



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA | FACULDADE DE DIREITO
ESCOLA DE LISBOA

Mestrado em Direito e Gestão
Dissertação de Mestrado

AS AÇÕES SEM VALOR NOMINAL
E O FINANCIAMENTO DAS SOCIEDADES ANÓNIMAS

Agilizar o quadro legal

Orientação: Professora Doutora Fátima Gomes e Professor Dr. Franquelim Alves

Aluna: Rita Vieira Marques, nº 142710031

Julho de 2013

ABREVIATURAS

Art.º	Artigo
Código Comercial	Código Comercial de 1888, com alterações
CSC	Código das Sociedades Comerciais, com alterações
CMVM	Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários
CVM	Código dos Valores Mobiliários, com alterações
Diretiva do Capital	Diretiva 2012/30/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de outubro de 2012, que revogou a Diretiva 77/91/CEE (também conhecida como a 2.ª Diretiva sobre o Direito societário)
Estudo da KPMG	KPMG Feasibility Study on Capital Maintenance – Main Report
EUA	Estados Unidos da América
JO	Jornal Oficial das Comunidades Europeias/União Europeia
Grupo de Peritos	High Level Group of Company Law Experts
MBCA	Model Business Corporation Act, na versão publicada em 1950
P. explo.	Por exemplo
RMBCA	Revised Model Business Corporation Act, na versão publicada em 2005
Relatório Winter	Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (4 de novembro de 2002)
Sociedades cotadas	Sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado
UE	União Europeia
2.ª Diretiva	Diretiva 77/91/CEE, designada por Segunda Diretiva do Conselho, de 13 de Dezembro de 1976 (publicada no JO L 26 de 31.1.1977, p. 1)

ÍNDICE

1. Introdução	5
2. O financiamento das sociedades anónimas no sistema atual	9
2.1. O regime do capital social	9
2.1.1. As funções atribuídas ao capital social	9
2.1.2. Os princípios decorrentes da exigência do capital social	10
2.1.3. Análise crítica	11
2.2. O regime jurídico do financiamento das sociedades anónimas através da captação de capitais próprios	12
2.2.1. Insuficiências do regime das ações com valor nominal	12
2.2.2. O regime introduzido pelo Decreto-lei n.º 49/2010, de 19 de maio	14
2.3. As vantagens das ações sem valor nominal	15
2.3.1. Enumeração de algumas vantagens	15
2.3.2. Ações sem valor nominal em sentido próprio e impróprio	17
3. Para uma reconfiguração do quadro legal quanto às ações sem valor nominal	19
3.1. Ponto de partida	19
3.1.1. Apreciação crítica do regime consagrado no artigo 298.º do CSC	22
3.2. Elementos para um novo modelo normativo	24
3.2.1. Riscos decorrentes da liberdade de fixação do preço de emissão	24
3.2.2. Uma proposta de agilização do sistema legal	26
3.2.3. Alteração do quadro legal	28
3.3. A salvaguarda dos interesses dos credores e dos acionistas	30
3.3.1. A proteção dos interesses dos credores	30
3.3.2. A salvaguarda dos interesses dos acionistas	31
a) A determinação do referente para o exercício dos direitos dos acionistas	31
b) A tutela e a proteção da posição relativa dos acionistas	36
4. Algumas implicações das alterações propostas	40
4.1. O abandono do conceito de prémio de emissão	40
4.2. A importância do direito de preferência legal na subscrição de novas ações	42

4.3. A (possível) consagração das verdadeiras ações sem valor nominal.....	46
5. Conclusão.....	52
Bibliografia	56

1. Introdução

No caso das sociedades anónimas, o valor nominal das ações revela, desde há muito tempo, um conjunto de limitações práticas. Esta questão começou por ser encarada nos EUA, onde se colocavam problemas associados ao *high par stock* (em especial à responsabilidade dos acionistas decorrente das *watered shares*¹), ao financiamento das empresas quando o valor de mercado das ações se encontrava abaixo do valor nominal e a um problema fiscal resultante de a tributação da emissão das ações ser efetuada com base no seu valor nominal e não no valor real das contribuições.

Em virtude dessas limitações, foram adotadas nos EUA as *low par stock* a partir do início do séc. XX. Atendendo, porém, a que, do ponto de vista prático, acabava por não haver grandes diferenças entre estas ações e as ações sem valor nominal, e a que estas últimas ainda apresentavam a vantagem sobre as primeiras de dissociar o seu valor das entradas do capital social, os estados federados, com o estado de Nova Iorque como pioneiro em 1912 (com a *Stock Corporation Law* desse ano), começaram a consagrar as *no par stock*.

As *no par stock* mantiveram-se, contudo, a par da figura do capital social, o que implicou uma alteração da noção de capital social, uma vez que este deixou de corresponder ao somatório dos valores nominais das participações sociais (*legal capital*) para passar a representar o valor das entradas dos sócios que é imputado a capital social pela sociedade (*stated capital*). A própria figura do capital social viria a ser posteriormente abolida de modo progressivo nos EUA, com o estado da Califórnia como pioneiro, ao eliminar simultaneamente os conceitos de capital e de valor nominal das ações em 1975². Em 1980, foi a vez de a lei-modelo *Model Business Corporation Act*³ ser alterada de modo a serem eliminadas as referências que eram feitas àquelas figuras. Esta lei-modelo passou, aliás, a prever uma estrutura mais simples e flexível ao nível da emissão de ações e da distribuição de

¹ Trata-se de ações subscritas pelos sócios em contrapartida de entradas realizadas por um valor real inferior ao valor nominal das ações. As entradas realizadas são, por conseguinte, sobreavaliadas.

² Sobre a evolução descrita para os EUA, cfr. TARSO DOMINGUES, PAULO DE, *Variações sobre o capital social*, Almedina, Coimbra, 2009, págs. 82, 101- 119 e MANNING, BAYLESS e HANKS JR., JAMES, *Legal Capital*, Foundation Press, New York, 1990, págs. 26-29 (*vide*, em especial, o precedente judicial criado, em 1891, pelo Supremo Tribunal norte-americano no caso *Handley v. Stutz*, de acordo com o qual uma sociedade anónima poderia, com base na racionalidade económica, emitir ações ao melhor preço que conseguisse obter, inclusivamente abaixo do par) e págs. 176 ss.

³ O *Model Business Corporation Act* (MBCA) é uma lei-modelo preparada pela American Bar Association, que foi publicada pela primeira vez em 1950, numa altura em que se verificava uma grande heterogeneidade legislativa, subsequente à segunda guerra mundial, no campo do direito societário. Em 1984, o MBCA foi profundamente alterado, passando, deste então, a ser conhecido por *Revised Model Business Corporation Act* (RMBCA), o qual continua hoje a ser objeto de permanente modernização. O MBCA constitui a base do direito societário de 35 estados federados.

bens aos acionistas, estabelecendo, quanto à emissão de ações, um conjunto de princípios em substituição de um regime assente em restrições.

Por sua vez, na UE, a possibilidade da adoção de ações sem valor nominal encontrava-se já prevista na 2.^a Diretiva, de 13 de dezembro de 1976 ⁴, assim como na 4.^a Diretiva, de 25 de julho de 1978 ⁵. Porém, só a partir do final do século passado, no âmbito da adaptação das legislações nacionais à moeda única, é que as ações sem valor nominal começaram a ser introduzidas nos ordenamentos nacionais dos maiores estados membros da União Europeia (casos da Alemanha, França, Áustria e Itália)⁶. A Bélgica, no entanto, já admitia desde o início do séc. XX as chamadas *actions de quotité*. Também o Luxemburgo já admitia as *Stückaktien* antes da adoção da 2.^a Diretiva⁷.

Tendo, porém, em conta que a Diretiva do Capital impõe o regime do capital social para as sociedades anónimas, as ações sem valor nominal têm sido introduzidas no espaço europeu necessariamente em coexistência com este regime. Tal coexistência corresponde, de resto, ao que foi a experiência americana durante um longo período de tempo, como se viu.

Ora, perante este cenário, coloca-se a questão de saber se a arquitetura atualmente prevista na UE permite efetivamente realizar as vantagens associadas às ações sem valor nominal, nomeadamente em matéria de financiamento das empresas.

Veja-se que o Relatório Winter⁸, ao analisar a eficácia dos mecanismos existentes em matéria de constituição e de conservação do capital social nas sociedades anónimas, conclui que alguns desses mecanismos constituem verdadeiros impedimentos ao financiamento e à reorganização eficientes das empresas na Europa⁹.

⁴ Também conhecida como a “Diretiva do Capital” (Diretiva n.º 77/91/CEE, JO L 26 de 31.1.1977), esta Diretiva dispunha sobre a constituição da sociedade anónima, bem como sobre a conservação e as modificações do seu capital social, até ser revogada pela atual Diretiva do Capital (Diretiva n.º 2012/30/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de outubro de 2012). Esta última diretiva manteve, no entanto, praticamente intocadas as disposições da 2.^a Diretiva, tendo as alterações introduzidas um cariz sobretudo formal.

⁵ A 4.^a Diretiva (Diretiva n.º 78/660/CEE, JO L 222 de 14.8.1978) diz respeito às contas anuais das sociedades de capitais. Há nela diversas referências ao «valor contabilístico» das ações sem valor nominal (p. explo., art.º 43.º, n.º 1, alíneas c) e d)).

⁶ Relatório *Rickford*, pág. 929; TARSO DOMINGUES, PAULO DE, «O capital social como entrave ao financiamento das sociedades. Os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?», in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano I, 2009, Vol.2, Almedina, Coimbra, 2009, págs. 184-185 e «As acções sem valor nominal», in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano II, 2010, Vol. 4, Almedina, Coimbra, págs. 196-197.

⁷ SOVERAL MARTINS, ALEXANDRE DE, *Cláusulas do Contrato de Sociedade que Limitam a Transmissibilidade das Acções*, Almedina, Coimbra, 2006, págs. 120-123.

⁸ Este relatório foi elaborado por um Grupo de Peritos, chefiado por Jaap Winter, o qual foi constituído pela Comissão Europeia em setembro de 2001 com o objetivo de fazer recomendações quanto à modernização do Direito societário europeu. O seu mandato foi, porém, estendido em abril de 2002, para que se pudesse debruçar igualmente sobre questões específicas de *corporate governance*, entre as quais se incluíam o tema da constituição e da conservação do capital social nas sociedades anónimas, tendo, então, sido publicado, em 4 de novembro de 2002, o relatório a que aqui fazemos referência.

⁹ Relatório *Winter*, pág. 30 (versão inglesa).

Têm, aliás, surgido diversas vozes defensoras da necessidade de reforma do atual sistema do capital social¹⁰, visando dotar o Direito europeu de normas mais eficientes e menos onerosas para os agentes económicos, nomeadamente em matéria de financiamento das sociedades.

Veja-se que, historicamente, a harmonização do Direito societário a nível europeu se centrou sobretudo na proteção dos interesses dos acionistas e de terceiros. Contando com a 1.^a Diretiva (de 1968), a União Europeia aprovou, até hoje, 13 Diretivas em matéria de Direito das sociedades¹¹, as quais visavam coordenar as garantias exigidas pelos estados membros às empresas em matéria de proteção dos interesses dos acionistas e de terceiros, de modo a torná-las equivalentes em todo o espaço europeu. Ora, neste processo de harmonização, tornou-se patente a secundarização dos interesses das próprias sociedades.

Por isso, alguns estudos recentes, como é o caso do Relatório Winter, propõem que a nova legislação europeia em matéria de Direito societário passe a ter como principal preocupação a criação de mecanismos favoráveis ao desenvolvimento das atividades comerciais de forma eficiente, tornando as empresas europeias mais competitivas e capazes de responder aos desafios colocados pelo mercado único europeu¹² e por uma economia mundial fortemente globalizada.

Neste mercado mais competitivo e mais exigente, torna-se especialmente importante disponibilizar às empresas europeias mecanismos jurídicos flexíveis que lhes permitam proceder a reorganizações societárias eficientes, adaptar as suas estruturas de capital às necessidades de financiamento e atrair novos investidores.

A proteção dos acionistas e de terceiros não deve, contudo, deixar de ser uma parte integrante do Direito societário, atendendo a que a proteção destes interesses permite igualmente aumentar a eficácia da legislação europeia, ao reduzir os custos e os riscos dos agentes que participam no mercado e que lidam com as empresas¹³.

¹⁰ As posições expressas por diversos especialistas vão desde a mera necessidade de reformar certos pontos da 2.^a Diretiva (atual Diretiva 2012/30/EU) tornados obsoletos até à sugestão da substituição total do sistema europeu do capital social por outros cuja arquitetura não assente sobre a figura do capital social (cfr., entre outros, Relatório *Winter*, Estudo da KPMG, Relatório *Rickford* e MACEY, JONATHAN R. e ENRIQUES, LUCA, «Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules», in *Faculty Scholarship Series – Yale Law School*, Paper 1413, 2001).

¹¹ 1.^a, 2.^a, 3.^a, 4.^a, 6.^a, 7.^a, 8.^a, 10.^a, 11.^a, 12.^a e 13.^a Diretivas e Diretivas 2006/43/CE e 2007/36/CE, com as alterações relevantes. Estas diretivas são geralmente apelidadas de diretivas de «coordenação» em matéria de Direito das sociedades, o que decorre do facto de «as primeiras diretivas em matéria de sociedades terem sido adoptadas sob a expressa invocação da então alínea g) do n.º 3 do art.º 54.º do Tratado CEE, que se refere à coordenação das garantias exigidas nos estados membros às sociedades» - cfr. PINTO DUARTE, RUI, *Escritos sobre Direito Das Sociedades*, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pág. 187 e ss.

¹² Relatório *Winter*, págs. 29-30 (versão inglesa).

¹³ Relatório *Winter*, idem.

As normas jurídicas em matéria de Direito das Sociedades devem, assim, visar atingir um equilíbrio de interesses justo, proporcional e eficiente, respeitando o melhor possível, por um lado, o direito dos acionistas a obterem a remuneração adequada ao seu investimento, por outro, o direito dos credores a serem pagos pelos seus créditos¹⁴ e, ainda, a necessidade das empresas de captarem recursos e de se posicionarem de forma sólida no mercado.

Na presente dissertação, propomo-nos analisar como as ações sem valor nominal poderiam ser compatibilizadas com o atual sistema de capital social, de modo a otimizar os instrumentos jurídicos à disposição das sociedades anónimas para que estas possam satisfazer as suas necessidades de financiamento. Para tal, teremos em conta as restrições comunitárias previstas na Diretiva do Capital quanto a esta matéria e avançaremos com propostas de elementos para um novo modelo normativo.

Com o nosso estudo, procuraremos demonstrar como as ações sem valor nominal permitem ultrapassar muitos dos problemas associados ao valor nominal, o que implicará, na prática, retirar ao capital social parte da sua importância no que diz respeito à função de produção ou financiamento. A final, faremos ainda uma breve reflexão sobre a possibilidade da consagração das verdadeiras ações sem valor nominal no atual sistema de capital social, com a consequência de retirar igualmente ao capital social, como veremos, parte da sua importância quanto à função de organização.

Ainda que o legislador português tenha estendido as regras previstas na 2.^a Diretiva à generalidade das sociedades comerciais portuguesas¹⁵, apenas as sociedades anónimas serão objeto da nossa atenção. De facto, atendendo às características próprias das sociedades anónimas, consideramos que as ações sem valor nominal merecem um tratamento autónomo. Veja-se, aliás, que a Alemanha, a França e a Itália, ao adotarem a possibilidade da emissão de participações sociais sem valor nominal, apenas a aplicaram às sociedades anónimas, e não às figuras equivalentes às nossas sociedades por quotas¹⁶.

O desenvolvimento do tema terá a seguinte sequência: começaremos, no capítulo 2, por abordar a importância económica das ações sem valor nominal, onde realçaremos a sua relevância para a agilização do financiamento das sociedades anónimas; apresentaremos, a seguir, no capítulo 3, as nossas propostas, justificando-as a partir das limitações que identificaremos no regime atual; por último, no capítulo 4, analisaremos algumas das implicações destas propostas.

¹⁴ Relatório *Rickford*, pág. 995.

¹⁵ MACEY e ENRIQUES (págs. 1167-1168) criticam, aliás, esta opção, considerando que os estados membros se devem abster de prever nos seus ordenamentos jurídicos normas relativas ao capital social mais rígidas do que aquelas que já existem a nível comunitário (as quais, como vimos, estão circunscritas às sociedades anónimas).

¹⁶ TARSO DOMINGUES, «O capital social...», nota de rodapé (48).

2. O financiamento das sociedades anónimas no sistema atual

2.1. O regime do capital social

2.1.1. As funções atribuídas ao capital social

O capital social é considerado uma pedra angular do Direito societário europeu. São-lhe atribuídas, fundamentalmente, numa perspetiva externa e interna as funções de¹⁷:

- **Garantia:** neste caso, o capital social é considerado o garante do pagamento dos créditos de terceiros, o que é assegurado através da consagração de diversas normas jurídicas relativas à constituição e conservação do capital social, que obrigam a que o património líquido da sociedade seja pelo menos igual ao capital social nominal;

- **Produção ou financiamento:** os bens que se destinam a cobrir o valor do capital social são considerados um meio de financiamento da sociedade, visando assim o desenvolvimento da sua atividade.

- **Organização:** o capital social apresenta-se igualmente como uma figura que permite determinar e proteger a posição relativa de cada sócio. Veja-se, a este propósito, que a lei faz depender o exercício de um certo número de direitos societários da proporção do valor da participação no capital. Por outro lado, o capital social protege a posição relativa de cada sócio, garantindo-lhes a igualdade de tratamento através da proibição de emissão de ações abaixo do par, dado que todos eles têm de efetuar contribuições idênticas para serem titulares de participações sociais iguais.

Entre estas, a função de proteção dos credores é considerada a «função rainha»¹⁸. Para efetivar esta proteção, os sócios, em contrapartida do privilégio da responsabilidade limitada, aceitam fazer contribuições mínimas para a sociedade (contabilizadas como capital social), as quais não lhes podem ser devolvidas (art.º 15.º, n.º1, alínea a) da Diretiva do Capital e art.º 32.º, n.º1 do CSC¹⁹), exceto em caso de liquidação da sociedade e após a satisfação dos direitos dos credores (art.º 156.º)²⁰.

¹⁷ Seguimos, nesta parte, TARSO DOMINGUES, *Variações...*, págs. 125-130.

¹⁸ TARSO DOMINGUES, *Variações...*, pág. 125.

¹⁹ As normas jurídicas indicadas doravante sem referência ao diploma legislativo correspondente fazem parte do CSC na versão mais recente introduzida pelo decreto-lei n.º 53/2011, de 13 de abril.

²⁰ Relatório *Rickford*, págs. 928, MACEY e ENRIQUES, pág. 1173-1174 e MOTA PINTO, ALEXANDRE CARDOSO CORREIA DA, *The Europeanization of Legal Capital: Searching for new ways of protecting creditors in limited liability companies*, 2007 (Tese de Doutoramento, Instituto Universitário Europeu, Florença, não publicada), págs. 100 e 111-116.

2.1.2. Os princípios decorrentes da exigência do capital social

De acordo com a Diretiva do Capital, a teoria do capital social assenta em três pilares: o princípio do capital social mínimo, o princípio da exata formação do capital social e o princípio da conservação do capital social²¹.

Como consequência, a Diretiva do Capital impõe um conjunto de limitações relativas à obrigação de entrada dos acionistas, à distribuição de bens, ao aumento e à redução do capital social e à aquisição de ações próprias, entre outras²².

No que diz respeito ao princípio da exata formação do capital em particular, este visa garantir que, quer na constituição da sociedade, quer em sucessivos aumentos de capital, ingressam bens no património social com um valor efetivamente correspondente ao valor do capital social nominal (isto é, à cifra que consta do contrato de sociedade)²³. Tal objectivo é prosseguido através de diversas normas jurídicas, entre as quais se contam as seguintes:

Primeiro, tal objectivo é atingido ao assegurar-se a materialidade das entradas. Isto é, *«só pode ser atribuída uma participação social, e consequentemente a qualidade de sócio, a uma pessoa que contribua efetiva e realmente com bens para a sociedade»*.

Segundo, o acionista, para o ser, tem de contribuir ou obrigar-se a contribuir com bens para a sociedade, obrigação essa que só se extingue com o seu cumprimento²⁴.

Terceiro, sendo este ponto importante para o objecto da presente dissertação, o valor nominal também permite assegurar o princípio da exata formação do capital social²⁵. Tal função seria prosseguida através da proibição de o valor nominal da participação social poder ser superior ao valor real da contribuição do sócio, a qual se encontra genericamente prevista no art.º 25.º, n.º 1. Esta norma garante que a sociedade é financiada com fundos de valor pelo menos equivalente ao montante do capital social²⁶, estando especificamente prevista para as

Na verdade, não se trata de «devolver» as contribuições originais aos sócios, mas de acautelar que não são distribuídos bens aos sócios, durante a vida da sociedade, sem que o património líquido da sociedade (ativo-passivo) fique pelo menos igual ao montante correspondente ao capital social, juntamente com o valor das reservas considerados obrigatórias por lei ou pelo contrato de sociedade.

²¹ MOTA PINTO, *The Europeanization...*, pág. 103.

²² MACEY e ENRIQUES, págs. 1174-1184 e MOTA PINTO, *The Europeanization...*, págs.100-116.

²³ TARSO DOMINGUES, PAULO DE, *Do Capital Social – Noção, Princípios e Funções*, Coimbra Editora, 1998, pág. 66 e *Variações*, pág. 50; e MOTA PINTO, *The Europeanization...*, pág. 106.

²⁴ TARSO DOMINGUES, *Do Capital Social...*, págs. 67-68.

²⁵ TARSO DOMINGUES, «O capital social...», nota de rodapé (10). De acordo com este A., o valor nominal visaria igualmente assegurar o princípio do igual tratamento dos acionistas.

²⁶ MACEY e ENRIQUES, págs. 1177; TARSO DOMINGUES, *Do Capital Social...*, págs. 69-71 e MOTA PINTO, *The Europeanization...*, págs. 106-107.

sociedades anónimas no art.º 298.º, n.º 1, 1.ª parte, em decorrência da norma comunitária equivalente da Diretiva do Capital (1.ª parte do 1.º parágrafo do art.º 8.º).

Como explica ALEXANDRE MOTA PINTO, «o somatório do valor nominal das ações deve igualar o montante do capital social, e as entradas pagas pelos acionistas para a subscrição das ações devem ser pelo menos iguais ao valor do capital social indicado nos estatutos»²⁷.

2.1.3. Análise crítica

Muitos têm, porém, considerado que o capital social não tem permitido, na prática, atingir as funções que lhe são atribuídas²⁸. As principais críticas prendem-se com²⁹:

- a) A incapacidade do regime do capital social, tal como está concebido, para proteger adequadamente os credores, para os quais seria pouco relevante o capital social das sociedades (o que remete, por exemplo, para a discussão em torno da exigência de um capital mínimo), interessando-lhes muito mais a capacidade das sociedades em gerar *cash flow*³⁰ para pagar as suas dívidas a curto e longo prazo, assim como o risco de insolvência;
- b) O facto de o montante do capital social, tal como é indicado nos estatutos, corresponder a uma referência inexata e desatualizada da capacidade das sociedades em gerar *cash flow* para pagar as suas dívidas; e
- c) A insuficiência do capital social nominal para responder às necessidades reais de financiamento das sociedades anónimas. Além disso, não seria possível determinar *a priori* um montante mínimo único de capital necessário para este efeito para todas as sociedades.

Por isso, para MACEY e ENRIQUES, a manutenção do regime do capital social nos termos atuais cria mais prejuízos do que benefícios, estando as empresas europeias a ser prejudicadas face às suas congéneres constituídas noutros ordenamentos jurídicos. A existência deste regime decorreria sobretudo da influência exercida por certos grupos de interesses, para quem ele seria vantajoso apesar da sua ineficiência geral.

²⁷ MOTA PINTO, *The Europeanization...*, pág. 107, tratando-se de uma tradução livre da nossa parte.

²⁸ Tal foi o sentido de um grande número de comentários emitidos no âmbito da consulta pública do documento que deu origem, juntamente com outros elementos de trabalho, ao Relatório *Winter*. Vide ainda Relatório *Rickford*, págs. 931-933.

²⁹ Relatório *Winter*, pág. 79 (versão inglesa) e Relatório *Rickford*, págs. 931-932.

³⁰ Para este efeito, o *cash flow* deve ser entendido como o somatório de todas as entradas de dinheiro (*inflow*) deduzidas de todas as saídas (*outflow*) de uma empresa, sejam elas relativas à atividade corrente, a investimentos ou a operações financeiras.

Segundo estes autores, a finalidade das normas europeias sobre o capital social seria a proteção dos credores contra os comportamentos oportunistas dos acionistas. Entre esses comportamentos contam-se o desvio de ativos para os acionistas (nomeadamente, através do pagamento de dividendos e da aquisição de ações próprias), com a consequente redução da almofada dos capitais próprios, e a diluição das garantias dos credores (através da emissão de dívida conferindo prioridade na graduação de créditos aos novos credores face aos antigos)³¹.

Por último, MACEY e ENRIQUES entendem que, pelo contrário, nos EUA, as normas jurídicas em matéria societária visariam dar aos acionistas o máximo de liberdade possível, tendo como objetivo último a maximização do valor da empresa³².

Já o Grupo de Peritos entende que o capital social não tem desempenhado na prática as suas funções, sem, no entanto, criar desvantagens para as empresas europeias face às suas concorrentes constituídas noutros sistemas jurídicos³³.

2.2. O regime jurídico do financiamento das sociedades anónimas através da captação de capitais próprios

2.2.1. Insuficiências do regime das ações com valor nominal

A adoção da obrigatoriedade do valor nominal, aliada à proibição de emissão de ações abaixo do valor nominal (*vide* os arts.º 25.º, n.º 1 e 298.º, n.º 1, 1.ª parte, este último em decorrência direta da lei comunitária³⁴), cedo deu origem a dificuldades para as sociedades anónimas se financiarem, sobretudo para aquelas que têm as suas ações cotadas na bolsa³⁵. Tais dificuldades ocorrem quando o valor de mercado das ações é inferior ao seu valor nominal. De facto, nestes casos, qualquer nova emissão de ações terá de ser efetuada abaixo do valor nominal para ser bem-sucedida, o que não é possível pela proibição acima referida.

No que diz respeito às sociedades cotadas, os investidores, em alternativa à subscrição das novas ações, podem adquirir as ações já admitidas à cotação na bolsa de valores por um

³¹ MACEY e ENRIQUES, págs. 1166-1170.

³² MACEY e ENRIQUES, págs. 1166 e 1173.

³³ Relatório *Winter*, pág. 78 (versão inglesa).

³⁴ O princípio da proibição da emissão de ações abaixo do par foi previsto na 2.ª Diretiva (no art.º 8.º, n.º 1) desde a sua versão original, tendo-se consagrado a tradição continental que existia à data. O Reino Unido previa, porém, sem sentido contrário, no *Companies Act* de 1948 (entretanto substituído pelo *Companies Act* de 2006) a possibilidade de a sociedade anónima emitir ações com desconto. – cfr. VENTURA, RAÚL, *Adaptação do Direito Português à Segunda Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades*, Separata do Boletim do Ministério da Justiça n.º 3, Edição da Procuradoria-Geral da República – Gabinete de Documentação e Direito Comparado, 1980, pág. 27.

³⁵ Apesar de as denominarmos deste modo, estas sociedades são hoje designadas por “*sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado*” no CVM (*vide* art.º 13.º, n.º 1, alínea c)), tendo esta terminologia sido transposta para o CSC em 2006 (*vide* art.º 77.º, n.º 1 e art.º 414.º, n.º 6 do CSC).

valor mais baixo. Quanto às sociedades não cotadas, dificilmente os investidores irão subscrever ações a um preço superior ao seu valor real, embora se possa dizer que, nestas sociedades, interessa sobretudo ao investidor «*a posição relativa que passará a ter no grémio societário, bem como a possibilidade de intervir na gestão da sociedade*», pelo que não será pelo facto de o valor real da participação ser inferior ao valor nominal que um investidor deixará de adquirir uma participação nessa sociedade³⁶.

O valor nominal pode, por isso, revelar-se um empecilho para o financiamento através de capital próprio, sendo maiores as dificuldades para as sociedades anónimas cotadas.

Os estados membros procuraram atenuar este problema ao permitirem a prévia redução do capital social, mediante a redução do valor nominal das ações para um valor inferior ao valor de mercado, tornando o subsequente aumento de capital bem-sucedido ao serem colocadas as novas ações no mercado a um preço atrativo³⁷ (operação esta designada por «operação harmónio» - art.º 95.º, n.º 2 e art.º 94.º, n.º 1, alínea b), 1.ª parte).

Esta operação tem lugar quando as participações sociais dos acionistas se encontram sobrevalorizadas, isto é, quando o património real da sociedade é inferior ao montante do capital social, devido à existência de perdas. Ao reduzir-se o valor nominal das ações para um nível equivalente ao valor real das ações, consegue-se aproximar o património real da sociedade do montante do seu capital social, tornando apetecível para os novos investidores o aumento subsequente do capital social. A operação harmónio permite, assim, a cobertura de prejuízos ou o saneamento financeiro³⁸.

Contudo, esta operação não deixa de ser muito onerosa para a sociedade, para além de poder contar com a oposição dos acionistas (a quem cabe exclusivamente deliberar sobre ela – art.º 85.º, n.º 1 e art.º 9.º, alínea f) e art.º 373.º, n.º 2), dado que estes têm de suportar os custos da redução do valor nominal das suas ações (p. explo., através da redução da quota de liquidação a que têm direito (art.º 156.º, n.º 2))³⁹.

Já do ponto de vista da sociedade anónima, as normas sobre o capital social são apontadas como geradoras de consideráveis custos de transação, pelo facto de tornarem difícil ou moroso o processo de aumento de capital, e de comportarem custos de oportunidade elevados, ao levarem à perda de oportunidades de negócio, por falta de recursos próprios⁴⁰.

³⁶ TARSO DOMINGUES, «As acções...», 2010, nota de rodapé (69).

³⁷ Estudo da KPMG, pág. 412.

³⁸ OLAVO CUNHA, PAULO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª edição, Almedina, Coimbra, 2012, págs. 865-866.

³⁹ TARSO DOMINGUES, «As acções...», 2010, nota de rodapé (72).

⁴⁰ MOTA PINTO, *The Europeanization...*, págs. 124-125.

2.2.2. O regime introduzido pelo Decreto-lei n.º 49/2010, de 19 de maio

O legislador português teve precisamente em mente estas dificuldades de financiamento das sociedades anónimas quando optou recentemente por introduzir as ações sem valor nominal no direito português através do decreto-lei n.º 49/2010, de 19 de maio. No preâmbulo deste diploma explica-se que a consagração deste tipo de ações visa facilitar *«a realização de aumentos de capital em situações que, de outro modo, estariam vedadas ou obrigariam a prévia redução do capital social»*.

Sucedo, porém, que a introdução destas ações foi acompanhada pela aplicação da proibição de emissão de ações abaixo do par às ações sem valor nominal (à semelhança, aliás, dos restantes elementos do regime das ações com valor nominal, como resulta da Diretiva do Capital).

De facto, a Diretiva do Capital prevê, na 2.ª parte do 1.º parágrafo do art.º 8.º, que as *«ações não podem ser emitidas a um valor inferior (...), na falta de valor nominal, ao seu valor contabilístico»*.

O legislador português passou a prever a proibição equivalente no artigo 298.º, n.º 1, 2.ª parte, designando-a, porém, por princípio da proibição da emissão de ações abaixo do valor de emissão⁴¹: *«É proibida a emissão de ações (...), no caso de ações sem valor nominal, abaixo do seu valor de emissão»*.

Esta mesma proibição consta do art.º 25.º, n.º 2, o qual dispõe que: *«No caso de ações sem valor nominal, o valor da entrada do sócio deve ser pelo menos igual ao montante do capital social correspondentemente emitido»*.

À primeira vista, o objetivo anunciado pelo legislador em matéria de financiamento parece ter ficado sem efeito prático, dado que as limitações associadas ao valor nominal parecem ter sido estendidas às ações sem valor nominal. Indicaremos, mais adiante, no sucapítulo 3.1.1., como é que interpretamos a norma constante do artigo 298.º, n.º 1, 2.ª parte.

Conforme demonstraremos, consideramos ser necessário alterar as normas atuais que regulam o financiamento das sociedades anónimas que têm ações sem valor nominal. Em particular, entendemos que falta clareza e coerência ao regime consagrado, o que implicará, desde logo, uma alteração à própria lei comunitária.

No capítulo seguinte, sugerimos possíveis alterações a estas normas, procurando mostrar como as alterações propostas acautelam melhor os interesses dos acionistas, dos credores e da própria sociedade do que as normas existentes. A nosso ver, o processo de

⁴¹ Este valor corresponde ao *«valor contabilístico»* referido na Diretiva do Capital e ao *«valor fracional»* mencionado no Relatório Winter (pág. 14, na versão inglesa).

aumento do capital social das sociedades com ações sem valor nominal seria largamente agilizado se fosse eliminada a proibição comunitária de emissão de ações abaixo do valor contabilístico, pois conseguir-se-ia um equilíbrio de interesses que permitiria à sociedade prosperar muito mais facilmente do que no quadro atual.

Importa, a propósito, ter em conta que as diferenças entre as normas sobre o capital social adotadas nos EUA e na UE parecem explicar a especial robustez dos mercados de capitais nos EUA em contraponto à predominância das instituições bancárias no sistema financeiro da Europa. Este contraste teria importantes implicações, como a maior disponibilização de financiamento através de capital de risco nos EUA, nomeadamente para empresas *high-tech* ou *dot.com*, cujo peso na economia americana é apontado como o fator determinante da superioridade económica americana em relação à Europa desde a década de 80 do século passado⁴².

2.3. As vantagens das ações sem valor nominal

2.3.1. Enumeração de algumas vantagens

Às ações sem valor nominal são, em teoria, atribuídas as vantagens a seguir indicadas, por comparação com as ações com valor nominal⁴³:

- a) a possibilidade de fazer variar o capital social (caso se mantenha esta figura em simultâneo com as ações sem valor nominal), assim como o número de ações, sem a necessidade de modificar os títulos representativos das ações, se for esta a forma de representação das ações;
- b) a dissociação do valor das entradas do capital social;
- c) a agilização e a facilitação do financiamento das sociedades anónimas em casos em que o valor de mercado é inferior ao par;
- d) a facilitação do fracionamento e do reagrupamento de ações (*share splitting* e *merger of shares*); e
- e) a flexibilização da distribuição de dividendos.

No primeiro caso, obtém-se uma simplificação dos atos societários, traduzindo-se por uma redução de custos para a sociedade e por ganhos de tempo na realização destes atos.

⁴² MACEY e ENRIQUES, págs. 1166-1167 e EDWARDS, CHRIS, «Entrepreneurial Dynamism and the Success of U.S. High-Tech», Relatório do Comité Económico do Congresso dos Estados Unidos da América, 1999, págs. 2, 22 e ss.

⁴³ TARSO DOMINGUES, *Variações...*, págs.183 e 184; TARSO DOMINGUES, «As ações...», 2010, págs. 185, 188 e 189 e Estudo da *KPMG*, págs. 412-417.

No segundo, o valor da ação passa a estar associado ao valor real da empresa (ao contrário do que acontece com as ações com valor nominal), obtendo-se um claro reforço da transparência. O próprio preâmbulo do Decreto-lei n.º 49/2010, de 19 de maio, refere que a reforma operada por este diploma contribui «*para o reforço da transparência, ao permitir a eliminação do conceito de “valor nominal”, que não representa um parâmetro fiável de representação do valor das ações*». A eliminação do valor nominal faria, assim, desaparecer uma noção que é, por vezes, enganadora para os investidores quanto ao valor real das ações.

No terceiro caso, como a noção de par deixaria de existir, também deixaria de existir a proibição da emissão de ações abaixo do par. Deste modo, a emissão de novas ações seria efetuada ao valor que fosse considerado mais adequado em cada momento, em função do valor real da empresa. Obter-se-ia, assim, uma nítida vantagem face às ações com valor nominal em matéria de financiamento⁴⁴.

No quarto caso, a inexistência de um valor nominal torna mais fácil a divisão de ações quando o seu valor de mercado é muito elevado e, por essa razão, se torna dissuasor do investimento dos pequenos acionistas na empresa. O fracionamento de ações faz, assim, aumentar a sua liquidez⁴⁵. Para além disso, o fracionamento torna-se mais fácil no caso das ações sem valor nominal, porque não precisa de resultar em valores nominais certos⁴⁶.

Por outro lado, quando o preço das ações se encontra a um nível muito baixo, a inexistência de um valor nominal permite o seu reagrupamento, o que pode interessar à empresa em dois casos: quando, numa situação extrema, esse baixo preço coloca a empresa em risco de ver as suas ações excluídas da negociação em bolsa, obtendo-se, neste caso, através do reagrupamento, a subida da cotação; e quando, com o objetivo, nomeadamente, de assegurar a estabilidade acionista (e de gestão), se pretende efetuar uma concentração do capital. Neste caso, a empresa atribui, por exemplo, uma nova ação em troca de um número mínimo de ações antigas, pagando em dinheiro aos acionistas que detêm um número de ações inferior a esse limiar, os quais são obrigados a sair da empresa.

Por último, no quinto caso, e supondo a abolição do regime do capital social (que é um dos cenários possíveis para a consagração das ações sem valor nominal, como veremos já a seguir), deixa de haver um impedimento legal permanente à distribuição dos bens correspondentes às entradas que os acionistas realizaram para a subscrição de ações, o que

⁴⁴ Estudo da KPMG, págs. 412 e 418-419; Relatório *Rickford*, págs. 993-994 e Relatório *Winter*, pág. 83 (versão inglesa).

⁴⁵ Em termos conceituais, seguimos FRANCISCO, PAULO, «Liquidez e Características Intrínsecas das Ações - O Caso do Mercado Europeu», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º35, abril de 2010, págs. 22-23.

⁴⁶ CÂMARA, PAULO e ANTUNES, ANA FILIPA MORAIS, *Acções sem valor nominal*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pág. 115.

significa que as contribuições dos acionistas deixam de ter uma proteção absoluta. Dependendo da opção legislativa, pode haver uma maior ou menor liberdade na contabilização destas contribuições dentro dos capitais próprios da sociedade, as quais podem ser distribuídas aos acionistas se se verificarem determinados resultados após a realização de certos testes, como sejam o teste de balanço e o teste de solvência⁴⁷.

2.3.2. Ações sem valor nominal em sentido próprio e impróprio

As ações sem valor nominal costumam ser configuradas como ações sem valor nominal impróprias (*unechte nennwertlose Aktie*) e como ações sem valor nominal próprias (*echte nennwertlose Aktie*)⁴⁸ (também designadas por «verdadeiras ações sem valor nominal»).

No primeiro caso, as ações sem valor nominal coexistem com o capital social, o qual se encontra dividido em ações. Deste modo, é possível, através da divisão do capital social pelo número total de ações, determinar o valor de cada ação por referência ao capital social (o qual é designado pela Diretiva do Capital por «valor contabilístico»). Como este valor corresponde ao valor nominal no caso das ações com valor nominal, as diferenças entre as ações sem valor nominal impróprias e as ações com valor nominal ficam esbatidas.

Em contrapartida, no caso das ações sem valor nominal próprias, tem-se tradicionalmente considerado que estas só podem ter existência num regime sem capital social, dado que só deste modo é que o seu valor não estaria relacionado com o capital social subscrito. É o caso, por exemplo, de PAULO DE TARSO DOMINGUES⁴⁹, para quem o sistema das ações sem valor nominal próprias implicaria necessariamente a abolição do regime do capital social, pois, como explica o autor, «estas acções, para além de não fazerem qualquer referência ao valor nominal, não contêm também qualquer indicação sobre a fracção ou percentagem do capital que representam».

Não parece, contudo, que assim tenha de ser necessariamente. De facto, o Grupo de Peritos responsável pelo Relatório *Winter* admite que a introdução das ações sem valor nominal próprias (isto é, de ações sem qualquer referência quer ao valor nominal, quer ao valor fracional) possa ser consistente com o atual regime do capital social (instituído pela

⁴⁷ Estudo da KPMG, págs. 420-423.

⁴⁸ PORTALE, GIUSEPPE B., «Sociedade de responsabilidade limitada sem capital social e empresário em nome individual com «capital destinado» (Capital social *quo vadis?*)», in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 3, 2011, Vol. 6, Almedina, Coimbra, pág. 159-160; ALÉMAN LAÍN, PEDRO, *Función del valor nominal de las acciones. Una aproximación desde el derecho norteamericano*, Aranzadi, Navarra, 2003, pág. 214-215 e TARSO DOMINGUES, «As acções...», 2010, pág. 189.

⁴⁹ Cfr. TARSO DOMINGUES, «O capital social como entrave...», nota de rodapé (59), e «As acções...», pág. 189.

Diretiva do Capital), não implicando, portanto, necessariamente a sua abolição. Para este Grupo de Peritos, bastaria eliminar o princípio da proibição da emissão de ações abaixo do par quanto às ações sem valor nominal para que essa compatibilização fosse possível⁵⁰. Também LUTTER⁵¹ entende que a introdução das ações sem valor nominal próprias é compatível com as normas comunitárias relativas à constituição e à conservação do capital social, avançando com uma proposta sobre o modo da sua concretização.

Num estudo recente da KPMG⁵² sobre a viabilidade de um regime alternativo ao do capital social, são apresentados cinco modelos jurídicos para a consagração das ações sem valor nominal próprias. As alterações propostas vão desde manter praticamente intacto o regime da Diretiva do Capital até a uma profunda revisão do instituto do capital social.

Dois desses modelos prescindem por completo do sistema do capital social, sendo as contribuições dos acionistas protegidas não através da prevenção da sua distribuição, mas antes admitindo-se a sua distribuição, desde que respeitadas determinadas condições (nomeadamente, a realização do teste de balanço e/ou do teste de solvência ou do cumprimentos de certos rácios, nomeadamente de capitais próprios⁵³ e de liquidez corrente⁵⁴).

Os restantes três modelos procuram acomodar as ações sem valor nominal com esquemas protecionistas das entradas dos acionistas através da existência de impedimentos à sua distribuição, os quais assentam em grande medida nas normas comunitárias relativas à constituição e à conservação do capital social. Em dois destes modelos, a noção de capital social nominal deixa de existir, enquanto no terceiro esta noção se mantém, mas em paralelo com uma nova função atribuída às reservas.

Na abordagem que efetuamos nesta dissertação do papel das ações sem valor nominal no financiamento das sociedades anónimas, adotaremos um quadro de referência em que permanecem sem alteração as normas comunitárias relativas à constituição e à conservação do capital social. O nosso objetivo será o de encontrar um equilíbrio entre os objetivos visados por estas normas e a agilização do financiamento das sociedades anónimas através das ações sem valor nominal.

⁵⁰ Relatório *Winter*, págs. 14, 82-83 (versão inglesa).

⁵¹ *Vide* Estudo da KPMG, pág. 411.

⁵² Estudo da KPMG, págs. 410-423.

⁵³ Trata-se da relação entre os capitais próprios e o ativo da empresa.

⁵⁴ Trata-se da relação entre o ativo de curto prazo e o passivo de curto prazo.

3. Para uma reconfiguração do quadro legal quanto às ações sem valor nominal

3.1. Ponto de partida

O legislador português, através da reforma do CSC operada pelo decreto-lei n.º 49/2010, de 19 de maio, introduziu no ordenamento jurídico nacional as ações sem valor nominal impróprias (*unechte nennwertlose Aktie*), na medida em que o regime atual pressupõe a conservação do instituto do capital social e da sua divisão em ações, de acordo com a Diretiva do Capital.

Quanto à forma de representação das ações sem valor nominal, o legislador português optou pelas *Stückaktien*⁵⁵, o que significa que não consta nem das ações, nem dos estatutos da sociedade a referência à fração do capital social representada pela ação. Os estatutos sociais contêm apenas uma indicação do número de ações emitidas pela sociedade, sendo apenas necessário, para conhecer o peso da participação social de cada acionista, dividir o número de ações detidas por cada um pelo número total de ações⁵⁶.

Como vimos, antes da adoção da Diretiva do Capital original (a dita 2.ª Diretiva), as ações sem valor nominal já existiam em alguns países europeus, como eram o caso da Bélgica e do Luxemburgo. Foi, contudo, desde o final do século passado que esta modalidade de ações começou a alargar-se a outros ordenamentos europeus, como alternativa às ações com valor nominal. Foi o que sucedeu na Alemanha, na Áustria, na França e em Itália⁵⁷.

No caso de Portugal, e à semelhança destes ordenamentos jurídicos, as ações sem valor nominal foram consagradas num regime em que existe necessariamente capital social e se pressupõe a sua divisão em ações. Assim, é possível atribuir a estas ações um determinado valor relacionado com o capital, o qual resulta da divisão do montante do capital social pelo número de ações emitidas, sendo referido pelo legislador comunitário como «*valor contabilístico*»⁵⁸.

Esta opção suscita as seguintes observações.

⁵⁵ Figura esta admitida pela 2.ª Diretiva desde a sua versão original (*vide* art.º 3.º, alínea c) e art.º 9.º, n.º1).

⁵⁶ Daí que a variação do número total de ações emitidas pela sociedade comporte apenas uma alteração estatutária, ao contrário do que acontece com as ações *Quotenaktien*, cuja variação implica a alteração dos títulos representativos das ações, se for esta a forma de representação das ações. De facto, nas *Quotenaktien* é necessário indicar a fração do capital social que as ações representam, quer nos estatutos sociais, quer nos títulos representativos das ações, pelo que uma variação do número de ações emitidas pela sociedade obriga à modificação destes dois documentos societários. – Cfr. PORTALE, «Dal capitale...», págs. 159-160.

⁵⁷ SOVERAL MARTINS, págs. 120-123; TARSO DOMINGUES, «O capital social como entrave...», pág. 184; PORTALE, «Dal capitale...», págs. 159-160 e ALEMÁN LAÍN, pág. 140.

⁵⁸ Este valor difere da noção homónima utilizada em contabilidade, a qual designa a divisão dos capitais próprios pelo número total de ações.

Em primeiro lugar, de acordo com PAULO DE TARSO DOMINGUES⁵⁹, a introdução das ações sem valor nominal num regime em que existe a figura do capital social implica uma alteração deste último conceito. De facto, definindo o capital social como «*uma cifra representativa da soma dos valores nominais das participações sociais fundadas em entradas em dinheiro e/ou em espécie*»⁶⁰, e atendendo a que o valor nominal deixa de existir, a noção de capital social deixará necessariamente de ter o mesmo conteúdo. Para aquele Autor, o novo conceito de capital social passará a corresponder à noção americana de *stated capital*, isto é, ao montante das entradas dos sócios que a sociedade decide livremente afetar a capital social. Neste caso, tal como acontece com as ações com valor nominal, o capital social determina o valor mínimo das entradas a realizar pelos sócios.

Em segundo lugar, o «*valor contabilístico*» pode ser entendido em dois sentidos diferentes. Por um lado, poderá dizer respeito apenas ao valor das ações emitidas numa concreta operação de aumento do capital social, tratando-se, neste caso, de um valor contabilístico marginal. Por outro, poderá respeitar à totalidade das ações emitidas, tratando-se, neste caso, de um valor contabilístico médio. É este último que PAULO DE TARSO DOMINGUES designa por como valor contabilístico, chamando ao primeiro valor de emissão⁶¹.

Para este A., o valor de emissão corresponderia à parte das entradas dos acionistas imputada a capital social, tendo por base a redação dada, entre outras normas, aos artigos 25.º, n.º 2 e 298.º, n.º 1, 2.ª parte. Já o valor contabilístico resultaria da divisão do montante do capital social pelo número total de ações emitidas, com base no disposto nos artigos 92.º, n.º 1 e 22.º, n.º 1.

O valor de emissão constituiria, assim, o montante mínimo da entrada para a subscrição de ações, dado que estas últimas não podem ser emitidas abaixo do valor de emissão (artigos 25.º, n.º 2 e 298.º, n.º 1, 2.ª parte), assegurando-se, deste modo, o princípio da exata formação do capital social. Para este tipo de ações é igualmente possível realizar entradas de valor superior ao valor de emissão, sendo o montante excedente contabilizado como prémio de emissão (art.º 295.º, n.º 3, alíneas a) e d)).

No que diz respeito à forma de transposição da proibição comunitária de emissão de ações sem valor nominal abaixo do valor contabilístico para o nosso direito nacional, esta tem

⁵⁹ TARSO DOMINGUES, PAULO DE, «As ações sem valor nominal no direito português», in *I Congresso – Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011, págs. 56-58 e «Traços Essenciais do Novo Regime das Acções sem Valor Nominal», in TARSO DOMINGUES, PAULO DE e CARVALHO, MARIA MIGUEL (Coord.), *Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal*, Almedina, Coimbra, 2011, págs. 111-112.

⁶⁰ COUTINHO DE ABREU, JORGE MANUEL, *Curso de Direito Comercial - Volume II - Das Sociedades*, 4.ª edição, Almedina, 2011, pág. 66. Aceção semelhante para o capital social é adotada por TARSO DOMINGUES, *Variações...*, págs. 47-49.

⁶¹ TARSO DOMINGUES, «As acções...», 2011, págs. 58-66 e «Traços Essenciais...», págs. 113-122.

reflexos muito importantes ao nível do financiamento das sociedades, podendo continuar a colocar entraves à obtenção de recursos próprios pela sociedade ou, pelo contrário, vir flexibilizar o regime.

Recorde-se que o art.º 298.º, n.º 1, 2.ª parte, do CSC prescreve que: «*É proibida a emissão de ações..., no caso de ações sem valor nominal, abaixo do seu valor de emissão*».

Para além desta norma, foi introduzido um número adicional ao art.º 298.º, o qual prevê que: «*Se a emissão de ações sem valor nominal for realizada a um valor de emissão inferior ao valor de emissão de ações anteriormente emitidas, deve o conselho de administração elaborar um relatório sobre o valor fixado e sobre as consequências financeiras da emissão para os acionistas*» (art.º 298.º, n.º 3).

Ora, para alguns autores portugueses⁶², o legislador nacional veio permitir, na esteira do legislador belga, a fixação de diferentes valores de emissão para as ações sem valor nominal, inclusivamente abaixo do valor das emissões anteriores, através de uma exceção consagrada no art.º 298.º, n.º 3, sendo apenas necessário respeitar um valor único de emissão em cada concreta emissão de ações.

A possibilidade de fixação de diferentes valores de emissão terá, contudo, de respeitar dois limites mínimos. O primeiro diz respeito ao valor de emissão de cada ação individual, isto é, ao montante mínimo do valor de emissão, o qual nunca pode ser inferior a um cêntimo (art.º 276.º, n.º 3); o segundo é relativo ao valor de emissão global, ou seja, ao somatório das entradas imputadas a capital social e relativas a todas as ações da sociedade, o qual não pode ser inferior ao capital social mínimo imposto pelo CSC para as sociedades anónimas, isto é, 50.000 € (art.º 276.º, n.º 5).

A transposição nos moldes enunciados permitiria ultrapassar as limitações impostas pelo valor nominal para o financiamento, dado que a norma consagrada no art.º 298.º, n.º 3, permitiria, na prática, à sociedade emitir ações pelo preço que considerasse mais adequado, embora cabendo sempre ao «*conselho de administração elaborar um relatório sobre o valor fixado e sobre as consequências financeiras da emissão para os accionistas*».

Contudo, é discutível a legalidade de tal transposição, pois a diretiva comunitária do capital limita-se a prever a proibição de emissão de ações abaixo do «*valor contabilístico*»

⁶² TARSO DOMINGUES, «As ações...», 2010, págs. 203-209; OLAVO CUNHA, PAULO, «Aspectos críticos da aplicação prática do regime das ações sem valor nominal», in TARSO DOMINGUES, PAULO DE e CARVALHO, MARIA MIGUEL (Coord.), *Capital Social Livre e Ações sem Valor Nominal*, Almedina, Coimbra, 2011, in TARSO DOMINGUES e CARVALHO (Coord.), págs. 146-147; e MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO, «Ações sem valor nominal», in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano II (2010) - Número 3-4, Almedina, Coimbra, 2010, págs. 504-507.

admitindo unicamente como exceção a emissão de ações a desconto por *«aqueles que, por sua profissão, se encarregam de colocar ações»* (art.º 8.º, 2.º parágrafo).

Talvez por isso PAULO CÂMARA e ANA FILIPA ANTUNES considerem que a introdução, em 2010, das ações sem valor nominal no nosso ordenamento não veio alterar o regime que já existia relativamente ao financiamento das sociedades anónimas. Segundo estes autores, *«o valor de emissão funciona como um valor mínimo (um floor, na terminologia financeira), impedindo uma emissão de acções a desconto, isto é, abaixo dessa fasquia, salvo se houver uma prévia redução do capital social»*⁶³.

Considerando a aparente revolução resultante da possibilidade de emissão de ações sem valor nominal a um valor inferior ao de emissões anteriores (embora nas circunstâncias descritas no art.º 298.º, n.º 3, do CSC), coloca-se a questão de saber qual é o novo referente para o exercício dos direitos societários, dado que as ações deixam de ter valor nominal.

PAULO DE TARSO DOMINGUES responde a esta questão considerando que passa a caber ao valor contabilístico (ou seja, ao valor contabilístico médio) o desempenho da função de organização. Segundo este A., tal decorre da redação dada em 2010 quer ao art.º 276.º, n.º 4, o qual prevê que toda a ação representa a mesma fração no capital social, quer ao art.º 92.º, n.º 1, o qual estabelece que o critério de participação de cada sócio em aumentos de capital por incorporação de reservas corresponde ao *«respectivo valor contabilístico»*. Assim, independentemente do valor pago por cada acionista para a subscrição das suas ações, o mesmo número de ações da mesma categoria representa posições societárias iguais.

3.1.1. Apreciação crítica do regime consagrado no artigo 298.º do CSC

Recorde-se que, de acordo com PAULO CÂMARA e ANA FILIPA ANTUNES, a rigidez associada ao financiamento no caso das ações com valor nominal manter-se-ia com a introdução das ações sem valor nominal no ordenamento jurídico português, dado que o valor de emissão continuaria a funcionar como um valor mínimo para a emissão de ações, só podendo a sociedade emitir ações abaixo desse limiar se reduzir previamente o capital social.

Parece-nos, contudo, que tal não é o que decorre da redação do art.º 298.º, por duas ordens de razão. Primeiro, porque a proibição constante do n.º 1 deste artigo é apenas (aparentemente) excecionada quanto às ações sem valor nominal, o que significa que o legislador nacional quis prever um novo mecanismo expressamente aplicável a este tipo de ações. Segundo, porque o relatório previsto no n.º 3 do art.º 298.º, que constitui um elemento

⁶³ PAULO CÂMARA e ANA FILIPA ANTUNES, pág. 112.

inerente à aplicação desta (aparente) exceção, não existe no caso das ações com valor nominal. Temos, por conseguinte, um cenário completamente novo no que diz respeito à emissão de ações sem valor nominal.

Quanto à transposição da proibição comunitária de emissão de ações sem valor nominal por um valor inferior ao «*valor contabilístico*» para o **n.º 1 do art.º 298.º** do CSC, parece-nos que ela foi efetuada em termos pouco claros.

De facto, primeiro, o legislador não utilizou a noção de «*valor contabilístico*» adotada na Diretiva do Capital, mas sim a de «*valor de emissão*». Ora, esta última noção, de acordo com o art.º 5.º do decreto-lei n.º 49/2010, de 19 de maio, substitui a de «*valor nominal*», quando esta se referir a ações sem valor nominal. Como o legislador nacional não estabeleceu qualquer relação entre a noção que adotou e a noção comunitária de «*valor contabilístico*», e não define o sentido de «*valor de emissão*», não se sabe a que valor se refere exatamente este último.

Segundo, ao contrário do que impõe a Diretiva do Capital, o legislador não parece ter definido qualquer valor mínimo específico para as novas emissões de ações sem valor nominal em relação ao valor de emissões passadas, o que significa que a transposição efetuada não parece respeitar a imposição comunitária.

Em vez disso, o que o n.º 1 do art.º 298.º parece estabelecer é que, uma vez fixado o valor de emissão para um concreto aumento de capital, não pode haver ações emitidas nessa operação a um valor inferior a esse. O legislador parece com isso querer garantir o princípio da exata formação do capital. No entanto, como não há valor mínimo de referência para as ações emitidas, a preocupação com essa garantia parece tornar-se pouco consequente, pois nada impede que o valor de emissão seja excessivamente baixo, traduzindo-se, assim, por um exíguo aumento do capital.

Note-se que, na legislação belga, se adota a noção de «*valor contabilístico*» utilizada na Diretiva do Capital, mas, ao contrário desta última, não se consagra ali a proibição da emissão de ações a um valor inferior ao «*valor contabilístico*». Também não se define nenhum referencial para o valor da emissão.

Na legislação belga, obriga-se apenas a que, quando a emissão de ações sem valor nominal seja feita abaixo do valor contabilístico das ações atuais da mesma categoria, seja elaborado um relatório pelo conselho de administração justificativo do preço de emissão e das consequências financeiras da operação para os acionistas (cfr. 1.º parágrafo do art.º 582.º do Código das Sociedades belga).

No que respeita ao n.º 3 do art.º 298.º, este refere-se, no nosso entender, a um cenário diferente do que está subjacente ao n.º 1 deste artigo. De facto, a norma em questão aplica-se à emissão de ações sem valor nominal «*realizada a um valor de emissão inferior ao valor de emissão de ações anteriormente emitidas*», ao passo que o n.º 1, como vimos, se refere às ações de uma mesma emissão. Não pode, por conseguinte, considerar-se que existe efetivamente no n.º 3 uma exceção ao princípio enunciado no n.º 1 do art.º 298.º.

Por outro lado, a formulação da norma estabelecida no n.º 3 deixa supor que o legislador se refere ao valor de emissão mais baixo que tiver anteriormente sido realizado. Ora, na Diretiva do Capital, o valor de referência para as novas emissões de ações é o valor contabilístico, que constitui um valor médio. Não parece, por conseguinte, haver compatibilidade entre os dois referenciais.

Quanto ao relatório previsto no n.º 3, este tem um duplo objetivo. Por um lado, obriga a que o conselho de administração tenha de justificar a fixação do valor de emissão a um nível inferior ao valor de ações anteriormente emitidas; por outro, exige a explanação das implicações para os acionistas decorrentes do preço adotado na emissão, em particular quanto à eventual alteração das suas posições relativas.

3.2. Elementos para um novo modelo normativo

3.2.1. Riscos decorrentes da liberdade de fixação do preço de emissão

Em nosso entender, deverão sempre existir normas que estabeleçam os princípios a ter em conta pela sociedade no processo de determinação do valor de emissão das novas ações. De facto, se tal não acontecesse, haveria o risco de arbitrariedade na fixação do valor de emissão, com diferentes consequências possíveis.

Em primeiro lugar, se o valor de emissão fosse fixado a um nível excessivamente baixo face ao valor real da ação, tal acarretaria consequências económicas para os acionistas da sociedade. De facto, neste cenário, surgiria um problema de repartição e de distribuição de valor entre os accionistas presentes e os futuros. Veja-se que, sendo o preço de subscrição das novas ações fixado a um valor substancialmente inferior ao valor real das ações, o valor real médio das ações diminuirá após o aumento de capital, sendo essa desvalorização económica suportada apenas pelos acionistas preexistentes.

Perante este cenário, pode-se considerar que também os credores ficariam prejudicados, pois a decisão de fixar o valor de emissão muito abaixo do valor real implica que o reforço do capital social, e assim do património líquido da sociedade, fique aquém das

possibilidades existentes, sem que provavelmente as necessidades de financiamento da sociedade tenham sido satisfeitas. A adequada dotação da sociedade de recursos próprios é uma matéria da maior preocupação para os credores, pois ela tem implicações ao nível da autonomia financeira da empresa e, desta forma, do risco suportado pelos detentores do capital alheio.

Em segundo lugar, a fixação de valores de emissão arbitrários poderá levar a um tratamento desigualitário dos acionistas com consequências ao nível da distribuição dos direitos corporativos. De facto, a emissão de ações a preços desiguais implica que os acionistas não pagarão o mesmo para serem titulares de participações sociais e direitos corporativos idênticos. Contudo, como mostraremos mais adiante, o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas não será posto em causa, se a variação nos preços de subscrição assentar em critérios objetivos, como seja a desvalorização económica da sociedade emitente.

Em terceiro lugar, a total liberdade na fixação dos preços de emissão pode facilmente potenciar comportamentos oportunistas quer dos acionistas, quer do conselho de administração.

Relativamente aos acionistas, estes poderão propor um aumento de capital apenas com a motivação de prejudicar outros sócios que não tenham a capacidade financeira, no momento de realização desta operação, para acorrer ao aumento de capital, provocando, assim, uma diminuição da sua posição relativa na sociedade. Embora os acionistas prejudicados possam recorrer à ação judicial para obter a anulação de uma deliberação abusiva (art.º 58.º, n.º 1, alínea b), e n.º 3), o facto é que se poderá mais facilmente evitar tal cenário se a emissão de ações estiver subordinada a um determinado referente, devendo igualmente o aumento de capital ser justificado à luz das condições económicas e financeiras em que a operação é realizada (o art.º 298.º, n.º 3, aponta, aliás, já neste sentido).

Por outro lado, a adoção até certo grau, em alguns sociedades cotadas, de uma perspetiva de curto prazo em termos de criação de valor para os accionistas⁶⁴ poderá potenciar comportamentos oportunistas da parte do conselho de administração, se houver uma total liberdade na fixação do valor de emissão de novas ações. De facto, este órgão poderá aproveitar situações em que o mercado ainda não incorporou totalmente informação que pode fazer subir a cotação das ações para propor a realização de um aumento de capital, conseguindo, a curto prazo, «gerar valor» para os acionistas subscritores dessas ações. Apesar

⁶⁴ Para uma análise das circunstâncias que conduziram ao aumento da pressão sobre as sociedades anónimas cotadas para a criação de valor para os acionistas no curto prazo e sobre as suas consequências, *vide* Comissão Europeia, «Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law», Direção-Geral do Mercado Interno e Serviços, Bruxelas, 2011, págs. 36-38.

de esta operação de aumento de capital ser provavelmente muito bem sucedida, o encaixe realizado será inferior ao que se obteria no caso de o valor de emissão se encontrar mais próximo do valor real da empresa. De facto, esta ficará com menos recursos do que aqueles que poderia captar para crescer e valorizar-se a longo prazo, podendo não se acautelar totalmente o interesse social.

Estaríamos, neste caso, perante um problema de agência, ou seja, uma divergência de interesses entre administradores e acionistas. Como postula a teoria de agência⁶⁵, se, numa relação de agência (como é, tipicamente, o caso da relação entre administradores e acionistas numa sociedade), ambas as partes desta relação procurarem maximizar o seu bem-estar, há boas razões para pensar que o agente (administradores) não atuará sempre em conformidade com os interesses do principal (acionistas).

3.2.2. Uma proposta de agilização do sistema legal

Para evitar os riscos associados à arbitrariedade na fixação do valor de emissão de novas ações, qualquer nova emissão de ações deverá sempre obedecer a um valor de referência. Este valor, a nosso ver, deverá ser o valor real das ações.

De facto, a determinação do valor de subscrição de novas ações deverá assentar em critérios patrimoniais, quer o capital social das sociedades anónimas esteja aberto ou fechado ao investimento do público. Ora, o preço real das ações permite aferir do custo do investimento dos acionistas na subscrição de ações, sendo, para estes efeitos, totalmente irrelevante o valor contabilístico médio ou o valor de emissão mínimo de ações sem valor nominal anteriormente emitidas.

A determinação do valor real deverá, porém, basear-se em critérios diferentes, consoante se trate de sociedades anónimas cotadas ou de sociedades anónimas não cotadas.

No caso das sociedades cotadas, o valor real das ações é determinado pelo próprio mercado, sendo o preço de equilíbrio entre a oferta e a procura. Este valor, do ponto de vista da oferta, responde às necessidades de financiamento da sociedade, enquanto, na perspetiva da procura, assegura aos investidores uma remuneração adequada dos capitais investidos.

Quanto ao período de referência para aferir do valor de mercado relevante, caberá ao conselho de administração determiná-lo, considerando, por exemplo, um período suficientemente longo e imediatamente anterior à data da operação do aumento de capital, de

⁶⁵ JENSEN, MICHAEL C. e MECKLING, WILLIAM H., «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», in *Journal of Financial Economics*, October, V. 3, No. 4, 1976, págs. 305-360.

modo a eliminar as flutuações de muito curto prazo da bolsa de valores. O valor de referência poderá, assim, ser dado pelo preço médio das ações durante esse período.

O preço efetivo da emissão poderá, contudo, ser fixado abaixo do valor de referência quando estiver em causa a colocação firme por intermediários financeiros, de modo a cobrir as despesas da operação⁶⁶.

Quanto às sociedades não cotadas, um critério possível para determinar o valor real poderá ser o rácio entre os capitais próprios da sociedade e o número total de ações. Tal rácio poderá, contudo, em certos casos, não se revelar adequado por conduzir a um valor superior ao valor real (p. explo., por não atender aos custos da dívida da sociedade). Assim, deverá ser demonstrado, através da aplicação de um outro critério, qual é efetivamente o valor real das ações⁶⁷.

Para além da necessidade de normas impositivas sobre os princípios a ter em conta pela sociedade aquando da determinação do valor de emissão, para cuja configuração acabamos de sugerir alguns elementos, o processo relativo ao aumento de capital deve ainda obedecer a outras normas. Este não deve reduzir-se ao conteúdo do n.º 3 do art.º 298.º, mas conter, pelo menos, os seguintes elementos:

a) Elaboração de um relatório pelo conselho de administração a apresentar à assembleia geral, contendo a justificação do preço de emissão proposto em relação ao valor de referência previsto, quer para as sociedades anónimas cotadas, quer para as não cotadas, assim como a justificação das consequências financeiras para os atuais acionistas do preço de emissão fixado, nomeadamente no que respeita à sua posição relativa;

b) Elaboração de um relatório pelo órgão de fiscalização, acompanhando o relatório do conselho de administração e atestando que as informações contidas neste último são fidedignas;

c) Estes relatórios devem ser disponibilizados aos acionistas enquanto informações preparatórias da assembleia geral, de acordo com o previsto no art.º 289.º, n.º 1, alínea c), n.º 3 e n.º 4, ou, caso se trate de uma proposta de aumento de capital apresentada por acionistas, em termos semelhantes;

d) A falta de qualquer um destes relatórios implicará a nulidade especificamente prevista da deliberação da assembleia geral relativa ao aumento de capital; e

⁶⁶ Esta última possibilidade já se encontra hoje consagrada no art.º 298.º, n.º 2, do CSC. Para um desenvolvimento do tema, *vide*, entre outros, SOARES DA FONSECA, TIAGO, «Comentários ao Artigo 298.º (Valor de emissão das ações)», in CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES (Coord.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, págs. 851-853.

⁶⁷ Sobre os critérios subjacentes à determinação do valor real das ações de sociedades cotadas e não cotadas, *vide*, a título de exemplo, Relatório *Winter*, págs. 88-89.

e) A competência para deliberar sobre o aumento de capital deverá estar expressamente reservada à assembleia geral, não podendo ser delegada no conselho de administração.

3.2.3. Alteração do quadro legal

Quanto ao modo de reconfigurar o quadro legal, entendemos que o art.º 8.º da Diretiva do Capital deveria ser alterado do seguinte modo.

Em primeiro lugar, deveria separar-se a regulação das ações com valor nominal das ações sem valor nominal, visando-se a introdução das ações sem valor nominal próprias (isto é, ações sem qualquer referência ao valor nominal ou à fração do capital que representam).

Em segundo lugar, quanto às primeiras, manter-se-ia o princípio da proibição da emissão de ações abaixo do valor nominal. Já quanto às segundas, o princípio equivalente deveria ser eliminado, passando a constar do artigo em causa apenas um princípio impondo que as sociedades anónimas devem fixar o valor de emissão de novas ações sem valor nominal tendo por referência o valor real da empresa. Os critérios para determinar esse valor seriam deixados ao juízo dos legisladores nacionais. Isto permitiria, por um lado, prosseguir os interesses públicos de regulação das sociedades anónimas na UE, atendendo ao seu peso na economia europeia e à necessidade de assegurar a liberdade de estabelecimento, e, por outro, fazer avanços na modernização do Direito societário de forma mais célere através da descentralização da regulação nesta área.

Em terceiro lugar, deverá ainda constar deste artigo a obrigatoriedade de elaboração de um relatório pelo conselho de administração, o qual deverá obrigatoriamente ser acompanhado por um relatório elaborado pelo órgão de fiscalização. O primeiro deve ser apresentado à assembleia geral e conter a justificação do preço de emissão proposto em relação ao valor de referência previsto, bem como a justificação das consequências financeiras para os atuais acionistas desse preço. O segundo deve atestar que as informações contidas no primeiro são fidedignas e suficientes para que os acionistas possam formar opinião fundamentada sobre a proposta de aumento de capital apresentada à assembleia geral.

Por último, deverá ser mantida a norma prevista no 2.º parágrafo do art.º 8.º sobre a colocação firme por intermediários financeiros, de modo a cobrir as despesas da operação.

As normas enunciadas constituiriam o quadro mínimo imposto a todos os estados membros.

No que respeita ao art.º 298.º do CSC, o qual visa transpor o art.º 8.º da Diretiva do Capital, aquele deveria, por sua vez, ser alterado nos seguintes termos.

Em primeiro lugar, a norma prevista no n.º 1 deste artigo deverá ser desdobrada em duas: uma, para as ações com valor nominal, mantendo-se o princípio aí enunciado, e a outra, para as ações sem valor nominal, em que aquele princípio seria substituído por outro que impusesse que as sociedades anónimas devem fixar o valor de emissão de novas ações tendo por referência o valor real da empresa. Neste sentido, o n.º 2 do art.º 25.º deve ser eliminado.

Já quanto aos critérios para a determinação do valor real, estes poderão ser codificados ou simplesmente positivados através de um regulamento do governo.

Em segundo lugar, entendemos que a norma prevista no n.º 2 do art.º 298.º, relativa à comissão dos intermediários financeiros no caso de emissões com colocação firme, deverá ser mantida, aplicando-se quer às ações com valor nominal, quer às ações sem valor nominal.

Em terceiro lugar, a norma enunciada no n.º 3 do art.º 298.º deverá ser alterada de modo a prever, para qualquer emissão de ações sem valor nominal, a obrigatoriedade de elaboração de um relatório pelo conselho de administração a apresentar à assembleia geral, assim como de um relatório elaborado pelo órgão de fiscalização na sociedade a acompanhar o primeiro.

Essa norma deverá impor que o relatório elaborado pelo conselho de administração contenha a justificação do preço de emissão proposto em relação ao valor de referência previsto, assim como a justificação das consequências financeiras para os atuais acionistas do preço de emissão fixado, nomeadamente no que respeita à sua posição relativa. O relatório elaborado pelo órgão de fiscalização deverá atestar que as informações contidas no primeiro são fidedignas e suficientes para que os acionistas possam formar opinião fundamentada sobre a proposta de aumento de capital apresentada à assembleia geral.

Em quarto lugar, de acordo, aliás, com o regime atual, entendemos que os dois relatórios atrás referidos devem ser disponibilizados aos acionistas enquanto informações preparatórias da assembleia geral, nos termos gerais do disposto no art.º 289.º, n.º 1, alínea c), n.º 3 e n.º 4. Deverá, contudo, prever-se especificamente a obrigação da sua disponibilização prévia em termos semelhantes quando a proposta de aumento de capital seja apresentada pelos acionistas.

Em quinto lugar, deverá ser adicionada uma norma ao art.º 298.º prevendo uma nulidade específica da deliberação adotada pela assembleia geral de aumento de capital sem que tenha sido apresentado um dos dois relatórios anteriormente referidos.

Por último, no que concerne à possibilidade de o contrato de sociedade autorizar o conselho de administração a decidir aumentos de capital por entradas em dinheiro (art.º 456.º, n.º 1), ela deverá ser excluída quanto à emissão de ações sem valor nominal. Primeiro, porque havendo o risco de diluição da posição societária dos acionistas e/ou de desvalorização económica da sua participação social, caberá por excelência aos acionistas decidir sobre uma operação de aumento de capital que acarrete tais consequências. Segundo, porque a imposição de o conselho de administração (que já existe no art.º 298.º, n.º 3) e de o órgão de fiscalização apresentarem relatórios atinentes a esta operação, nos termos indicados, só é consequente se os acionistas puderem exercer o controlo sobre a operação do aumento do capital, decidindo sobre ela a final.

Com a nova configuração do quadro legal aqui proposta, entendemos que ficam criadas melhores condições para assegurar os interesses das sociedades anónimas em matéria de financiamento. Veremos, a seguir, como é que estas propostas permitem igualmente acautelar os interesses dos acionistas e dos credores, sendo possível obter, no seu conjunto, um melhor equilíbrio de interesses.

3.3. A salvaguarda dos interesses dos credores e dos acionistas

As alterações propostas no capítulo anterior comportam a eliminação da proibição comunitária de emissão de ações sem valor nominal abaixo do seu «*valor contabilístico*». Atendendo a que esta proibição tem por finalidade, por um lado, assegurar o princípio da exata formação do capital social e, por outro, o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, coloca-se a questão de saber se as alterações propostas põem em causa estes princípios.

3.3.1. A proteção dos interesses dos credores

O princípio da exata formação do capital seria assegurado com a proibição de emissão de ações abaixo do «par», dado que a imposição do par como valor mínimo das entradas garantiria que, num aumento de capital, ingressariam bens no património social com um valor correspondente ao valor do capital social.

Ora, no âmbito do regime que propomos relativamente às ações sem valor nominal, este princípio é essencialmente garantido pela obrigação de realização da entrada, a qual vem prevista no art.º 20.º, alínea a), e é regulada nos artigos 25.º a 30.º.

Num regime de ações com valor nominal, a aplicação do princípio da exata formação do capital não pode ter outra consequência que não seja a proibição de que as novas ações sejam emitidas abaixo do seu valor nominal, pois, caso contrário, o capital social da sociedade - que corresponde ao somatório dos valores nominais das participações dos acionistas - não seria integralmente realizado e os acionistas estariam em incumprimento quanto à sua obrigação de entrada.

Já no que diz respeito às ações sem valor nominal, e atendendo à nossa proposta, os acionistas devem passar a poder decidir, de cada vez, o valor de emissão das novas ações, correspondendo o capital social ao montante que os acionistas quiserem imputar a esta rubrica. Daí que deva ser eliminado o princípio que obriga a que se atenda a um certo valor previamente fixado para a determinação do novo valor de emissão.

A eliminação de tal proibição não põe, porém, em causa o princípio da exata formação do capital, pois os acionistas continuam a estar adstritos à obrigação de realizar as entradas, a qual é inalterada com a nossa proposta. De facto, a alteração de regime que propomos opera única e exclusivamente ao nível da determinação do valor de emissão de novas ações e não quanto aos princípios aplicáveis à realização das entradas.

O princípio da exata formação do capital continua, assim, a estar garantido no quadro normativo proposto e, deste modo, assegura-se a proteção dos interesses dos credores.

3.3.2. A salvaguarda dos interesses dos acionistas

Ao valor nominal das ações é geralmente associada a vantagem de permitir determinar facilmente a medida dos direitos sociais de cada acionista por referência ao capital social nominal. Para além disso, o valor nominal permitiria igualmente tutelar e proteger as posições relativas já adquiridas. Nos dois casos, o valor nominal desempenharia uma relevantíssima função organizativa, visando-se assegurar a igualdade de tratamento dos acionistas.

Veremos como as alterações propostas permitem continuar a acautelar estas finalidades.

a) A determinação do referente para o exercício dos direitos dos acionistas

O valor nominal, enquanto medida dos direitos dos acionistas, determina que os acionistas exercem os direitos sociais segundo a proporção dos valores nominais das

participações no capital social, garantindo que os direitos sociais são exercidos em condições de igualdade.

Para além da função organizativa, ao valor nominal é ainda atribuída uma função informativa, dado que a determinação dos direitos dos acionistas em função do valor nominal das respetivas participações no capital permitiria dar aos acionistas a imediata indicação dos direitos corporativos que estes detêm.

O legislador nacional, ao introduzir as ações sem valor nominal no ordenamento jurídico português, manteve como principal referente para a medida dos direitos sociais o valor da participação do acionista no capital social, atendendo a que ação continua a ser vista como uma fração do capital. Tal resulta evidente da nova redação dada ao art.º 276.º, n.º 4, no qual se prescreve que *«todas as ações devem representar a mesma fração no capital social»*.

Como a nova modalidade de ações deixa de ter valor nominal, o valor fracional destas ações terá passado, de acordo com PAULO DE TARSO DOMINGUES⁶⁸, a ser representado pelo “*valor contabilístico*”, em substituição do valor nominal. Recorde-se que, segundo este A., o valor contabilístico corresponderá ao valor que resulta da divisão do montante do capital pelo número total de ações emitidas (o tal valor contabilístico médio a que já nos referimos).

O valor contabilístico desempenhará, quanto às ações sem valor nominal, as mesmas funções organizativa e informativa atribuídas ao valor nominal. De facto, à semelhança das ações com valor nominal, também as ações sem valor nominal representam imperativamente a mesma fração do capital social, pelo que é em função da participação no capital – isto é, do valor contabilístico da participação de cada acionista – que se determina os direitos corporativos. Deste modo, o legislador terá continuado a assegurar a igualdade de tratamento dos acionistas.

Vejamos, de seguida, o modo de exercício de alguns dos direitos sociais gerais dos acionistas com maior relevância na vida societária⁶⁹.

De acordo com uma classificação possível atinente ao conteúdo destes direitos gerais, podemos distinguir entre direitos políticos, direitos económicos e, ainda, «outros direitos», com um conteúdo simultaneamente político e patrimonial.

Os direitos políticos são, por excelência, os direitos de participação na vida societária. Entre eles temos, em primeiro lugar, o direito de participação nas deliberações dos acionistas, o qual, na sua configuração plena, compreende o direito a estar presente, a discutir, a ser consultado e a votar nas deliberações dos sócios (art.º 21.º, n.º 1, b) do CSC).

⁶⁸ Vide, quanto a este assunto, aquilo que ficou dito no subcapítulo 3.1.

⁶⁹ Para uma caracterização destes direitos, vide COUTINHO DE ABREU, págs. 236-270 e OLAVO CUNHA, *Direito...*, págs. 302-310.

Quanto ao direito a estar presente, a discutir e a ser consultado, a lei faz depender o seu exercício da qualidade de acionista (art.º 379.º, n.ºs 1 e 2). Para que tal direito possa ser exercido plenamente, os accionistas têm de ter direito, segundo a lei ou o contrato de sociedade, a pelo menos um voto. Já se o acionista não tiver direito de voto, ele poderá ainda assim assistir e participar nas deliberações sociais se o contrato de sociedade não dispuser em contrário.

Quanto ao direito de voto, a medida para o seu exercício corresponde à unidade da ação (art.º 384.º, n.º 1), dependendo o seu exercício do número de ações com direito de voto detidas pelos acionistas.

Em segundo lugar, o direito de participação na vida societária inclui também o direito do acionista a ser designado para os órgãos sociais de administração e de fiscalização (art.º 21.º, n.º 1, d) do CSC). Na verdade, e conforme clarifica JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, «*não se trata...de direito subjectivo propriamente dito...Em regra, todo o sócio tem é o direito de não ser excluído da possibilidade de ser designado para o órgão de administração e para órgãos de fiscalização*»⁷⁰. O exercício deste «direito» decorre, por isso, da qualidade de acionista (arts.º 390.º, n.º 3; 414.º, n.ºs 1-3; 423.º-B, n.º 6; 425.º, n.º 6 e 434.º, n.º 1). Daí que apenas o sócio se possa propor a tal designação e não assim o não sócio.

Por último, a lei prevê ainda um direito fundamental de controlo correspondente ao direito a obter informações sobre a vida da sociedade (art.º 21.º, n.º 1, c) do CSC).

Este direito pode manifestar-se em sentido restrito e corresponder apenas ao direito do acionista a fazer perguntas e a obter respostas (geralmente da parte da administração), quer em Assembleia Geral de acionistas, quer fora dela. Quando os acionistas estão reunidos em Assembleia Geral, basta a própria qualidade de acionista para requererem a prestação de informações necessárias para formarem uma opinião fundamentada sobre os assuntos sujeitos a deliberação (art.º 290.º, n.º 1). Já quando este direito é exercido fora das assembleias gerais, a lei exige a titularidade de uma participação mínima de 10% no capital (art.º 291.º, n.º 1).

Numa outra vertente, o direito de informação inclui o direito de consulta, isto é, «*o poder de o sócio exigir à sociedade (ao órgão de administração) a exibição dos livros de escrituração e de outros elementos sociais para serem examinados*»⁷¹.

Quando estão em causa os elementos sociais de preparação e suporte das eventuais deliberações a serem adotadas em assembleia geral, é suficiente a qualidade de acionista para o exercício deste direito (art.º 289.º, n.º 1) durante os 15 dias anteriores à data de uma

⁷⁰ COUTINHO DE ABREU, pág. 268.

⁷¹ *Idem*, pág. 253.

assembleia geral, junto da sede da sociedade. Porém, o envio destes documentos aos acionistas, através de carta, já depende da participação percentual do acionista no capital (em concreto, da titularidade de, pelo menos, 1% do capital social (art.º 289.º, n.º 3, alínea a)).

Sendo o direito de consulta exercido em qualquer altura, na sede da sociedade, o seu exercício depende da participação percentual no capital (art.º 288.º, n.º 1), a qual tem de corresponder a, pelo menos, 1% do capital.

Quando aos direitos económicos, o direito por excelência é o direito de quinhonar nos lucros de exercício (art.º 21.º, n.º 1, a) do CSC). A lei faz depender o seu exercício da proporção dos valores das participações sociais no capital, salvo preceito especial ou convenção em contrario (art.º 22.º, n.º 1). O valor da participação no capital social será o valor nominal, quando este existir, ou o valor contabilístico médio (por corresponder a um rácio entre o montante do capital social e o número total de ações emitidas), quando as ações não tiverem valor nominal. Para PAULO CÂMARA e ANA FILIPA ANTUNES, estaria em causa, quanto às ações sem valor nominal, um valor percentual que a ação representa no capital social e não um montante certo⁷².

Em último lugar, fazemos referência ao direito de preferência legal nos aumentos de capital por entradas em dinheiro (art.º 458.º, n.º 1). Embora este direito seja normalmente considerado um direito patrimonial, o facto é que o seu exercício permite igualmente assegurar a manutenção da posição relativa do acionista na sociedade, pelo que este direito também tem uma natureza política. Este direito é exercido proporcionalmente à respetiva participação de capital do acionista (art.º 458.º, n.º 2).

Como se constata, o valor nominal (ou, em sua substituição, o valor contabilístico para as ações sem valor nominal) exerce apenas tendencialmente uma função organizativa.

De facto, em primeiro lugar, o legislador não recorre sempre ao valor nominal (ou ao valor contabilístico) enquanto referente para a determinação dos direitos sociais. O legislador faz relevar em muitos casos, como alternativa ao valor da participação no capital, a própria qualidade de acionista, a unidade da ação e a participação percentual do acionista no capital.

No caso do direito económico por excelência dos acionistas - o direito aos lucros -, o critério utilizado é efetivamente o valor da participação no capital⁷³. Porém, se atendermos já a um dos principais direitos políticos, como é o caso do direito de voto, veremos que a lei faz depender o seu exercício diretamente do número de ações detidas. Por sua vez, quanto ao direito de informação, a lei atende à função, à relevância e ao impacto do exercício dos

⁷² PAULO CÂMARA e ANA FILIPA ANTUNES, pág. 109.

⁷³ Embora PAULO CÂMARA e ANA FILIPA ANTUNES considerem que, quanto às ações sem valor nominal, o valor nominal foi substituído pelo valor percentual que o acionista detém no capital social.

direitos que aquele incorpora (essencialmente o direito de consulta e o direito à informação em sentido estrito) para exigir, em certos casos, que os acionistas reúnam uma percentagem mínima do capital social para o seu exercício, sendo aí configurado como um direito de exercício coletivo. Já nos restantes casos, a qualidade de acionista é considerada suficiente para o exercício do direito de informação.

Em segundo lugar, a própria lei prevê que possa existir uma desproporcionalidade entre o valor da participação no capital social e a medida dos direitos sociais.

No caso do direito aos lucros, a regra que determina o seu exercício em função da proporção do valor da participação no capital corresponde a uma norma geral e supletiva (art.º 22.º, n.º 1), podendo, por isso, ser afastada por norma especial ou por cláusula contratual, através da qual os acionistas prevejam, por exemplo, a emissão de ações preferenciais sem voto (art.º 341.º), as quais conferem o direito a um dividendo prioritário.

Em terceiro lugar, a vantagem atribuída ao valor nominal (ou, correspondentemente, ao valor contabilístico) de este permitir determinar facilmente os direitos dos acionistas não se verificará nas sociedades anónimas que tenham um capital social muito elevado, representado por um grande número de ações, ou que adotem diversas categorias de ações com distintos direitos sociais. Atendendo a que o processo de determinação dos direitos corporativos dos acionistas é necessariamente mais complexo nestas circunstâncias, será relativamente indiferente a existência ou não de valor nominal do ponto de vista da organização interna da sociedade⁷⁴.

Salienta-se que as limitações que descrevemos relativamente ao valor nominal se estendem ao «valor contabilístico», dado que este funciona como referente substitutivo do valor nominal no que diz respeito às ações sem valor nominal, na medida em que representa igualmente um valor fracional do capital social.

À primeira vista, as alterações que propomos relativamente ao financiamento das sociedades emitentes de ações sem valor nominal não implicariam qualquer alteração das normas que determinam os referentes para o exercício dos direitos sociais.

Porém, por uma questão de coerência do sistema, a nossa proposta obriga a uma reflexão mais aprofundada sobre a forma de cálculo dos direitos sociais dos accionistas. De facto, se deixa de haver um valor de referência para a emissão de ações que se reporte ao capital social, a consequência natural é que as ações sem valor nominal deixem de ser vistas como frações do capital social.

⁷⁴ TARSO DOMINGUES, «As acções...», 2010, págs. 192-193.

Assim, de acordo com a nossa proposta, o valor de emissão de novas ações sem valor nominal passa a ter diretamente por referência o valor real das ações, deixando de ser necessário respeitar um valor previamente estabelecido por referência ao capital social.

Claro que se poderá sempre dizer que, tendo o legislador optado por um sistema de indicação do capital social, a ação exprimirá sempre a fração do capital subcrito.

Acontece que esta relação se torna difícil de estabelecer quando o valor da fração do capital que é subscrita por cada acionista pode variar de emissão para emissão. Para PAULO DE TARSO DOMINGUES, esta dificuldade é ultrapassada se se tomar por referente o valor contabilístico, o qual resulta, como vimos, da divisão do capital social pelo número total de ações emitidas.

Parece-nos, contudo, que o regime beneficiaria se se passasse a considerar a unidade de ação como referente para a determinação dos direitos sociais, ultrapassando a artificialidade do regime atual, a qual apenas poderá ser uma fonte de enganos quanto ao valor real das ações. Já PAULO CÂMARA e ANA FILIPA ANTUNES chamam a atenção para a necessidade de se rever «*a fórmula de cálculo dos direitos inerentes às ações*», a qual «*pode passar pela solução de prever, estatutariamente, que os direitos de todas as ações se meçam a pro rata das ações emitidas*»⁷⁵.

Retomaremos este ponto mais adiante⁷⁶.

b) A tutela e a proteção da posição relativa dos acionistas

Quanto ao segundo aspeto associado ao valor nominal de tutela e proteção dos próprios acionistas e dos seus direitos, assegurar-se-ia, através da existência do valor nominal e da proibição da emissão abaixo do desse valor, que todos os acionistas efetuam contribuições iguais para obterem posições idênticas.

A função de organização do valor nominal permitiria, neste caso, garantir o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas.

O valor nominal é aqui entendido como referência das posições jurídicas dos acionistas no que diz respeito à sua obrigação de contribuição. De facto, cada acionista saberia que a sua posição relativa seria igual à dos acionistas que tivessem realizado uma contribuição idêntica à sua, uma vez que todos os acionistas pagariam exatamente o mesmo

⁷⁵ PAULO CÂMARA e ANA FILIPA ANTUNES, pág. 78.

⁷⁶ Vide o capítulo final 4.3.

valor por cada ação. O valor nominal é, deste modo, entendido como um mecanismo de proteção das posições relativas adquiridas.

Acontece, porém, que esta função atribuída ao valor nominal foi desde cedo posta em causa (sendo as críticas aqui referidas extensíveis ao valor contabilístico médio das ações sem valor nominal com a atual configuração no sistema jurídico português).

Em primeiro lugar, passou a admitir-se a emissão de ações com prémio de emissão⁷⁷, tendo como consequência que os acionistas possam pagar diferentes montantes pela subscrição do mesmo número de ações. O valor nominal deixou, deste modo, de corresponder ao valor da entrada do acionista, para passar a representar apenas a contribuição mínima que todos os acionistas sabem que têm de realizar para subscrever as ações da sociedade em causa. O valor nominal perdeu, portanto, importância enquanto referente para garantir a equidade entre as contribuições dos acionistas.

Em segundo lugar, nos EUA, o conselho de administração começou a ter um grande poder quanto à avaliação das entradas em espécie, o que levou à redução da validade concetual de um princípio de igualdade de tratamento dos acionistas assente no valor nominal⁷⁸.

Porém, às ações sem valor nominal próprias (isto é, sem qualquer relação com o capital social) é apontado o risco de diluição das participações acionistas existentes, pelo facto de a sociedade poder fixar diferentes valores de emissão das ações, tornando possível a realização de contribuições não equitativas por parte dos acionistas.

Ora, para prevenir este risco é, desde logo, necessário, a nosso ver, a consagração de critérios imperativos relativos à fixação do valor de emissão das ações sem valor nominal, assim como da obrigatoriedade de elaboração de um relatório pelo conselho de administração, acompanhado de um relatório elaborado pelo órgão de fiscalização, de modo a, por um lado, limitar o poder de atuação do conselho de administração e, por outro, esclarecer os acionistas atuais quanto às consequências decorrentes da fixação do novo valor de emissão para a sua posição relativa.

Apesar dos mecanismos protecionistas propostos, poderá sempre dizer-se que o risco permanece pelo facto de este regime vir reforçar a possibilidade de os acionistas pagarem diferentes valores pelo mesmo número de ações nos sucessivos aumentos de capital, pondo em causa a proteção das posições relativas adquiridas e, assim, a igualdade de tratamento dos acionistas. Não nos parece, contudo, que assim seja.

⁷⁷ MANNING e HANKS JR, pág. 57.

⁷⁸ ALEMÁN LAÍN, págs. 77-84.

Com efeito, para compararmos convenientemente as ações sem valor nominal próprias com o regime atual, torna-se necessário distinguir duas situações distintas no que diz respeito à verificação de uma diluição ou desvalorização das participações dos acionistas.

Aumento do valor real face ao valor nominal

Imaginemos que, numa nova emissão de ações, o preço de subscrição é igual ou superior ao valor nominal, mas inferior ao valor real das ações existentes.

Surge um primeiro problema que consiste no facto de que, se os acionistas atuais não participarem no aumento de capital, as suas posições relativas diminuirão. Para este problema existe na lei atual como solução o direito de preferência concedido aos atuais acionistas na subscrição das novas ações, em aumentos de capital por entradas em dinheiro, na proporção das ações de cada um. No nosso entender, este direito de preferência legal deverá manter-se com a aplicação da nossa proposta, pois poderá ser a única forma efetiva de proteção dos acionistas atuais contra o risco de diluição da posição relativa que detêm.

Existe, porém, um segundo problema associado à desvalorização económica das participações dos acionistas atuais, o qual resulta do facto de que uma nova emissão de ações abaixo do seu valor real implica a redução do valor real médio da totalidade das ações da sociedade após o aumento de capital. PINTO FURTADO explica que o prejuízo que resulta, para os detentores de ações cuja cotação se situe muito acima do valor nominal, de uma nova emissão de ações com o mesmo valor nominal decorre do facto de que as novas ações «*iriam participar, gratuitamente, daquela mais valia antes restrita às acções antigas*»⁷⁹.

Perante este problema, o regime atual - assente na imposição de um par - admite a fixação de um prémio de emissão, o qual permite suprir o excedente do valor real face ao valor nominal da ação. Na nossa proposta, a qual diz respeito às ações sem valor nominal, este risco fica acautelado sem a necessidade de recorrer a mecanismos adicionais, uma vez que se impõe que o valor de emissão de novas ações tenha por referência o seu valor real.

Diminuição do valor real face ao valor nominal

Imaginemos agora a situação oposta, em que, numa nova emissão de ações, o valor real se encontra abaixo do valor nominal.

⁷⁹ PINTO FURTADO, JORGE HENRIQUE DA CRUZ, *Código Comercial - Anotado - Das Sociedades em Especial*, Vol. II - Tomo I, Almedina, 1986, pág. 185.

À semelhança do caso anterior, começamos por ter aqui um primeiro problema que consiste no facto de que, se os acionistas atuais não participarem no aumento de capital, as suas posições relativas diminuirão. A resposta a este problema é já dada atualmente pelo ordenamento jurídico com a atribuição de um direito de preferência aos atuais acionistas na subscrição de ações em novos aumentos de capital.

O segundo problema decorreria do facto de que, de acordo com o princípio da proibição de emissão de ações abaixo do valor nominal, o preço de subscrição teria de ser pelo menos igual a este último. Acontece, porém, como vimo, que não é viável realizar o aumento de capital nestas circunstâncias, dado que as participações sociais sofreram uma redução no seu valor real, que se tornou inferior ao valor nominal, pelo que uma emissão de ações por este valor não será bem sucedida.

Nestas circunstâncias, as sociedades realizam geralmente uma operação de redução do capital social de modo a ajustar o valor nominal ao valor real das ações, antes de procederem ao aumento do capital social por novas entradas (a operação harmónio). A redução do valor nominal implica, contudo, um custo que é suportado pelos acionistas atuais.

Note-se, no entanto, que um tal reajustamento mais não faz do que obedecer à lógica do mercado, o qual faz variar o valor de qualquer empresa ao longo do tempo. Assim, é natural que os investidores que concorrem a emissões distintas sejam tratados de forma desigual quando as circunstâncias da emissão são diferentes, pagando os novos acionistas menos do que os acionistas anteriores pelo mesmo número de ações quando estas perderam valor. Assegura-se, deste modo, o princípio da igualdade de tratamento entre os novos acionistas e os preexistentes.

Atendendo, por outro lado, a que, em cada concreta emissão de ações, os acionistas que subscrevem as novas ações pagam o mesmo preço de subscrição, é também desta forma respeitado o princípio da igualdade de tratamento entre estes acionistas.

Parece-nos que a nossa proposta apresenta vantagens sobre o mecanismo da redução do capital, tradicionalmente previsto para as ações com valor nominal, já que, quanto às ações sem valor nominal, o valor de emissão das novas ações emitidas será reajustado de forma automática ao seu valor real, enquanto o mecanismo da redução do capital é rígido e moroso e apresenta custos.

4. Algumas implicações das alterações propostas

Tendo em conta o nosso objeto de análise (a questão do financiamento das sociedades), abordaremos, neste capítulo, apenas algumas das implicações imediatamente decorrentes da nossa proposta, embora sem preocupações de exaustividade.

4.1. O abandono do conceito de prémio de emissão

Nos termos da nossa proposta, a substituição da imposição de um valor mínimo rígido (par), para a determinação do valor de emissão, por um valor de referência ajustável em função das circunstâncias económicas concretas da empresa (valor real) permitirá, a nosso ver, dispensar o prémio de emissão⁸⁰, atendendo a que não será viável existir um preço de subscrição que se afaste do valor de emissão.

A consequência disto é que a noção de valor de emissão não poderá deixar de equivaler ao valor total das entradas dos sócios (isto é, ao preço de subscrição), no caso das ações sem valor nominal.

Ao contrário do que acontece no caso das ações com valor nominal - cujo valor de emissão inclui o prémio de emissão -, o novo regime relativo às ações sem valor nominal, introduzido no CSC em 2010, veio admitir que ao valor de emissão destas ações pudesse acrescer um prémio de emissão. Para além da confusão gerada pelo facto de a noção de valor de emissão não ser equivalente para todo o tipo de ações (variando consoante tenham ou não valor nominal), este conceito também não é usado de forma coerente quanto às próprias ações sem valor nominal, dado que o legislador parece ter considerado, quanto ao cálculo do dividendo prioritário relativo às ações preferenciais sem voto (art.º 341.º, n.º 2), que o valor de emissão inclui o prémio de emissão.

Com a nossa proposta, o valor de emissão das ações sem valor nominal passaria a corresponder ao preço de subscrição destas, desaparecendo o elemento de confusão que atualmente existe.

Num comentário a propósito do art.º 8.º da Diretiva do Capital, Raúl Ventura explicava precisamente, usando palavras de Sola Cañizares, que «o valor de emissão é a importância que o subscritor paga efectivamente ou se obriga a pagar para adquirir a acção»⁸¹.

⁸⁰ No mesmo sentido, OLAVO CUNHA, «Aspectos críticos...», in TARSO DOMINGUES e CARVALHO (Coord.), pág. 148.

⁸¹ VENTURA, pág. 26.

Por outro lado, atendendo a que, quanto às ações sem valor nominal, propomos a substituição da imposição de um valor mínimo pela obrigação de atender ao valor real das ações, para a determinação do valor de emissão das ações, o prémio de emissão perderia a sua razão de ser associada às operações de aumento de capital.

No regime atualmente previsto no CSC, o prémio de emissão pode ser exigido quer no momento da constituição da sociedade, quer posteriormente aquando de uma operação de aumento do capital social, sendo inúmeras as razões que podem justificar a exigência do prémio de emissão em qualquer um destes momentos.

É, contudo, aquando das operações de aumento do capital que o prémio de emissão adquire maior importância. Como já referimos, aquando de um aumento de capital, podem ocorrer dois problemas distintos. O primeiro corresponde ao risco de diluição da posição relativa dos acionistas, para o qual a lei procura dar resposta através da consagração do direito de preferência dos acionistas na subscrição de novas ações.

Independentemente de os acionistas atuais exercerem ou não este direito, poderá surgir igualmente o risco de desvalorização económica das participações societárias. Este segundo problema ocorre perante dois cenários diferentes, embora ambos resultantes da variação do valor real face ao par das ações.

Um destes cenários ocorre quando o valor real das ações é inferior ao par, o que dificulta o sucesso da operação de aumento de capital, dada a obrigatoriedade de respeitar o par na fixação do valor de emissão. O outro cenário ocorre quando, pelo contrário, o valor real é superior ao valor nominal. Se as novas ações fossem emitidas abaixo do valor real, haveria uma redução do valor real médio da totalidade das ações da sociedade após o aumento de capital. Neste caso, o prémio de emissão permite «*corrigir o maior valor (real, unitário) que as ações [antigas] têm relativamente às novas participações quando estas têm de ser emitidas com idêntico valor nominal*»⁸².

Dito de outro modo, o prémio de emissão permite cobrir o excedente do valor real face ao valor nominal, acrescentando a este último. Com a imposição de um prémio de emissão correspondente à diferença entre o valor nominal e o valor real das ações existentes, os novos acionistas ficam obrigados a realizar entradas de valor idêntico ao das ações já emitidas. Assegura-se, assim, a «*igualdade entre o valor das entradas e o valor dos direitos sociais*»⁸³,

⁸² OLAVO CUNHA, «Aspectos críticos...», in TARSO DOMINGUES e CARVALHO (Coord.), pág. 148.

⁸³ COUDIN, PASCAL, «Prime et capital», in COURET, ALAIN e NABASQUE, HERVÉ LE (Direc.), *Quel avenir pour le capital social ?*, Actes, Dalloz, Paris, 2004, pág. 38.

ou seja, garante-se o princípio da igualdade de tratamento entre os novos acionistas e os pré-existentes aquando de uma nova operação de emissão de ações⁸⁴.

Com a nossa proposta, o valor de emissão de cada nova emissão de ações passaria a ser ajustado automaticamente em função do valor real, dado que este se tornaria no referente para a sua determinação. Diminuiriam, deste modo, os custos e os entraves ao financiamento das sociedades anónimas.

Consideramos, por isso, que a função desempenhada pelo prémio de emissão deixaria de se justificar.

4.2. A importância do direito de preferência legal na subscrição de novas ações

Como vimos⁸⁵, a previsão de um direito de preferência legal na subscrição de novas ações permite proteger os acionistas existentes contra o risco de diluição da sua posição relativa, quer o novo valor de emissão das ações seja superior ou inferior ao valor de emissão anterior. De facto, quando há um aumento de capital, se os acionistas não subscreverem novas ações em proporção idêntica àquela que já detiverem no universo acionista, eles verão necessariamente diminuída (em termos proporcionais) a sua posição societária.

É por isso que o direito de preferência na subscrição de novas ações, que apenas está previsto para os aumentos de capital por entradas em dinheiro (art.º 458.º, n.º 1), só pode ser limitado ou suprimido pela própria assembleia geral - ainda que se trate de um aumento de capital deliberado pelo conselho de administração, com base em autorização expressa no contrato de sociedade - e desde que sejam cumpridas certas formalidades (art.º 460.º).

Atendendo à importância fulcral que o direito de preferência legal desempenha na proteção da posição acionista, ele pode ser considerado como um «*dos direitos “elementares” da socialidade*»⁸⁶.

Tendo presente a nossa proposta de eliminação da norma que proíbe a emissão de ações abaixo do par para as ações sem valor nominal, a sua substituição por regras impositivas quanto à determinação do preço de emissão de novas ações (nomeadamente, quanto à obrigatoriedade de elaboração de um relatório circunstanciado) visa garantir que os acionistas são adequadamente informados quanto às implicações, para o seu *status socii*, da fixação do preço de emissão ao nível proposto pelo conselho de administração. Tal é

⁸⁴ PORTALE, «Dal capitale...», nota de rodapé (22).

⁸⁵ Vide o nosso subcapítulo 3.3.2.2.

⁸⁶ TARSO DOMINGUES, *Variações...*, pág. 461.

fundamental para que os acionistas possam decidir quanto ao exercício ou não do direito de preferência.

O reforço ao nível da informação que deve ser veiculada aos acionistas aquando da determinação do preço de subscrição das ações em novos aumentos de capital, assim como o procedimento previsto na lei quanto à limitação ou supressão do direito de preferência (art.º 460.º) conferem proteção suficiente aos acionistas, permitindo evitar que eles vejam a sua posição societária ser diminuída contra a sua vontade.

O problema relativo à diminuição da posição relativa dos sócios em resultado da emissão de novas ações não se confunde, contudo, como vimos, com o problema associado à desvalorização económica das participações sociais. Embora ambos possam existir na mesma operação de aumento de capital, eles referem-se a situações diferentes.

Enquanto o primeiro decorre de o acionista não acompanhar o aumento do capital subscrito e de ver, por isso, reduzida a sua participação relativa, o segundo está relacionado com o facto de as variações do valor real das ações face ao preço de subscrição das últimas ações emitidas poderem gerar uma diminuição do valor da participação dos acionistas atuais.

Daí que o primeiro problema fique resolvido com a consagração de um instrumento jurídico que assegure aos acionistas atuais que, querendo, poderão acorrer à subscrição de novas ações da sociedade e que esta lhes está aberta. Essa abertura é assegurada através da consagração legal do direito de preferência e de o seu exercício ser efetuado de forma proporcional face ao número de ações que é detido pelos accionistas⁸⁷.

Já o segundo problema fica acautelado com a nossa proposta, quer o valor real das ações seja superior ou inferior ao preço de subscrição da última emissão de ações, através da previsão de normas que determinam que o preço de subscrição das novas ações seja fixado em função do seu valor real.

A propósito da distinção entre estes dois problemas, JOSÉ GABRIEL PINTO COELHO defendia já a preponderância do objetivo político do direito de preferência ao escrever que: «A quota de participação do accionista no património social tal como fica definida, sendo função do valor líquido, apresenta-se naturalmente como um valor mutável, oscilante, dependendo das naturais flutuações quer do valor do activo social, quer do volume das responsabilidades, do passivo da sociedade. (...) Mais razoável se nos afigura pois a tese daqueles que (...) filiam o direito de opção no interesse que podem ter os accionistas em evitar o afluxo de capitais estranhos e a correspondente influência, nos destinos e orientação

⁸⁷ VENTURA, pág. 77.

desta, de sócios porventura inclinados a especulações, e que podem até ser concorrentes perigosos»⁸⁸.

À semelhança de outros instrumentos jurídicos, o direito de preferência tem igualmente sido alvo de críticas, levando PAULO DE TARSO DOMINGUES a afirmar que «*neste virar do século, também na Europa, o direito legal de preferência dos sócios...se encontra em crise*»⁸⁹. Este Autor separa, no entanto, o caso das sociedades anónimas abertas do das fechadas, considerando, quanto às primeiras, que os inconvenientes do regime do direito de preferência na subscrição de novas ações se sobrepõem aos benefícios que ele visa obter⁹⁰.

Entre os principais custos associados ao regime de preferência nas sociedades abertas contam-se a complexidade e a dificuldade do regime, mormente quando há diversas categorias de ações. Para além disso, a necessidade de assegurar o exercício do direito de preferência por um grande número de acionistas gera elevados custos decorrentes dos serviços de intermediação financeira (quando existam). Por último, o exercício do direito de preferência torna o processo de aumento do capital mais moroso e pode pôr inclusivamente em causa a subscrição do capital atendendo à volatilidade do mercado de capitais. Para obviar a este último problema, as sociedades abertas colocam, muitas vezes, o preço de emissão das ações abaixo do valor de mercado, de modo a acautelarem uma eventual subida da cotação que ocorra entretanto, mantendo, assim, a oferta atrativa⁹¹.

Ora, estes custos não seriam, no entender de PAULO DE TARSO DOMINGUES, contrabalançados por qualquer vantagem especial que resulte do regime da preferência para os acionistas. Os pequenos acionistas estariam sobretudo interessados na remuneração do capital investido, sendo-lhes indiferente a diluição da sua posição social, e os grandes acionistas, a quem já interessaria manter os seus direitos sociais, poderiam sempre recorrer ao mercado para assegurarem a sua posição relativa na sociedade. Este Autor conclui, assim, que o direito de preferência dos acionistas é desnecessário quanto às sociedades abertas⁹².

Quanto às sociedades fechadas, os custos associados ao exercício da preferência seriam menores, quer porque as ações não estão sujeitas a um fenómeno de volatilidade, quer porque a estrutura accionista destas é geralmente mais pequena. Por outro lado, a generalidade dos acionistas tem um interesse em manter a sua posição accionista, não havendo, quanto às

⁸⁸ PINTO COELHO, JOSÉ GABRIEL, «Usufruto de Acções», in *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Ano 91.º, Coimbra Editora, 1958, págs. 17 e 18.

⁸⁹ TARSO DOMINGUES, *Variações...*, pág. 504.

⁹⁰ O Autor baseia-se, em grande parte, na posição maioritária da doutrina norte-americana – cfr. TARSO DOMINGUES, *Variações...*, pág. 506, nota de rodapé (2049).

⁹¹ TARSO DOMINGUES, *Variações...*, págs. 506-507.

⁹² TARSO DOMINGUES, *Variações...*, págs. 508-510.

sociedades fechadas, um mercado onde possam adquirir as ações necessárias para manter a sua posição relativa. Por estas razões justificar-se-ia manter o direito de preferência quanto às sociedades fechadas⁹³.

Porém, no nosso entender, os mecanismos alternativos ao regime de preferência para os acionistas das sociedades abertas não acautelam suficientemente os interesses dos acionistas em manterem a sua posição relativa, pelo que o direito de preferência deverá continuar a existir como mecanismo protecionista dos acionistas.

Em primeiro lugar, a alternativa que os acionistas têm de poderem recorrer ao mercado para assegurar a manutenção dos seus direitos sociais não lhes dá a garantia de conseguirem manter o volume da sua participação. Tal poderá ocorrer quer porque as ações necessárias à manutenção da posição relativa dos acionistas não estão imediatamente disponíveis para venda, quer porque recorrer ao mercado, em vez de acorrer à subscrição de novo capital, poderá sair mais caro aos acionistas, dado que as novas ações são geralmente emitidas a um valor inferior ao da cotação das ações existentes.

Em segundo lugar, a solução por vezes proposta de tutelar fundamentalmente os interesses dos acionistas através de um reforço dos deveres fiduciários dos administradores permitirá apenas responsabilizar os administradores por atuações contrárias aos interesses da sociedade e dos accionistas no âmbito do processo de realização de aumentos de capital, como seja quanto à fixação de um preço de emissão muito abaixo do valor real das ações. O reforço dos deveres fiduciários dos administradores não permite assegurar, porém, *de per si* a manutenção da posição relativa dos acionistas após a operação de aumento do capital, pois os direitos sociais só podem ser mantidos se «*o accionista «actual» acorrer (efetivamente) à subscrição e esta lhe estiver aberta*»⁹⁴.

Quanto às sociedades anónimas fechadas, atendendo a que muitas delas apresentam características personalísticas decorrente do facto de serem detidas por um grupo restrito de acionistas controladores, o direito de preferência, para além de assegurar a conservação da posição relativa dos acionistas atuais, permite ainda excluir a entrada de estranhos na sociedade sem, contudo, impedir que a sociedade receba os recursos de que precisa.

Entendemos, assim, que o direito de preferência legal corresponde a um mecanismo de proteção jurídica perfeitamente compatível com a racionalidade económica que deve presidir às normas que regulam o financiamento das sociedades anónimas, quer tenham o seu capital aberto ou fechado ao investimento do público.

⁹³ TARSO DOMINGUES, *Variações...*, págs. 510-511.

⁹⁴ VENTURA, pág. 77.

De facto, ele permite, por um lado, satisfazer os acionistas preexistentes ao protegê-los contra o risco de diluição da sua posição relativa; por outro, ele permite à empresa captar os recursos de que precisa sem lhe imputar encargos excessivos; e, por último, não sendo este instrumento exercido pela totalidade dos acionistas atuais, os novos acionistas conseguirão obter uma remuneração adequada ao seu investimento.

O Grupo de Peritos conclui, no Relatório *Winter*, a este propósito, que o direito de preferência dos acionistas na subscrição de novas ações deverá continuar a estar previsto num regime de verdadeiras ações sem valor nominal, dado que será possivelmente o único mecanismo efetivo de proteção dos acionistas contra o risco de diluição da sua posição relativa⁹⁵.

4.3. A (possível) consagração das verdadeiras ações sem valor nominal

Como vimos, as ações sem valor nominal podem ser configuradas como ações sem valor nominal impróprias (*unechte nennwertlose Aktie*) ou ações sem valor nominal próprias (*echte nennwertlose Aktie*) (também designadas por «verdadeiras ações sem valor nominal»)⁹⁶.

Como dissemos, as ações sem valor nominal consagradas no nosso ordenamento jurídico são *unechte nennwertlose Aktie*⁹⁷.

No quadro das alterações que propomos, as quais pressupõem a manutenção do capital social, as ações sem valor nominal continuariam, à partida, a ser “*impróprias*”. Porém, entendemos que o sistema beneficiaria se as ações sem valor nominal passassem a ser configuradas como *echte nennwertlose Aktie*.

Recorde-se que, de acordo com um certo entendimento expresso no Relatório *Winter*, bastaria revogar a disposição do art.º 8.º da Diretiva do Capital (o qual enuncia o princípio da proibição da emissão de ações abaixo do par) relativamente às ações sem valor nominal, para que estas passassem a ser consideradas verdadeiras ações sem valor nominal.

Porém, tal como se reconhece nesse Relatório, a consagração das ações sem valor nominal em sentido próprio poderá não ser tão simples quanto parece ser à primeira vista, implicando uma análise mais aprofundada.

⁹⁵ Relatório *Winter*, pág. 84. Este Relatório refere-se, contudo, à lei comunitária, pelo que, a nível nacional, o legislador poderá prever outros mecanismos jurídicos que realizem as mesmas finalidades que o direito de preferência dos acionistas na subscrição de novas ações.

⁹⁶ Recorde-se o que ficou dito sobre esse assunto nos subcapítulos 2.3.2.

⁹⁷ *Vide*, em especial, o subcapítulo 3.1.

A nosso ver, o principal óbice à configuração das verdadeiras ações sem valor nominal no nosso ordenamento jurídico, para além da proibição de emissão de ações abaixo do valor de emissão, consiste na noção de ação, tal como é evidenciada por diversas normas do CSC.

À semelhança do princípio da proibição de emissão de ações abaixo do par, também a noção de ação adotada no direito societário português se encontra em linha com o disposto na Diretiva do Capital.

De acordo com PINTO FURTADO, é a partir do autor alemão RENAUD (*Das Recht der Aktiengesellschaften*, 1875, pág. 90) que a palavra ação passou classicamente a ser usada em três aceções distintas: a) como fração do capital (*Quote des Grundkapitals*); b) como direito de participação social (*Aktienrecht*); e c) como documento que titula a participação social (*Aktienurkunde*)⁹⁸.

A primeira aceção (a de ação-fração) encontra expressão no art.º 271.º desde a versão original do CSC («*Na sociedade anónima o capital é dividido em ações*»), tendo readquirido atualidade em 2010, quando o art.º 276.º foi alterado para passar a exprimir igualmente o princípio de que todas «*as ações devem representar a mesma fração no capital social*» (vide o n.º 4 deste artigo)⁹⁹.

De facto, a adoção da noção de ação como fração do capital social no ordenamento jurídico português não era novidade, pois já o Código Comercial de 1888, no capítulo relativo às sociedades anónimas (atualmente revogado), continha um artigo com a epígrafe «*Representação do capital em acções*», o qual estabelecia que o «*capital das sociedades anónimas... é sempre representado e dividido em acções de igual valor...*» (art.º 166.º). Para PINTO FURTADO, a importância de tal princípio era de tal ordem que se tratava de um princípio absoluto, aplicando-se quer à formação do capital inicial, quer aos aumentos do capital¹⁰⁰.

Acontece que a conceção tripartida classicamente usada pela doutrina europeia para a ação foi concebida numa altura em que o sistema europeu do capital social coexistia unicamente com a modalidade das ações com valor nominal. Basta ver que os autores que escreviam na altura da vigência das normas societárias do Código Comercial nem sequer admitiam a legalidade das ações sem valor nominal num sistema de capital social.

Assim, PINTO FURTADO fundamentava a inadmissibilidade destas ações com base na alegada violação do princípio da intangibilidade do capital social. O fundamento era o de que, faltando nestas ações a dimensão referida a uma fração do capital, elas podiam ser destacadas deste e colocadas no mercado unicamente em conformidade com a lei da oferta e da procura,

⁹⁸ PINTO FURTADO, pág. 198.

⁹⁹ OLAVO CUNHA, *Direito...*, págs. 376-377.

¹⁰⁰ PINTO FURTADO, págs. 168-169.

dado não haver um valor mínimo de emissão, o que levaria a que os administradores passassem a dispor mais livremente dos recursos da empresa ¹⁰¹ «*sem preocupações da manutenção do capital*» ¹⁰².

Parece-nos que, tal como defende PAULO DE TARSO DOMINGUES, o valor de emissão das ações não está relacionado com o princípio da intangibilidade do capital social. Este último princípio visa unicamente prevenir a saída de bens da sociedade quando eles sejam necessários para a cobertura do capital social ¹⁰³.

Quando estamos a falar do valor de emissão das ações sem valor nominal, o princípio que poderá estar eventualmente em causa é o da exata formação do capital social ¹⁰⁴. De facto, quando o capital social é constituído ou aumentado, interessa apenas assegurar que o valor do capital ingressa efetivamente no património social. Tal não se confunde com uma preocupação subsequente relativa à conservação do capital social. Como explica PAULO DE TARSO DOMINGUES, «*falar de um princípio de integridade do capital a propósito de normas relativas à formação do capital social afigura-se incorrecto, uma vez que se está a fazer referência à conservação de uma realidade económico-jurídica ainda não constituída*» ¹⁰⁵.

Para JOSÉ GABRIEL PINTO COELHO, a ilegalidade da adoção de ações sem valor nominal assentaria ainda na exigência que o art.º 166.º do Código Comercial fazia de que o capital das sociedades anónimas devia ser sempre representado e dividido em ações de igual valor ¹⁰⁶. Esta norma é reproduzida atualmente no o art.º 271.º, bem como no n.º 4 do art.º 276.º. Quanto a este argumento, a consagração das verdadeiras ações sem valor nominal implicaria, de facto, uma alteração do conceito de ação.

Como vimos, o regime das ações sem valor nominal, tal como se encontra previsto na Diretiva do Capital, segue em grande parte o regime das ações com valor nominal (para além da idêntica proibição de emissão de ações abaixo do par, também o regime de constituição do capital mínimo, de subscrição das ações e de liberação das entradas é idêntico).

Apesar de as ações deixarem de ter valor nominal, elas foram configuradas como se continuassem a representar uma fração do capital social. Basta ver que a noção do «par» continua a estar presente nas ações sem valor nominal, tendo apenas mudado o nome de «*valor nominal*» para «*valor contabilístico*». Assim se assegurou que todas as funções

¹⁰¹ *Idem*, págs. 247-248.

¹⁰² PINTO COELHO, JOSÉ GABRIEL «Estudo sobre as ações de sociedades anónimas», in *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Ano 89.º, n.º 3091, Coimbra Editora, 15 de março de 1957, pág. 339.

¹⁰³ TARSO DOMINGUES, «As ações...», 2010, págs. 206-207.

¹⁰⁴ Embora, no nosso entender, esta crítica também não tenha fundamento. Recorde-se o que se disse em 3.3.2.a).

¹⁰⁵ TARSO DOMINGUES, *Do Capital Social...*, pág. 67.

¹⁰⁶ PINTO COELHO, pág. 337.

tradicionalmente associadas ao par «*nominal*» continuassem a ser desempenhadas pelo par «*contabilístico*». Daí que o legislador tenha transposto o conceito de ação adotado para as ações com valor nominal para as ações sem valor nominal, pois, na verdade, tudo se passa como se estivéssemos perante a mesma modalidade de ações.

Ora, para se efetivar a consagração das «verdadeiras» ações sem valor nominal, a noção de ação como fração do capital subscrito, atualmente presente na Diretiva do Capital¹⁰⁷, terá de ser eliminada. De facto, só é possível consagrar as verdadeiras ações sem valor nominal se estas foram configuradas como figura autónoma das ações com valor nominal.

Veja-se que a ação pode ser considerada *echte nennwertlose Aktie* mesmo num sistema de capital social, desde que não seja possível estabelecer uma relação entre a ação e o valor do capital social, o que acontecerá quando o capital não está dividido em ações. Recorde-se, aliás, que as ações sem valor nominal foram introduzidas no direito norte-americano (através da *Stock Corporation Law* de 1912 do Estado de Nova Iorque) muito tempo antes da reforma em 1980, do MBCA, que consistiu na abolição da noção de capital social e do valor nominal.

Para que esta compatibilização seja possível no nosso regime, deverá restringir-se a aplicação do princípio de que «*Todas as ações devem representar a mesma fração no capital social*» (art.º 276.º, n.º 4, e art.º 271.º) às ações com valor nominal, dado que as verdadeiras ações sem valor nominal são incompatíveis com a noção de ação como fração do capital.

A nosso ver, as verdadeiras ações sem valor nominal podem ser fundamentalmente entendidas como participação social na sociedade anónima, isto é, enquanto medida da posição do acionista na sociedade. A aceção de ação enquanto conjunto dos direitos e deveres do acionista é, aliás, a que hoje prevalece na doutrina e a que tem maior atualidade.

A dissociação do valor da ação do capital social terá como consequência a possibilidade de a ação se tornar ela própria na unidade de medida por excelência da posição interna de cada acionista.

A fungibilidade das ações adquire aqui uma importância fundamental, pois permite assegurar a igualdade entre os acionistas. De facto, todas as ações pertencentes à mesma categoria de ações, independentemente do valor por que foram emitidas, devem ser iguais entre si, assim se assegurando a igualdade quantitativa dos direitos dos acionistas.

O princípio da igualdade dos direitos inerentes às ações pertencentes a uma mesma categoria é, aliás, amplamente referido nas principais leis societárias norte-americanas, bem como na lei-modelo RMBCA, dado que, tradicionalmente, os defensores nos EUA da

¹⁰⁷ Por exemplo, as normas da Diretiva do Capital relativas à aquisição de ações próprias fazem várias referências à obrigatoriedade da indicação da «*fração do capital subscrito que as ações representam*», quer estas tenham ou não valor nominal (*vide* art.º 21.º, n.º 2).

consagração das ações sem valor nominal *«sempre rejeitaram a interferência do valor nominal na medida dos direitos dos accionistas: a acção constitui, como tal, uma participação proporcional na sociedade, uma unidade de medida de direitos independente do seu valor nominal. Com as acções sem valor nominal, os direitos relativos às acções ficam dependentes do número de acções emitidas»*¹⁰⁸.

Por outro lado, a adoção da unidade da ação como referente para o exercício dos direitos societários tornaria muito mais simples e transparente o modo de determinação dos direitos corporativos, dado que a ação é em si mesma *«uma participação proporcional na sociedade»*. Bastará, por isso, determinar o peso relativo das ações detidas por cada acionista no universo geral das ações pertencentes à mesma categoria, ou seja, a *«percentagem que a ação representa em relação ao universo acionista»*¹⁰⁹.

Deste modo, os riscos geralmente apontados em matéria de desempenho da função organizativa às verdadeiras ações sem valor nominal não têm razão de ser.

Veja-se, aliás, que já há hoje alguns preceitos normativos que utilizam a unidade da ação como referente para o exercício dos direitos sociais (arts.º 384.º, n.º 1, e 458.º, n.º 2, alínea a) do CSC), pelo que esta solução não é inteiramente estranha ao nosso ordenamento.

Em consequência, o *«valor contabilístico»*, enquanto referente para o exercício dos direitos sociais inerentes às ações sem valor nominal, deverá ser eliminado¹¹⁰.

Quanto à responsabilidade dos acionistas pela subscrição das ações emitidas, esta estaria, à semelhança do atual regime da responsabilidade dos acionistas perante a sociedade anónima, limitada ao valor total de emissão (isto é, ao preço de subscrição) fixado para cada concreta emissão de ações (*«cada sócio limita a sua responsabilidade ao valor das acções que subscreveu»* - art.º 271.º, 2.ª parte, do CSC)¹¹¹.

Recorde-se que, de acordo com a nossa proposta, o valor de emissão passará a ter como referente o valor real das ações, deixando de ser obrigatório respeitar um determinado preço mínimo. Por isso, o valor de emissão passará a ser equivalente ao preço de subscrição.

Quanto à forma de contabilização das entradas realizadas, o atual regime português das ações sem valor nominal, inserindo-se num sistema de capital social, oferece já uma solução possível consistente na liberdade de determinação do montante que é imputado a capital social (chamado, por isso, pela doutrina de *«stated capital»*). Os estados federados norte-americanos oferecem ainda outras soluções, que vão desde a total liberdade no modo de

¹⁰⁸ PAULO CÂMARA e ANA FILIPA ANTUNES, pág. 68.

¹⁰⁹ Vide Preâmbulo do Decreto-lei n.º 49/2010, de 19 de maio.

¹¹⁰ As alterações não teriam de ser muitas, dado que há apenas uma referência expressa a *«valor contabilístico»* no art.º 92.º, n.º 1, e, de forma elíptica, no art.º 22.º, n.º 1, do CSC.

¹¹¹ Vide COUTINHO DE ABREU, pág. 54, em especial a nota de rodapé (5).

contabilização das entradas (não sendo sequer necessário constituir uma rubrica de capital), passando pela obrigatoriedade de imputação de apenas parte no «*stated capital*», enquanto o remanescente é contabilizado numa rubrica autónoma de «*surplus*», até à drástica solução de imputação da totalidade das entradas no «*stated capital*» (o que ocorre, p. explo., quando o Conselho de Administração não determina a forma de contabilização das entradas¹¹²).

Caso as entradas não sejam totalmente contabilizadas no «*stated capital*», resta saber como é contabilizado o montante excedente.

Decidindo os acionistas não imputar a totalidade do valor de emissão das ações sem valor nominal ao *stated capital*, caberá ao legislador prever o destino ao dar ao excedente (ou, então, deixá-lo à consideração dos acionistas).

Apesar de a nossa proposta implicar a eliminação do conceito de prémio de emissão para as ações sem valor nominal, nada impede que o excedente das entradas não imputado no *stated capital* continue a estar sujeito ao regime da reserva legal, apenas podendo ser utilizado, a final, para a cobertura de prejuízos sociais ou para incorporação no capital social (cfr. arts.º 295.º, n.º 2, alínea a), e 296.º do CSC).

Veja-se que a Diretiva do Capital é totalmente omissa no que diz respeito ao tratamento a dar ao ágio, havendo estados, como a França e a Espanha, que admitem a livre distribuição das reservas constituídas por prémios de emissão¹¹³. Por isso, no caso de um eventual excedente resultante da não imputação da totalidade do valor de emissão no *stated capital*, a solução deverá ser igualmente encontrada a nível nacional.

A recente história societária norte-americana é, como demonstrámos, muito rica na diversidade de soluções legislativas para este problema. A nível europeu, ensaiaram-se recentemente, no estudo da KPMG a que já nos referimos, cinco modelos distintos que também procuraram dar resposta à questão de saber como contabilizar as entradas dos acionistas. As soluções preconizadas vão, porém, muito para além do problema que enunciámos, inserindo-se numa preocupação geral com a proteção das entradas dos acionistas contra a sua distribuição, em comparação com o atual regime do capital social.

Deste modo, o tratamento a dar ao excedente resultante da não imputação da totalidade do valor de emissão de verdadeiras ações sem valor nominal numa rubrica dos capitais próprios encontrará resposta no modelo que for gizado quanto à contabilização das entradas dos acionistas.

¹¹² Apesar da diversidade legislativa existente nos EUA, cabe geralmente ao Conselho de Administração determinar o valor de emissão das ações, estando-lhe associada a possibilidade de decidir sobre a contabilização das entradas (a qual pode ser total ou limitada, como já mostrámos).

¹¹³ Relatório *Rickford*, págs. 939-941.

5. Conclusão

Como vimos, o ponto de partida do nosso trabalho consiste no problema do financiamento das sociedades anónimas através de capitais próprios.

Tal problema foi enunciado no âmbito do regime jurídico português, o qual impunha, até 2010, a obrigatoriedade do valor nominal das ações, aliada à proibição de emissão de ações abaixo do valor nominal, e atualmente admite a emissão de ações sem valor nominal.

A intenção do legislador português ao introduzir este último tipo de ações foi a de ultrapassar as limitações associadas às ações com valor nominal. Porém, desde cedo, a forma de consagração das ações sem valor nominal suscitou diversas dúvidas quanto à sua legalidade face ao disposto na Diretiva do Capital quanto a esta matéria.

De facto, para alguns autores, o legislador português veio admitir a fixação de diferentes valores de emissão para as ações sem valor nominal, ao prever uma aparente exceção à proibição de emissão de ações sem valor nominal abaixo do “*valor de emissão*”.

A nosso ver, a proibição enunciada no artigo 298.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais, quanto às ações sem valor nominal, e a aparente exceção prevista, desde 2010, no n.º 3 deste artigo referem-se a cenários diferentes. Enquanto a norma prevista no n.º 1 parece estabelecer que, uma vez fixado o valor de emissão para um concreto aumento de capital, não possa haver ações emitidas nessa operação por um valor inferior a esse, já o n.º 3 refere-se à possibilidade de serem emitidas ações por um valor inferior ao de emissões passadas.

O regime das ações sem valor nominal beneficiaria, por isso, largamente se fosse clarificado e se fosse efetivamente agilizado, como se pretendia inicialmente. Esta alteração implica, desde logo, uma alteração a nível comunitário com a eliminação da norma que estende a estas ações a proibição de emissão de ações abaixo do “*valor contabilístico*”.

Uma tal alteração implicaria, contudo, simultaneamente, uma discussão sobre as normas que deverão presidir à emissão de ações, sob pena de haver uma total arbitrariedade na determinação do preço de emissão de ações, o que poderá acarretar diversos prejuízos para a sociedade, para os acionistas e para os credores.

Ora, entendemos que o critério subjacente à determinação do preço de emissão de novas ações sem valor nominal deverá ser o valor real das ações, podendo os estados membros consagrar ou não critérios adicionais para a fixação do preço de emissão. Quanto às normas que devem regular o procedimento de emissão de ações, a norma atualmente prevista no art.º 298.º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais fornece já algumas pistas, às quais, a nosso ver, deverão ser acrescentadas:

- a obrigatoriedade de apresentação de um relatório pelo órgão de fiscalização;
- a reserva da competência para deliberar aumentos de capital de sociedades com ações sem valor nominal à assembleia geral; e
- a previsão de uma nulidade específica da deliberação social de aumento de capital que tenha sido tomada sem que um dos dois relatórios previstos (do conselho de administração e do órgão de fiscalização) tenha sido apresentado.

Apesar de a nossa proposta implicar a eliminação da proibição de emissão de ações sem valor nominal abaixo do “*valor de emissão*”, ela não põe em causa os princípios alegadamente protegidos através daquela proibição.

Em primeiro lugar, ela não agride o princípio da exata formação do capital social. Com efeito, ao propormos que a sociedade possa decidir o preço de emissão de novas ações não com base no preço de emissões anteriores, mas antes atendendo ao valor real das ações, não é atingida a obrigação do acionista de realizar a totalidade das entradas. A única alteração ocorre ao nível da determinação do preço de subscrição de novas ações, o qual deixa de ter de respeitar um valor mínimo previamente definido.

Em segundo lugar, a nossa proposta também não põe em causa o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas. Veja-se que este princípio tem aplicação desde logo na determinação do referente para o exercício dos direitos sociais.

Num sistema de “par”, a determinação dos direitos corporativos é feita em função da participação no capital.

Com a nossa proposta, a qual pressupõe a manutenção do regime do capital social, o par poderá continuar a desempenhar esta função organizativa ou ser substituída pela própria unidade da ação, caso sejam adotadas no regime português as verdadeiras ações sem valor nominal. Atendendo à característica da fungibilidade das ações da mesma categoria, o mesmo número de ações asseguraria o mesmo número de direitos sociais.

O princípio da igualdade de tratamento dos acionistas tem, porém, ainda aplicação na proteção das posições acionistas já adquiridas. O par permitiria aqui assegurar, juntamente com a proibição de emissão de ações abaixo do par, que todos os acionistas efetuam contribuições iguais para serem titulares de participações sociais equivalentes. Já a eliminação do par e desta proibição comportaria, de acordo com alguns autores, o risco de diluição das posições relativas dos acionistas existentes.

A nossa proposta contém, por isso, um conjunto de directrizes destinadas a evitar este risco de diluição decorrente de uma total arbitrariedade na fixação do valor de emissão de

novas ações. Para além disso, entendemos que é necessário distinguir duas situações distintas no que diz respeito ao chamado risco de diluição de participações sociais.

Primeiro, o risco de diluição da posição relativa dos acionistas é, a nosso ver, um problema de cariz eminentemente político, sendo já hoje acautelado através da previsão legal do direito de preferência dos acionistas na subscrição de novas ações.

Segundo, e distinto do primeiro, é o caso da desvalorização económica das participações sociais, situação em que se poderão efetivamente levantar problemas de igual tratamento dos acionistas. Estes problemas ocorrem quando o valor de emissão de novas ações não corresponde ao valor real das ações.

Ora, a nossa proposta permite responder de forma menos onerosa a este último problema, dado que o preço de subscrição das novas ações passa a basear-se necessariamente no valor real das ações. Assim, quando o valor real das ações é superior ao valor de emissões anteriores, o novo preço de subscrição deverá ser sempre igual ao valor real das ações, evitando um prejuízo para os atuais acionistas decorrente de se admitir a participação dos novos acionistas numa mais valia antes restrita às ações antigas. Já quando se verifica o oposto, isto é, uma diminuição do valor real face ao valor de emissões anteriores, o novo preço de subscrição acompanha igualmente o novo valor real, pagando os novos acionistas menos do que os acionistas anteriores pelo facto de as ações terem perdido valor. Deste modo, assegura-se a igualdade de tratamento dos acionistas com menores custos para a sociedade.

Para além de a nossa proposta visar agilizar o financiamento das sociedades anónimas através do recurso a capitais próprios, ela permite igualmente refletir sobre a possibilidade da adoção das verdadeiras ações sem valor nominal.

Com efeito, a eliminação da proibição comunitária de emissão de ações sem valor nominal abaixo do “*valor contabilístico*” abre caminho, a nosso ver, à consagração destas ações, pois elimina um primeiro entrave relativo à obrigatoriedade da existência de um “par”. O segundo e último entrave consiste, no nosso entender, na noção de ação, a qual compreende hoje necessariamente a noção de ação como fração do capital. Eliminando-se esta última noção para as ações sem valor nominal torna-se possível, parece-nos, configurar as ações sem valor nominal no nosso sistema de capital social como de verdadeiras ações sem valor nominal.

Bibliografia

- AAVV., *The European Company Law Action Plan Revisited*, Leuven University Press, Lovaina, 2010.
- ALÉMAN LAÍN, PEDRO, *Función del valor nominal de las acciones. Una aproximación desde el derecho norteamericano*, Aranzadi, Navarra, 2003.
- American Bar Association - Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law, *Model Business Corporation Act Annotated: official text with official comments and statutory cross-references, revised through 2005*, 3.^a edição, American Bar Association, 2005, Capítulo 6 «Shares and Distributions».
- American Bar Association - Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law, *2011 Changes to the Model Business Corporation Act and Comments*, American Bar Association, 2011.
- Albuquerque, Pedro de, *Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas*, Almedina, Coimbra, 1993.
- Blanco, Teresa, «Nueva Directiva comunitaria - Una protección de los accionistas igual en toda la UE», in *Iuris & Lex*, Caderno pertencente ao jornal *El Economista*, 7 de dezembro de 2012, págs.18 e 19.
- «British Institute's council lists four advantages of no par value shares», in *Journal of Accountancy (pre-1986)*, Oct 1953, 96, pág. 443.
- CÂMARA, PAULO e ANTUNES, ANA FILIPA MORAIS, *Acções sem valor nominal*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011.
- CÂMARA, PAULO, «O Decreto-Lei n.º64/2009: diminuição extraordinária do valor nominal das acções», in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano I (2009), n.º 2, Almedina, Coimbra, 2009, págs. 327-338.
- COELHO, FÁBIO ULHOA e RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA (Coord.), *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Almedina, Coimbra, 2012.
- Comissão Europeia, «Communication from the Commission to the Council and the European Parliament - Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward», Direção-Geral do Mercado Interno e Serviços, Bruxelas, 21 de maio de 2003.

- Comissão Europeia, «Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law», Direção-Geral do Mercado Interno e Serviços, Bruxelas, 2011.
- COSTA ANDRADE, MARGARIDA, “A incindibilidade da participação social nas sociedades anónimas”, in OLIVEIRA, ANTÓNIO CÂNDIDO DE (Coord.), *Estudos em Comemoração do 10.º Aniversário da Licenciatura em Direito da Universidade do Minho*, Almedina, Coimbra, 2004, págs. 495-528.
- COURET, ALAIN e NABASQUE, HERVE LE (Direc.), *Quel avenir pour le capital social ?*, Actes, Dalloz, Paris, 2004.
- COUDIN, PASCAL, «Prime et capital», in COURET, ALAIN e NABASQUE, HERVE LE (Direc.), *Quel avenir pour le capital social ?*, Actes, Dalloz, Paris, 2004, págs. 31ss.
- COUTINHO DE ABREU, JORGE MANUEL, *Curso de Direito Comercial - Volume II - Das Sociedades*, 4.ª edição, Almedina, 2011.
- COUTINHO DE ABREU, JORGE MANUEL, (Coord.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário – Volumes I e V*, Almedina, Coimbra, 2013.
- EDWARDS, CHRIS, «Entrepreneurial Dynamism and the Success of U.S. High-Tech», Relatório do Comité Económico do Congresso dos Estados Unidos da América, 1999.
- FRANCISCO, PAULO, «Liquidez e Características Intrínsecas das Acções - O Caso do Mercado Europeu», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º35, abril de 2010, págs. 22-41.
- GONÇALVES OLIVEIRA, CATARINA e PINHAL, JOANA, «As «novas» acções sem valor nominal como alternativa de financiamento para as empresas portuguesas», in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 28, 2011, págs. 107-112.
- Grupo de Trabalho da CMVM, BVL, BdP e Interbolsa, *A Introdução da Moeda Única e o Mercado de Valores Mobiliários*, Maio de 1997, págs. 1-22 e 29-51.
- GUYON, YVES, *Droit des Affaires - Droit commercial général et Sociétés*, 3ª edição, Economica, Paris, 1984, págs. 418-437.
- HORST, EIDENMÜLLER e WOLFGANG, SCHÖN (Edit.), *The Law and Economics of Creditor Protection - A Transatlantic Perspective*, T.M.C. Asser Press, 2008, Haia.
- JENSEN, MICHAEL C. e MECKLING, WILLIAM H., «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», in *Journal of Financial Economics*, October, V. 3, No. 4, 1976, págs. 305-360.

- «KPMG Feasibility Study on Capital Maintenance – Main Report», *Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime*, Berlim, 2008.

- LABAREDA, JOÃO, *Das Acções das Sociedades Anónimas*, Associação Académica da Faculdade de Direito, Lisboa, 1988, págs. 5-15.

- LEAL, MIGUEL, *The introduction of No Par Value Shares in Europe*, 2010 (Dissertação de Mestrado, London School of Economics, Londres, não publicada).

- MACEY, JONATHAN R. e ENRIQUES, LUCA, «Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules», in *Faculty Scholarship Series – Yale Law School*, Paper 1413, 2001.

http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1413

- MANNING, BAYLESS e HANKS JR., JAMES, *Legal Capital*, Foundation Press, New York, 1990.

- MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO, «Acções sem valor nominal», in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano II (2010) - Número 3-4, Almedina, Coimbra, 2010, págs. 471-508.

- MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO, *Manual de Direito das Sociedades - Volume II - Das Sociedades em Especial*, 5.^a edição, Almedina, Coimbra, 2007.

- MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO (Coord.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2.^a edição, Almedina, Coimbra, 2011.

- MENEZES CORDEIRO, ANTÓNIO, «Comentários à Subsecção II – Obrigação de entrada e ao Artigo 25.º (Valor da entrada e valor da participação)», in CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES (Coord.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, págs. 153-156.

- MENEZES LEITÃO, ADELAIDE e ALVES DE BRITO, JOSÉ, «Comentários ao Título IV – Sociedades Anónimas», in CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES (Coord.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, págs. 717-730.

- MOTA PINTO, ALEXANDRE CARDOSO CORREIA DA, “A prestação de contas e o financiamento das sociedades comerciais”, in SANCHES, SALDANHA, GAMA, TABORDA DA e CÂMARA, SOUSA (Coord.), *Direito do Balanço e as Normas Internacionais de Relato Financeiro*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, págs. 78-117.

- MOTA PINTO, ALEXANDRE CARDOSO CORREIA DA, *The Europeanization of Legal Capital: Searching for new ways of protecting creditors in limited liability companies*, 2007 (Tese de Doutoramento, Instituto Universitário Europeu, Florença, não publicada).
- NOGUEIRA SERENS, M., *Notas sobre a Sociedade Anónima*, Boletim da Faculdade de Direito – Universidade de Coimbra, 2.ª edição, Coimbra Editora, Coimbra, 1997, págs. 15-19.
- OLAVO CUNHA, PAULO, «Aspectos críticos da aplicação prática do regime das acções sem valor nominal», in TARSO DOMINGUES, PAULO DE e CARVALHO, MARIA MIGUEL (Coord.), *Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal*, Almedina, Coimbra, 2011, págs. 131-152.
- OLAVO CUNHA, PAULO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª edição, Almedina, Coimbra, 2012.
- OLAVO CUNHA, PAULO, «O Poder dos Sócios», in COELHO, FÁBIO ULHOA e RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA (Coord.), *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Almedina, Coimbra, 2012, págs. 189-215.
- OLIVEIRA ASCENSÃO, JOSÉ DE, «As acções», in AA.VV. *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, Coimbra, 2000, págs. 57-90.
- PINTO COELHO, JOSÉ GABRIEL, «Estudo sobre as acções de sociedades anónimas», in *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Anos 88.º e 89.º, Coimbra Editora, Coimbra, 1955-56 e 1957.
- PINTO COELHO, JOSÉ GABRIEL, «Usufruto de Acções», in *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Ano 91.º, Coimbra Editora, 1958.
- PINTO DUARTE, RUI, *Escritos sobre Direito Das Sociedades*, Coimbra Editora, Coimbra, 2008.
- PINTO FURTADO, JORGE HENRIQUE DA CRUZ, *Código Comercial - Anotado - Das Sociedades em Especial*, Vol. II - Tomo I, Almedina, 1986.
- PORTALE, GIUSEPPE B., «Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»», in *Rivista delle società*, 2002, págs. 146-169.
- PORTALE, GIUSEPPE B., «Sociedade de responsabilidade limitada sem capital social e empresário em nome individual com «capital destinado» (Capital social *quo vadis?*)», in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 3, 2011, Vol. 6, Almedina, Coimbra, 2011, págs. 265-279.

- «Relatório do Steering Group» (Modern Company Law for a competitive economy), R.U., 2001.

- «Relatório Rickford» (Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance), *Reforming Capital*, R.U., 2004.

- «Relatório Winter» (Report of the High Level Group of Company Law Experts), *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruxelas, 2002.

Versão inglesa disponível no sítio da internet:

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf

- ROCHE, JOHN R., «No Par Value Stock», in *Marquette Law Review*, Vol. 7, Issue 2, 1923, págs. 76-80.

- SEVRES, NICOLETTE KOST DE e SASSO, LORENZO, «The new European financial markets legal framework: a real improvement? An analysis of financial law and governance in European capital markets from a micro- and macro-economic perspective», in *Capital Markets Law Journal*, Vol. 7., n.º 1, 2012, págs. 30-54.

- SOARES DA FONSECA, TIAGO, «Comentários ao Artigo 298.º (Valor de emissão das acções)», in CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES (Coord.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, págs. 847-853.

- SOVERAL MARTINS, ALEXANDRE DE, *Cláusulas do Contrato de Sociedade que Limitam a Transmissibilidade das Acções*, Almedina, Coimbra, 2006, págs. 114-123.

- TARSO DOMINGUES, PAULO DE, «As acções sem valor nominal», in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano II, 2010, Vol. 4, Almedina, Coimbra, 2010, págs. 181-213.

- TARSO DOMINGUES, PAULO DE, «As acções sem valor nominal no direito português», in *I Congresso – Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011, págs. 53-73.

- TARSO DOMINGUES, PAULO DE, «Capitalização de sociedades», in COELHO, FÁBIO ULHOA e RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA (Coord.), *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Almedina, Coimbra, 2012, págs. 443-477.

- TARSO DOMINGUES, PAULO DE, *Do Capital Social – Noção, Princípios e Funções*, Coimbra Editora, 1998.

- TARSO DOMINGUES, PAULO DE et al., *Estudos de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2010.

- TARSO DOMINGUES, PAULO DE, «O capital social como entrave ao financiamento das sociedades. Os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo DL 64/2009 são solução?», in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano I, 2009, Vol.2, Almedina, Coimbra, 2009, págs. 175-200.
- TARSO DOMINGUES, PAULO DE, «O novo regime do capital social nas sociedades por quotas», in Ano 3, 2011, Vol. 6, Almedina, Coimbra, 2011, págs. 97-123.
- TARSO DOMINGUES, PAULO DE, «Obrigação de Entrada – Artigo 25.º», in COUTINHO DE ABREU, JORGE MANUEL, (Coord.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário – Volume I*, Almedina, Coimbra, 2013, págs. 423-440.
- TARSO DOMINGUES, PAULO DE, «Traços Essenciais do Novo Regime das Acções sem Valor Nominal», in TARSO DOMINGUES, PAULO DE e CARVALHO, MARIA MIGUEL (Coord.), *Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal*, Almedina, Coimbra, 2011, págs. 107-130.
- TARSO DOMINGUES, PAULO DE, *Variações sobre o capital social*, Almedina, Coimbra, 2009.
- TARSO DOMINGUES, PAULO DE e CARVALHO, MARIA MIGUEL (Coord.), *Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal*, Almedina, Coimbra, 2011.
- TAVARES, FERNANDO ANTÓNIO DE OLIVEIRA, *Avaliação de Acções – O modelo do cash-flow*, Vida Económica, Porto, 2002.
- «The Par Value Of Shares: An Irrelevant Concept In Modern Company Law», in *Singapore Journal of Legal Studies*, 1999, págs. 552-572.
- TRIUNFANTE, ARMANDO, «A Protecção do Sócio Minoritário no Código das Sociedades Português», in COELHO, FÁBIO ULHOA e RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA (Coord.), *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Almedina, Coimbra, 2012, págs. 253-275.
- VEASEY, E. NORMAN, «On Corporate Codification: A Historical Peek at the Model Business Corporation Act and the American Law Institute Principles through the Delaware Lens», Publicação da Duke University School of Law, 2011.
- VENTURA, RAÚL, *Adaptação do Direito Português à Segunda Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades*, Separata do Boletim do Ministério da Justiça n.º 3, Edição da Procuradoria-Geral da República – Gabinete de Documentação e Direito Comparado, 1980.

