

Em Portugal, as acções sem valor nominal surgiram apenas neste século, mais precisamente no ano de 2010. Apesar de, como já foi dito, as acções sem valor nominal já terem sido anteriormente previstas na segunda directiva do capital, apenas

---

<sup>80</sup> - Cfr. Paulo Tarso Domingues, in “*As Acções sem valor nominal*” in DSR, 2010, ano 2, Vol. 4, Pág. 181-213, Cit. pág. 185.

<sup>81</sup> - James C. Bonbright, in “*The Dangers of Shares without Par Value*”, Columbia Law Review, Vol. 24, No.5 (May, 1924), Pág.- 449-468, cit. pág. 454.

<sup>82</sup> - Cfr. Giovanni Figá-Talamanca, in “*Il valore nominale delle azioni*”, 229 Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Casa Editrice Giuffrè, cit. pág. 28-29.

com o Decreto-Lei 49/2010 é que esta solução foi consagrada no direito societário português<sup>83</sup>. Desta forma, o legislador português veio responder aos problemas causados pela grave crise financeira de 2008, nomeadamente os relacionados com a necessidade de capitalização e de financiamento das sociedades anónimas. Esta situação levantou grandes constrangimentos, mormente, às sociedades cotadas em bolsa, uma vez que, de repente, estas sociedades viram a cotação das suas acções cair para valores inferiores ao seu valor nominal.

A questão do valor nominal das acções não é, porém, algo que só agora tenha sido discutido pela doutrina em Portugal. Em 1957, José Gabriel Pinto Coelho, publicou um estudo na Revista de Legislação e Jurisprudência, com o título “*Estudo sobre as acções de sociedades anónimas nomeadamente Acções sem valor nominal (No par value shares)*”<sup>84</sup>, e, mais tarde, na altura da entrada de Portugal na moeda única, em 1998, foi elaborado um projecto de diploma que visava a criação e a introdução das acções sem valor nominal no nosso ordenamento jurídico, juntamente com a adopção da nova moeda. Este estudo foi realizado por Paulo Câmara, que, não obstante esse facto, não mereceu a aprovação do Governo em funções.

---

<sup>83</sup> - Como refere o Professor Raúl Ventura in “*Adaptação do direito português à segunda directiva do conselho da comunidade económica europeia sobre o direito das sociedades*”, Doc. e Dir. Comparado n.º3, 1980 – “No nosso actual direito, as acções devem ter valor nominal. O art.º166.º Cod. Com. determina que o capital das sociedades anónimas é sempre representado e dividido por acções em acções de *valor igual*, podendo contudo o mesmo título representar mais de uma acção e o art.º167.º n.º4 enumera entre as indicações que as acções devem conter o valor nominal do título e as entradas realizadas”. pág. 13.

<sup>84</sup> - Neste estudo publicado pelo Prof. Dr. José Gabriel Pinto Coelho, o autor refere que as acções sem valor nominal não são admitidas no ordenamento jurídico Português à data. Contudo, menciona que as acções quota, acções sem valor nominal impróprias poderiam ser admitidas. Com o intuito de demonstrar a possibilidade de consagrar essas acções no ordenamento jurídico português refere um comentário realizado por Garrigues e Uria à lei espanhola de sociedades anónimas de 1951 em que estes afirmam a legalidade das acções quota – “É por isso que, perante as disposições da nova lei espanhola de sociedades anónimas (de 1951), Garrigues e Uria, no respectivo comentário, observando que as acções sem valor nominal não são de admitir no direito positivo do seu país, dada a necessidade por este consagrada de dar às acções um valor aritmético que figure nas acções e conste nos estatutos, afirmam a perfeita legalidade das acções de quotidade (acciones de quota), desde que se respeite quanto a elas o dogma da igualdade do valor decimal dentro da mesma série”. Neste tipo de acções é mencionado, não o valor nominal, mas a percentagem do valor nominal que representam através de um simples calculo aritmético, logo não se pode considerar que esta espécie de acções não indiquem o valor nominal. O Prof. Dr. José Gabriel Pinto Coelho refere que - “Dada esta circunstância, depois de termos excluído sem hesitação a admissibilidade das acções sem valor nominal em presença dos preceitos dos artigos 166.º e 167.º do nosso Código Comercial, parece agora legítimo afirmar também, a despeito destes preceitos legais, a admissibilidade das acções de quotidade no nosso direito positivo.” in *RLJ*, n.º 3091, ano 89.º, Pág. 337-340, cit. Pág. 3091.

## 5.1 A CONSAGRAÇÃO DO REGIME DAS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS

Como já foi referido, o DL 49/2010 consagrou as acções sem valor nominal no ordenamento jurídico português. Esta foi a resposta encontrada pelo legislador nacional, para permitir às sociedades comerciais financiarem-se através de aumentos de capital por recurso à emissão de novas acções.<sup>85</sup>

Para introduzir as acções sem valor nominal no ordenamento jurídico português, o legislador optou por alterar alguns artigos do CSC e não, ao invés, através da publicação de um diploma avulso. O regime consagrado foi, assim, o das acções sem valor nominal impróprias e dentro desta categoria, o das acções quota – *stückaktien*<sup>86</sup> podendo as sociedades optar entre o regime das acções com valor nominal ou pelo regime das acções sem valor nominal, não podendo coexistir os dois regimes na mesma sociedade<sup>87</sup>.

No que ao valor de emissão das acções diz respeito, o legislador nacional equiparou o valor nominal ao valor de emissão. Como resulta do art.º 5º do Decreto-lei n.º49/2010 - “*A expressão “valor nominal” utilizada em qualquer outra lei ou regulamento considera-se substituída pela expressão “valor de emissão”, quando se refira a acções sem valor nominal*”.

A fixação deste valor pode variar de emissão para emissão, ao contrário do regime das acções com valor nominal, em que o valor é estipulado nos estatutos e a emissão nunca poderá ser realizada por um valor abaixo deste. Esta é uma grande vantagem deste sistema, que apenas impede, no art.º 276º n.º3 do CSC, a emissão de acções por um valor abaixo de um cêntimo, podendo, desta forma, a sociedade optar sempre pelo valor mais conveniente para colocar as suas acções. O legislador

---

<sup>85</sup> - “ A esta regra acrescia ainda uma norma fundamental segundo a qual as acções não poderiam ser subscritas abaixo do par, isto é, por valor inferior ao seu valor nominal (cfr. o art.º298º, n.º1, na red. originária).

“Isso significa que a sociedade que se encontra subcapitalizada – isto é, carecia de capitais para prosseguir a sua atividade – e necessitava realizar uma operação de aumento de capital aberta a terceiros deveria previamente proceder ao saneamento financeiro, reduzindo o capital para cobertura de prejuízos, de forma que a subscrição do aumento por valores não inferior ao valor nominal (idêntico para as novas acções e para as já existentes não fosse, minimamente atractivo” in Paulo Olavo e Cunha, “*Aspectos críticos da aplicação prática do regime das acções sem valor nominal*”, Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal, Almedina, Pág.141, Pag 131-152.

<sup>86</sup> - O art.º 272º, a) do CSC obriga a que seja mencionado no contrato das sociedades o número de acções da sociedade. Daqui resulta que se exprime o numero de acções em quantidade e não em percentagem, daí o regime português ser o das acções-parcela. cfr. António Menezes Cordeiro, in “*Acções sem valor nominal*”, RDS II (2010), ¾, Pág. 471-508, Cit. pág. 504.

<sup>87</sup> - Cfr. art.º 276º n.º2 do CSC.

nacional adoptou uma solução similar à instituída pelo legislador belga, uma vez que permite que o valor de emissão das acções possa variar de operação para operação podendo inclusive ser inferior ao valor de uma emissão anteriormente realizada, cfr. art.º 298º n.º 3. A única imposição que este artigo coloca é a necessidade da elaboração de um relatório pelo conselho de administração da sociedade que justifique o valor de emissão e as consequências financeiras para os accionistas.

Esta solução permite uma maior flexibilidade<sup>88</sup> de financiamento das sociedades, pois não têm de obedecer a um valor mínimo para a emissão de novas acções, tendo apenas como limitação a proibição de emissão de acções abaixo de um cêntimo<sup>89</sup>.

Porém, quando a emissão das acções é realizado por um valor inferior às anteriores, os sócios correm o risco de verem as suas participações diluídas se optarem por não concorrerem aos aumentos de capital. Como já foi referido, no regime das acções sem valor nominal adoptado na Alemanha, em que também são utilizadas as acções parcela, os direitos e deveres dos sócios são aferidos através do cálculo do valor contabilístico<sup>90</sup> das mesma e não pelo valor de emissão. O valor contabilístico resulta da divisão do valor do capital social pelo número de acções emitidas<sup>91</sup>. Desta forma, as acções têm sempre o mesmo valor, representando os mesmos direitos e deveres de cada sócio<sup>92</sup>, independentemente do valor pelo qual foram emitidas. Esta situação leva a que quem pagou um valor mais elevado pelas acções fique desprotegido, pois terá os mesmo direitos e deveres de um sócio que pagou menos, ou mesmo muito menos pelas suas acções.

Para a distribuição de lucros ou dividendos, também é utilizado o valor contabilístico para determinar o que será atribuído a cada sócio. Importa referir que

---

<sup>88</sup> - Cfr. Paulo de Tarso de Domingues, in “*Traços essenciais do novo regime das acções sem valor nominal*”, Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal, 2011 Almedina, Pág. 107-129, cit. pág. 1116-117; cfr. tb António Menezes Cordeiro, in “*Acções sem valor nominal*”, RDS II (2010), <sup>3</sup>/<sub>4</sub>, Almedina, pág. 471-508, cit. pág. 506; cfr. tb Cfr. Paulo Câmara e Ana Filipa Morais Antunes, “*Acções em valor nominal*”, 1º Edição, 2011, Coimbra Editora, cit. pág. 108-109.

<sup>89</sup> - Cfr. art.º 276º n.º3 do CSC.

<sup>90</sup> - Cfr. art.º 92º n.º 1 do CSC.

<sup>91</sup> - Dos art.º 9º, n.º1, f) e art.º 272º, a) do CSC resulta a necessidade de constar do contrato de sociedade o valor do capital social e o número de acções emitidas

<sup>92</sup> - Cfr. Paulo de Tarso de Domingues, in “*Traços essenciais do novo regime das acções sem valor nominal*”, Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal, 2011 Almedina, pág. 107-129, cit. pág. 119-121,

as sociedades podem emitir acções em que se estabeleça um premio de emissão para cada acção<sup>93</sup>.

A adopção pela sociedade do regime das acções sem valor nominal cabe aos sócios. Para o efeito, é necessário que se proceda a uma alteração dos estatutos da sociedade. Nesse sentido, deverá ser convocada uma reunião de assembleia geral da sociedade com esse propósito, devendo isso constar da convocatória cfr. art.º 377º do CSC. Os sócios deliberarão a alteração dos estatutos da sociedade, de acordo, com o art.º 85º do CSC, sendo necessária que a mesma seja aprovada por maioria qualificada de dois terços dos votos emitidos<sup>94</sup>, sendo, numa primeira assembleia geral necessária a presença de, pelo menos, os sócios que correspondam a um terço do capital social da sociedade, quórum esse constitutivo que cai em segunda convocatória. A alteração do contrato de sociedade no caso de ser aprovada será reduzida a escrito, cfr. art.º 85º n.º3 do CSC<sup>95</sup>.

## **5.2 AS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL E A EXACTA FORMAÇÃO DO CAPITAL SOCIAL**

A introdução das acções sem valor nominal poderia levantar problemas relacionados com a formação do capital social e a sua função de garantia para os credores. Porém, e como decorre da imposição da segunda directiva do capital, o princípio da exacta formação do capital social, continua a aplicar-se tanto às sociedades com acções com valor nominal como às sociedades com acções sem valor nominal. Nas sociedades com acções com valor nominal, a formação do capital social é garantida pela proibição de emissão de acções abaixo do par<sup>96</sup>. Nestas sociedades, o

---

<sup>93</sup> - Cfr. art.º 295º n.º3 a) do CSC.

<sup>94</sup> - Cfr. art.º 383º n.º2 do CSC

<sup>95</sup> - Duas sociedades anónimas portuguesas que já adoptaram nos seus estatutos as acções sem valor nominal foi o BES e o BCP, que convocaram as respectivas assembleias gerais com esse propósito. Cfr. Paulo Olavo e Cunha, “*Aspectos críticos da aplicação prática do regime das acções sem valor nominal*”, Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal, Almedina, 2011, pág.141, cit. pág. 144-145.

<sup>96</sup> - “Ora, por imposição comunitária – e por razões que se fundam na protecção de terceiros mas também na tutela dos interesses dos próprios sócios –, o valor nominal da participação social não pode ser superior ao real valor da contribuição do sócio, i. é, não pode, em caso algum, ser superior à importância em dinheiro com que cada sócio entra para a sociedade, ou ao valor venal dos bens, ditos em espécie, que constituem o aport desse mesmo sócio. Trata-se da chamada proibição da emissão de acções “abaixo do par”, que, entre nós, está consagrada com carácter geral, a todos os tipos societários, no art.º25.º CSC e, especificamente prevista, para as SA, no artigo 298º, n.º1 do CSC.” in Paulo Tarso Domingues, “*O capital social como entrave ao financiamento das sociedades. Os novos conceitos e*

valor de emissão das acções equivale ao valor nominal das acções que os sócios subscrevem nas entradas, de modo a subscrever as respectivas participações sociais. Quando as acções das sociedades não têm valor nominal, este princípio também se mantém, uma vez que não podem ser emitidas acções abaixo do par da emissão. Embora as acções deixem de ter um valor nominal, continua a existir uma relação entre as participações sociais e o capital social, representando as participações sociais uma fracção do capital social.

O princípio da intangibilidade<sup>97</sup> também continua a vigorar, o que confere ao capital social um estatuto de integridade e de estabilidade. Este estatuto é conseguido através de um conjunto de regras legais, que tem como objectivo garantir a conservação do capital social. Esta obrigatoriedade está prevista, nomeadamente, nos arts.º 32º a 35º do CSC.

Quando resultar da distribuição de dividendos aos sócios<sup>98</sup>, com a excepção dos casos que a sociedade sofra perdas, cfr. art.º 35º do CSC, a aplicação do princípio da intangibilidade do capital social proíbe que o património líquido da sociedade<sup>99</sup> desça abaixo do valor do capital social.

Contudo, o capital social nas sociedades que adoptam o regime das acções sem valor nominal, já não corresponderá, à soma do valor nominal das acções, uma vez que este valor deixa de existir. Corresponderá, sim à soma do valor das entradas dos sócios no momento da sua constituição. Desta forma, o capital social passa a ser livremente fixado pela sociedade, pois será a esta que caberá definir o valor pela qual as acções serão emitidas e, desse valor, os valores destinados ao capital social e ao pagamento do prémio de emissão no caso de emitirem as acções em que tal esteja previsto, desde que o capital social mínimo seja de 50.000€ (cinquenta mil euros) como é exigido para as sociedades anónimas<sup>100</sup>. Neste casos, de acordo com o art.º

---

*regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?”*, DSR, Outubro de 2009, Ano 1, Vol. 2, Almedina, pág. 177, pág. 175-200.

<sup>97</sup> - O princípio da intangibilidade estabelece que o capital social das sociedades é intangível, não podendo ser distribuídos aos sócios bens nem valores que impliquem a diminuição do capital social da sociedade. Cfr. Paulo de Tarso Domingues, in *“Capital e património sociais, lucros e reservas”*, Estudos de Direito das Sociedades, 9º Edição, 2007, Almedina, pág.173-231, cit. pág. 206-207

<sup>98</sup> - Cfr. art.º32º n.º1 do CSC.

<sup>99</sup> - “O capital próprio da sociedade corresponde à sua situação líquida: ao património (líquido) societário que é formado exclusivamente à custa dos bens de que a sociedade beneficie com carácter de estabilidade, incluindo os que são necessários para cobrir o capital social acrescido das reservas legais (obrigatórias e especiais) acumuladas” in Paulo Olavo e Cunha, *“Direito das Sociedades Comerciais”*, 4º Edição, 2010, Almedina, Pág. 466-467.

<sup>100</sup> - Cfr. art.º 276º n.º5 do CSC.

295º n.º3, a), será à sociedade que caberá determinar o valor de emissão das acções que corresponderá ao capital social – *stated capital*<sup>101</sup>.

## **6. AS DESVANTAGENS DA APLICAÇÃO DO REGIME DAS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL**

Apesar da grande vantagem apresentada pelo regime das acções sem valor nominal, ao permitir a emissão de acções abaixo do par e, com isso, o recurso ao financiamento bolsista, este regime também apresenta algumas desvantagens.

O valor nominal das acções permite aferir, com recurso ao capital social da sociedade que desempenha uma função organizativa<sup>102</sup>, os direitos e deveres de cada sócio. Com a sua supressão, isso deixa de acontecer, sendo, por isso, mais difícil de determinar os direitos corporativos inerentes a cada um.

No entanto, o maior perigo das acções sem valor nominal prende-se com a possibilidade de existirem comportamentos abusivos e oportunistas por parte de um qualquer sócio maioritário.

Uma vez que é aos sócios a quem compete fixar um valor de emissão das acções e, como já referimos neste trabalho, independentemente do valor de emissão destas, elas representam sempre os mesmos direitos e obrigações de cada sócio, os sócios maioritários podem aproveitar essa disponibilidade para fixar um valor de emissão que lhes seja mais favorável, podendo assim ficar os pequenos accionistas numa posição fragilizada.

Como forma de prevenir esta situação, o CSC prevê a necessidade de apresentação de um relatório do conselho de administração – “sobre o valor fixado e sobre as consequências financeiras da emissão para os accionistas”<sup>103</sup>, o que permite clarificar os sócios e justificar a opção pelo valor de emissão inferior. A deliberação sobre o valor de emissão também não poderá ser delegada ao conselho de

---

<sup>101</sup> - Cfr. Paulo Tarso Domingues, “*Capital e património sociais, lucros e reservas*” in Estudo de Direito das Sociedade, Almedina, 2010, Pág.175-260, Pág. 189

<sup>102</sup> - Cfr. Paulo de Tarso de Domingues, in “*Traços essenciais do novo regime das acções sem valor nominal*”, Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal, 2011 Almedina, Pág. 107-129, cit. pág. 125-126

<sup>103</sup> - Cfr. art.º 298º, n.º3 do CSC

administração, cabendo unicamente aos sócios a decisão sobre o assunto, com a excepção do aumento de capital cfr. art.º 456º do CSC<sup>104</sup>.

## **7. AS DIFERENÇAS ENTRE O REGIME DAS ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL EUROPEU E NORTE-AMERICANO**

Como resulta da leitura dos capítulos deste trabalho sobre a forma como foi consagrado o regime das acções sem valor nominal na Europa e nos Estados-Unidos, podemos concluir que na Europa os legisladores dos diferentes Estados Membros optaram por um regime de acções sem valor nominal impróprias, enquanto o legislador americano optou pelo regime das acções sem valor nominal próprias.

Na Europa, a Bélgica é o único país dos aqui referidos que permite a coexistência na mesma sociedade de acções com e sem valor nominal, seguindo o exemplo do regime norte-americano neste aspecto. Para além disto, a legislação belga permite ainda a emissão de acções abaixo do valor de uma emissão realizada anteriormente. Esta opção foi também seguida pelo legislador português. Podemos mesmo afirmar que na Europa, apenas não é mencionado o valor nominal das acções nos títulos, pois, a qualquer momento, tendo por base o capital social, é possível aferir-se do valor das acções de uma sociedade.

Esta opção do legislador europeu vai no sentido de continuar a consagrar o capital social no ordenamento societário europeu e cumpre o tipificado na segunda directiva do capital. O capital social continua vivo no ordenamento jurídico dos países europeus e é obrigatório cumprir certos princípios, como o da exacta formação do capital social e o da intangibilidade do capital social. Desta forma, o capital social continua a desempenhar a função de garantia dos e aos credores.

Nos Estados-Unidos o legislador optou pelo regime das acções sem valor nominal próprias – *true no par shares*. Este tipo de acções não tem qualquer relação com o capital social da sociedade, aliás o instituto do capital social já deixou de fazer parte do MBCA desde 1980. Este regime das *true non pare shares* simplifica a emissão e a colocação de novas acções no mercado, independentemente da cotação

---

<sup>104</sup> - Cfr. Paulo de Tarso de Domingues, in “*Traços essenciais do novo regime das acções sem valor nominal*”, Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal, 2011 Almedina, pág. 107-129, cit. pág. 126-127

que as acções tenham em bolsa, o que facilita o financiamento das sociedades nos mercados bolsistas.

Podemos, por isso, afirmar que em matéria de acções sem valor nominal, existe uma grande diferença nos regimes Europeu e norte-americano. No caso norte-americano, o legislador, na linha de tradição do recurso ao financiamento bolsista, como forma de financiamento, optou por uma legislação mais liberal, de forma a facilitar a emissão de acções e a sua colocação em bolsa. Na Europa, onde o financiamento tradicionalmente se realiza com o recurso ao crédito bancário, o legislador optou por um regime tradicional onde, à excepção de Portugal e Bélgica, a emissão de novas acções está sempre condicionada ao valor de emissão de uma anterior operação.

## 8. CONCLUSÃO

Chegados a este ponto é altura de fazermos um balanço sobre a introdução das acções sem valor nominal no ordenamento jurídico português.

O objectivo do legislador nacional ao introduzir no nosso ordenamento jurídico as acções sem valor nominal é o de garantir às sociedades a possibilidade de estas se financiarem através da emissão de novas acções. Esta possibilidade estava-lhes vedado até ao momento, sempre que a cotação das suas acções estava abaixo do valor nominal, o que, por imposição legal não lhes permitia proceder a novas emissões

Como resposta inicial a este problema, o legislador publicou o Decreto-Lei 64/2009 que visava permitir a diminuição do valor das acções com vista à emissão de novas acções. Contudo, esta tentativa de resposta ao problema não foi utilizada pelas sociedades dada a grande dificuldade que a sua utilização acarretava tendo o legislador optado antes por introduzir as acções sem valor nominal no ordenamento jurídico português.

Na nossa opinião, esta foi a evolução lógica e a solução mais correcta que o legislador poderia adoptar como forma de resolver o problema do financiamento com que muitas sociedades estavam confrontadas. Como referimos, muitos países europeus e os Estados-Unidos já tinham consagrado esta solução nos seus respectivos ordenamentos jurídicos, o que colocava Portugal numa posição de desvantagem face a estes países.

O regime adoptado pelo legislador português para a introdução das acções sem valor nominal foi, no nosso entender, a forma correcta. Por um lado, e como consequência da necessidade de cumprir com o estipulado pela segunda directiva do capital, o legislador adoptou o regime das acções sem valor nominal impróprias, e dentro desta modalidade, as acções parcela, como aconteceu também na Alemanha. Porém, seguiu a mesma opção do legislador belga, o que permite às sociedades estipularem o valor de emissão para cada operação e podendo ser abaixo da anterior. Esta solução permite uma maior flexibilidade de financiamento às sociedades, pois permite-lhes, a cada momento, adequar o valor de emissão às circunstâncias do mercado.

Por outro lado, o regime do capital social manteve-se intacto, continuando a vigorar os princípios da exacta formação do capital social, e o da intangibilidade do

mesmo. Desta forma ficam assim, devidamente acautelados os interesses dos credores.

Finalmente importa salientar que em Portugal, e como referimos nesta dissertação, existem dois casos, de conhecimento público, de duas sociedades que procederam à alteração dos respectivos estatutos, de forma a ambas consagrarem as acções sem valor nominal, o que desde já demonstra a oportunidade e validade da solução adoptada pelo legislador nacional.

## **BIBLIOGRAFIA**

### **Abreu, Jorge Manuel Coutinho de**

- *Curso de Direito das Sociedades*, Volume II das Sociedades, 2º Ed., Almedina, 2007

### **Buttimer, Harry**

- *The Evaluation of Stated Capital*, *The Accounting Review*, Vol. 37, No 4 (Oct. 1962)

### **Câmara, Paulo**

- *Acções sem valor nominal*, 1º Edição, 2011, Coimbra Editora

- *O Decreto-Lei n.º 64/2009: diminuição extraordinária do valor nominal das acções*”, *RDS I* (2009), 2, Almedina

### **Coelho, José Manuel Pinto**

- *Estudo sobre as acções de sociedades anónimas, nomeadamente Acções sem valor nominal* (No par value shares), *RLJ*, n.º 3091, ano 89.º

### **Cordeiro, António Menezes**

- *Acções sem valor nominal*, *RDS II* (2010), ¾, Almedina

### **Cunha, Paulo Olavo e**

- *Aspectos críticos da aplicação prática do regime das acções sem valor nominal*, *Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal*, 2011, Almedina

- *Direito das Sociedades Comerciais*, 3º Ed., Almedina, 2007

### **Domingues, Paulo de Tarso**

- *Capital e património sociais, lucros e reservas*, *Estudos de Direito das Sociedades*, 9º Edição, Almedina

- *O capital social como entrave ao financiamento das sociedades. Os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?*, *DSR*, Outubro de 2009, Ano 1, Vol. 2, Almedina

- *Traços essenciais do novo regime das acções sem valor nominal*, *Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal*, 2011 Almedina

- *As acções sem valor nominal*, in DSR, 2010, ano 2, Vol. 4, Almedina
- *O capital social como entrave ao financiamento das sociedades. Os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?*, DSR, Outubro de 2009, Ano 1, Vol. 2, Almedina
- *Variações sobre o capital social*, Almedina, Coimbra 2009

**Duarte, Rui Pinto**

- A subcapitalização das sociedades no Direito Comercial, Fisco, n.ºs 76/77, ano VIII, 1996

**Figá-Talamanca, Giovanni**

- *Il valore nominale delle azioni*, 229 Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Casa Editrice Giuffrè
- *Euro e azioni*, Europa e Diritto Societario, Revista delle società, 2001

**James C. Bonbright,**

- *The Dangers of Shares without Par Value*”, Columbia Law Review, Vol. 24, No.5 (May, 1924)

**Pinto, Alexandre Mota**

- *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III (Artigos 175º a 245º), 2011, Almedina,
- *Do contrato de suprimento. O financiamento da sociedade entre capital próprio e capital alheio*, Dezembro 2002, Almedina

**Sterk, Stewart E.,**

- *Asset Protection Trusts: Trust Law's Race to the Bottom?*, April 2000, Cornell Law Review

**Vasconcelos, Pedro Pais de**

- A participação social nas sociedades comerciais, 2º Edição, Almedina

**Ventura, Raúl**

- *Adaptação do direito português à segunda directiva do conselho da comunidade econômica europeia sobre o direito das sociedades*, Doc. e Dir. Comparado nº3, 1980.

**Winter (Relatório)**, elaborado pelo designado *High level group of company law experts*, presidido por Jaap Winter, com o título “*A modern regulatory framework for company law in Europe*”, de 4 de Novembro de 2002, cuja versão em inglês se pode consultar em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf)

**JURISPRUDÊNCIA**

Colectânea de Jurisprudência

<http://eur-lex.europa.eu>

<http://supreme.justia.com/us>