

NOVOS E VELHOS PROBLEMAS NO DIREITO SOCIETÁRIO ATUAL[†]

Jorge Manuel Coutinho de Abreu*

1 CAPITAL SOCIAL

A obrigação de os estatutos das sociedades fazerem menção ao *capital social* (definível, em geral, como cifra representativa da soma dos valores nominais das participações sociais fundadas em entradas em dinheiro e/ou espécie¹) tem larga tradição nos diversos ordenamentos jurídicos, em especial nos de inspiração romano-germânica. E larga tradição tem também a fixação por lei de um *capital social mínimo* para as sociedades limitadas e por ações.

Estas tradições têm sido abaladas em tempos recentes. Limitando-nos agora à União Europeia (UE) e às sociedades limitadas: alguns países não exigem qualquer menção ao capital social, outros deixaram de prescrever um capital social mínimo fixo (v.g., Portugal, desde 2011) e outros reduziram os montantes antes vigentes.² Estas tendências acentuaram-se depois do ano 2000, na sequência do desenvolvimento judicial do “direito de estabelecimento” comunitário-europeu iniciado pelo acórdão “Centros” do Tribunal de Justiça da UE (de 9/3/1999). Muitas sociedades (centenas de milhar) foram constituídas no Reino Unido (que não exige qualquer capital social) por sujeitos de outras nacionalidades para exercerem atividades exclusivamente em outros países. A reação, na concorrência legislativa, foi a tendência para a igualação “por baixo”...³

15

[†] Este artigo corresponde a parte do texto preparado para a conferência de abertura da XII Semana do Direito da FD da UFC, proferida em 8 de maio de 2017.

* Professor Catedrático da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.

¹ Cfr. J. M. COUTINHO DE ABREU, *Curso de direito comercial*, vol. II – *Das sociedades*, 5ª ed., Almedina, Coimbra, p. 403, s..

² Para exemplos, v. GIUSEPPE B. PORTALE, “La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall’«importanza quasi-sacramental» al ruolo di «ferro vecchio?»)”, *Rivista delle Società*, 2015, p. 815, s., e J. ARMOUR / H. FLEISCHER / V. KNAPP / M. WIENNER, “Brexiteer and corporate citizenship”, 2017 (disponível em http://ssrn.com/abstract_id=2897419).

³ Note-se que a 2ª Diretiva em matéria de direito das sociedades (Diretiva 77/91/CEE, de 13 de dezembro de 1976, substituída pela Diretiva 2012/30/UE) continua a impor capital mínimo para as sociedades anónimas.

Haverá boas razões para desvalorizar o capital social, ou o capital social mínimo fixo.⁴ No entanto, a proteção dos credores sociais – função primordial que vinha sendo atribuída ao capital social – não pode ser descurada.

Tem-se apontado, pois, para a aplicação (alternativa ou cumulativa) de dois testes: o *teste de balanço* – é proibida a atribuição de bens sociais aos sócios quando o ativo líquido seja ou, por mor dessa atribuição, se tornasse inferior ao capital social e reservas indisponíveis ou, no caso de inexistência de capital social, o ativo seja ou se tornasse inferior ao passivo; e o *teste de solvência* ou *solvabilidade* – é proibida a atribuição de bens sociais se dela resultar a incapacidade de a sociedade cumprir as suas obrigações à medida que se forem vencendo a curto e médio prazo (dentro de um ano, normalmente). Complementarmente, aponta-se para a *responsabilidade de administradores e sócios* (de má fé) por distribuições que contrariem aqueles testes.⁵

Contudo, independentemente de qualquer distribuição de bens sociais aos sócios, uma sociedade constituída com capitais próprios manifestamente insuficientes pode tornar-se um instrumento desproporcionadamente perigoso ou letal para os direitos e interesses de terceiros. Por isso se deverá avançar decididamente para a *desconsideração da personalidade jurídica* de sociedades manifesta e materialmente descapitalizadas.

Diz-se em estado de subcapitalização *material* a sociedade que não dispõe de capitais próprios suficientes para o exercício da respetiva atividade⁶, e esta insuficiência nem sequer é suprida por empréstimos dos sócios. A subcapitalização material é *manifesta ou qualificada* quando evidente, facilmente reconhecível pelos sócios.

Podem os sócios, com certeza, atuar por intermédio de sociedade que lhes proporciona um risco limitado (o risco de perder o valor das entradas ou das participações, mas não o risco de responder pelas dívidas sociais), transferindo boa parte do risco negocial para terceiros. Porém, a limitação desse risco não deve ir ao ponto de a atividade social poder gerar benefícios só ou sobretudo

⁴ V. por todos P. TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o capital social*, Almedina, Coimbra, 2009 (v. tb. minha *ob. cit.*, p. 406, s.).

⁵ Apontando para tudo isto, v. o art. 18 da Proposta de Diretiva relativa às sociedades unipessoais de responsabilidade limitada de 2014 [COM(2014) 212 final]. Note-se que esta proposta prevê no art. 16/1 como capital social mínimo €1 (ou a unidade de moeda nacional quando ela não seja o euro).

⁶ Tendo em conta a natureza e dimensão da atividade, bem como os riscos associados – obrigações contratuais inevitáveis, prováveis e possíveis, obrigações extracontratuais eventuais.

para os sócios e gerar prejuízos principalmente para os credores sociais; a partilha dos riscos societários tem a sua medida, não podem os sócios alijar desproporcionadamente os seus em detrimento de terceiros.

Assim, deve admitir-se que os sócios *abusam da personalidade coletiva* de sociedade quando a introduzem no comércio jurídico apesar de sofrer de manifesta subcapitalização material. Se a sociedade, *porque subcapitalizada*, cai em situação de *insolvência*, pela via da desconsideração da personalidade jurídica serão os sócios chamados a responder (subsidiária mas) ilimitadamente perante os credores sociais. *Todos os sócios, em princípio*, pois, sendo a subcapitalização manifesta, a culpa – um dos pressupostos da responsabilidade – atingirá todos os sócios fundadores).

Mas nem todos aceitam esta via. Pois se a lei exige aos sócios, para beneficiarem da responsabilidade limitada, que dotem a sociedade simplesmente com o capital mínimo, ou mesmo sem qualquer capital, sem exigir adequação do capital relativamente ao objeto social, como responsabilizar os sócios perante os credores sociais?... Todavia, a questão *não é de legalidade estrita*. A observância da exigência legal do capital social mínimo (muito baixo para muitíssimos casos) não impede o *abuso* da personalidade coletiva. Em prejuízo dos credores, não da própria sociedade (ou da comunidade dos sócios). Pelo que a possível responsabilidade dos sócios é para com os credores, não para com a sociedade (é responsabilidade *externa*).

Acrescente-se, contudo, que não devem beneficiar da referida responsabilidade os credores voluntários (ou contratuais) «fortes» (designadamente, grandes fornecedores ou financiadores) que conheciam a situação de subcapitalização e/ou assumiram, com escopo especulativo, os riscos (quando podiam não contratar, ou exigir garantias de um ou mais sócios)⁷.

2 REGRA UMA AÇÃO/UM VOTO, TETOS DE VOTO, “DEMOCRACIA ACIONISTA”

Está generalizada, nos diversos ordenamentos jurídicos, a regra de que a cada ação corresponde um voto (também no Brasil – art. 110 da LSA – e em Portugal: Código das Sociedades Comerciais de 1986, ou CSC, art. 384/1). Regra que admite várias exceções, algumas previstas em preceitos legais, outras que, por autorização da lei, é possível incluir nos estatutos sociais.

⁷ Não assim, portanto, para os credores involuntários, nem para os «fracos» (com pequeno poder negocial, sem possibilidade de exigirem garantias suplementares).

Uma das *exceções estatutárias* consiste na estipulação de “*tetos de voto*”: não são contados votos acima de certo número quando emitidos por um só acionista (cfr. § 1º do art. 110 da LSA, alínea b) do nº 2 do art. 384 do CSC). Assim, por exemplo, se nos estatutos de uma sociedade que emitiu 100.000 ações (com direito de voto) se diz que nenhum acionista pode dispor de mais do que 20% dos votos expressos em assembleia geral, os votos de um sócio com 40.000 ações só podem ser computados até ao máximo de 20.000 (decrecendo este número na proporção do decréscimo do número total dos votos emitidos em cada assembleia).

Permitir, com maiores ou menores limitações, os tetos de voto ou proibi-los é questão que não tem obtido consenso.

Têm sido apresentados argumentos variados e diversamente valorados (um mesmo dado é apontado às vezes a favor dos tetos e outras vezes contra, consoante as perspetivas político-jurídicas). Diz-se, por exemplo, que os tetos de voto impedem que um só acionista (ou um bloco acionista) detenha posição de controlo sobre a sociedade e favorecem, por isso, a dispersão das ações e o reforço do poder dos administradores; quebram a proporcionalidade entre o risco de capital e o poder dos sócios com ações acima de certo montante; desincentivam investimentos maiores na sociedade por parte destes sócios; dificultam ou impedem aquisições de controlo por via de OPA.

Compreende-se, então, que uns países (em maioria, parece) admitam tetos de voto e outros não.

Porém, não tem cabimento propugnar a eliminação da possibilidade de os estatutos estabelecerem tetos de voto em nome da “*democracia acionista*” – que estaria associada à regra uma ação/um voto.⁸

Quer nas origens, quer ao longo de evolução multissecular, a sociedade por ações quase nunca patenteou o cunho de instituição democrática⁹. Especificamente quanto aos critérios de atribuição dos votos: houve práticas (poucas)

⁸ A própria Comissão Europeia não se coibiu de afirmar: «A Comissão entende que se justifica fortemente, enquanto objectivo de médio a longo prazo, pretender instituir *uma verdadeira democracia dos accionistas na UE*. O estudo comparativo sobre os códigos de governo das sociedades relevantes para a UE demonstram que os códigos neste domínio tendem a subscrever o princípio ‘uma ação/um voto’, apesar de muitos deles favorecerem alguma flexibilidade neste contexto» (grifei) – Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu, «Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia – Uma estratégia para o futuro» [COM (2003) 284 final], p. 16.

⁹ V., com indicações bibliográficas, J. M. COUTINHO DE ABREU, *Governança das sociedades comerciais*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, p. 45, s., ou *Curso...*, p. 81, s..

de atribuição de um voto a cada sócio, independentemente do número das ações possuídas (práticas democráticas, mas quase sempre de «democracia dos plutocratas», a lembrar o sufrágio capacitário ou censitário); nos séculos XVIII e XIX terão dominado sistemas (afins dos hodiernos tetos) de votos “graduados” (cada sócio tinha um voto por x ações, mais um voto por um conjunto de ações entre um número mínimo e um máximo, etc., até certo limite de votos menos que proporcional ao número das ações; a regra uma ação/um voto consolidou-se principalmente desde o século XX¹⁰.

Ora, a regra uma ação / um voto, apesar de ressoar princípio democrático (um homem / um voto), é *plutocrática*: os votos são diretamente proporcionais ao número de ações possuídas, não são igualmente distribuídos pelos sócios. *Menos plutocrático* (ou mais democrático, dizem outros) é o *modelo dos tetos de voto*: o poder de voto dos mais possidentes é limitado, é menos que proporcional ao número das ações possuídas, possibilitando que o interesse da sociedade seja determinado por mais vozes.¹¹

3 REMUNERAÇÕES DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÓNIMAS

Na tradição de muitos países, a remuneração dos administradores pode ser certa, ou em parte certa e noutra parte variável, consistindo esta principalmente em percentagem nos lucros de exercício¹².

Entretanto, nos últimos decénios (mais desde a última década do século passado) tem tido fortuna (e tem sido causa de algumas fortunas¹³) a (parte da) remuneração com base em ações, em *stock options* especialmente.

Fala-se a propósito, entre outros, de *planos de atribuição de ações* e de *planos de opção para aquisição de ações*. Nos primeiros, a sociedade estabelece um programa prevendo a possibilidade de, dentro de certo prazo, alienar

¹⁰ V. COLLEEN A. DUNLAVY, «Corporate Governance in Late 19th-Century Europe and the U.S. The Case of Shareholder Voting Rights», em K. J. HOPT / H. KANDA / M. J. ROE / E. WYMEERSCH / S. PRIGGE (ed. by), *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research*, Oxford University Press, 1998, p. 5, s..

¹¹ Recentemente, em Portugal o Decreto-Lei 20/2016, de 20 de abril, embora não proíba os tetos de voto, veio facilitar a revogação dos mesmos quando previstos nos estatutos de instituições de crédito (v. J. M. COUTINHO DE ABREU, “De novo a banca – Tetos de voto; gestores públicos a céu-aberto”, *Direito das Sociedades em Revista*, vol. 17, 2017, p. 13-23).

¹² Cfr., p. ex., o art. 152 da LSA e o art. 399 do CSC.

¹³ V. exemplos (para os EUA) em COUTINHO DE ABREU, *Governança...*, p. 88, nt. 216, e DAVID LARCKER/BRIAN TAYAN, *Corporate governance matters – A closer look at organizational choices and their consequences*, 2nd ed., Pearson Education, Old Tappan, 2016, p. 212, s..

ações próprias aos seus administradores gratuitamente, ou por preço inferior ao do mercado ou em condições especialmente vantajosas. Nos segundos (*stock options plans*), a sociedade atribui aos administradores o direito potestativo de futuramente (dentro de determinado período), ao preço logo fixado, adquirirem ações da sociedade de modo derivado (opção de aquisição em sentido estrito) ou subscrevendo novas ações (opção de subscrição).

A remuneração com base em ações, em abstrato, é um incentivo forte ao *bom desempenho* das funções dos administradores e permite um *alinhamento* dos interesses destes com os interesses dos acionistas. Mas os *perigos* são também evidentes: ela incentiva políticas societárias de curto prazo promotoras do crescimento rápido da cotação das ações, inclusive a manipulação das contas, com sobrevalorização dos resultados sociais positivos (os administradores têm interesse no aumento da cotação das ações, que, gratuitamente ou a preço baixo, já possuem ou a cuja aquisição têm direito, a fim de as alienarem com bom lucro).¹⁴

20

Por isso, vão-se fazendo regras, recomendações e propostas que acautelem de tais perigos: os sistemas de remuneração com base em ações devem ser aprovados pela assembleia geral¹⁵; o início do período de exercício das opções deve ser diferido por prazo de alguns anos; deverá determinar-se um período em que as ações não podem ser alienadas pelos administradores; devem os administradores responsáveis por contas falseadas restituir à sociedade proveitos realizados com a venda de ações, bem como outros proveitos ligados à remuneração com base em ações; não devem os administradores não executivos ser remunerados com base em ações — se forem, não merecerão o qualificativo “independentes”.¹⁶

Tema bastante discutido em anos recentes foi o da *divulgação das remunerações de cada administrador*.

A tendência hodierna é claramente favorável à publicação, ao menos a respeito de certas categorias de sociedades. Ela possibilita a necessária informação dos acionistas sobre a adequação das remunerações aos desempenhos,

¹⁴ Dizem muitos que a estrutura das remunerações dos administradores bancários foi um dos fatores da crise financeira iniciada em 2007 (cfr. *últ. ob. cit.*, p. 253-254).

¹⁵ Recorde-se que em vários países compete ao próprio conselho de administração (ou a comissão por ele constituída) determinar a remuneração dos seus membros. E acrescenta-se que o *say-on-pay* dos sócios recentemente introduzido em alguns destes países nem sempre tem caráter vinculativo.

¹⁶ V. indicações em COUTINHO DE ABREU, *Governança...*, notas da p. 89.

os valores absolutos e relativos dos ganhos dos vários administradores (também em comparação com as remunerações dos trabalhadores da sociedade e as de administradores e trabalhadores de outras sociedades), promove, enfim, a publicidade crítica.

Contudo, depois de um curto interregno, a maré alta das remunerações dos administradores (executivos) continua.¹⁷ Também aqui nada mais resta ao político-jurídico senão curvar-se à direção do mercado, o novo *deus ex machina*?...

4 NEGÓCIOS ENTRE SOCIEDADE E PARTES RELACIONADAS

Campo fértil de conflitos de interesses é o dos negócios entre uma sociedade e partes (com ela) relacionadas (nomeadamente administradores e sócios, em especial os que exercem ou podem exercer influência significativa no funcionamento da sociedade).

Esperar-se-ia, pois, que o direito das sociedades dispusesse de mecanismos de controlo preventivo (proibições, exigências procedimentais) e de controlo reativo (invalidades, responsabilidade civil, etc.) que neutralizem ou diminuam o risco de as partes relacionadas obterem vantagens ilegítimas em detrimento da sociedade e/ou de sócios (mormente sócios minoritários) – o risco de *tunnelling* ou (como prefiro, continuando em linguagem metafórica) *siphoning* ou sifonagem.

Contudo, são poucas (tanto quanto sei) as legislações com normas específicas sobre a questão. Menos ainda são as que se preocupam com o problema a respeito das sociedades limitadas.¹⁸

E estou convencido da insuficiência dos princípios e regras gerais do direito das sociedades para enfrentar eficazmente o problema. Tive já oportuni-

¹⁷ Segundo estimativas recentes, nos EUA as remunerações dos CEO valem entre 200 a 500 vezes mais do que as remunerações médias dos trabalhadores – v. LARCKER / TAYAN, *ob. cit.*, p. 227.

¹⁸ Com apontamentos de direito comparado, v. p. ex. JOHN H FARRAR / SUSAN WATSON, “Self-dealing, fair dealing and related party transactions – History, policy and reform”, *Journal of Corporate Law Studies*, 2011 (October), p. 495, s. (países de *common law*), HOLGER FLEISCHER, “Related Party Transactions börsennotierten Gesellschaften: Deutsches Aktien(Konzern)recht und Europäische Reformvorschläge”, *Betriebs-Berater* 45/2014, p. 2691, s., JOÃO REGÊNCIO, “Negócios com partes relacionadas e deveres de informação”, *DSR* 15 (2016), p. 197, s. .

dade de, por isso, apresentar sugestões de regulação global e sistemática, aplicável tanto às sociedades anónimas como às sociedades limitadas¹⁹. Em síntese conclusiva:

- (1) Obrigatoriedade de *divulgação* em documentos de prestação de contas dos negócios entre a sociedade e partes relacionadas que (individualmente ou agrupados) sejam de valor superior a certo montante (v. g., 1% do capital próprio da sociedade).
- (2) Obrigatoriedade de os negócios acima de certo valor entre a sociedade e partes relacionadas serem *autorizados previamente*, salvo quando realizados nos termos de cláusulas contratuais gerais, competindo a autorização:
 - a) *Ao órgão de administração*, com parecer favorável do órgão fiscalizador (se existir), quando os negócios sejam de valor superior a certo montante (v. g., 1% do capital próprio da sociedade);
 - b) *À assembleia geral* (à coletividade dos sócios), sob proposta do órgão de administração e parecer do órgão fiscalizador (se existir), quando os negócios sejam de valor superior a certo montante (v. g., 5% do capital próprio da sociedade).

Aproveito esta ocasião para referir a disciplina arrojada (avançará?) que encontramos em uma Proposta de Diretiva que altera a Diretiva 2007/36/CE²⁰. Bem sei que esta Diretiva se aplica somente às sociedades cotadas. Mas as ideias centrais dessa disciplina poderão ser aproveitadas para as sociedades em geral.

Nos termos do art. 9º-C proposto, e para o que aqui mais interessa, a sociedade, no caso de transação com parte relacionada que envolva mais de 1% dos seus ativos, anuncia publicamente tal transação no momento em que for realizada e faz acompanhar esse anúncio de um relatório elaborado por uma entidade independente que “avalie se teve ou não lugar em condições normais de mercado e confirme que a transação é justa e razoável do ponto de vista dos acionistas, nomeadamente dos acionistas minoritários” (1º parágrafo do nº 1). Por outro lado, “as transações com partes relacionadas que representem mais de 5% dos ativos da sociedade ou que possam ter um impacto significativo sobre os lucros ou o volume de negócios” devem ser “submetidas ao voto dos

¹⁹ Por último, J. M. COUTINHO DE ABREU, “Negócios entre sociedade e partes relacionadas (administradores, sócios) – Sumário às vezes desenvolvido”, *Direito das Sociedades em Revista* 9 (2013), p. 13, s., 25.

²⁰ COM (2014) 213 final.

acionistas em assembleia geral” antes da conclusão das transações, podendo embora a sociedade concluí-las antes desse voto mas sob condição de aprovação pelos acionistas (1º parágrafo do nº 2).

5 AQUISIÇÕES POTESTATIVAS TENDENTES AO DOMÍNIO TOTAL DE SOCIEDADES

São vários os países que atribuem ao sócio (largamente) maioritário (com participação correspondente a 90% ou mais do capital social) o direito (potestativo) de adquirir as participações dos demais sócios (minoritários).

Excetuando alguns países de *common law*, a consagração legal deste direito é relativamente recente, aconteceu – sinal dos tempos – nas últimas décadas. E são poucos os países que o admitem independentemente de prévia oferta pública de aquisição de ações (Alemanha, Bélgica, Holanda, Portugal)²¹. Menos ainda são os que preveem a figura não só para as sociedades por ações mas também para as sociedades por quotas (ou de responsabilidade limitada, ou limitadas, etc.) – Áustria, Holanda, Portugal.²²

Este direito potestativo (ou *squeeze-out*) é *jurídico-societariamente excepcional e gravoso para os minoritários*. Na verdade, um sócio minoritário – independentemente da sua vontade, sem ou contra a sua vontade – pode ver-se expropriado (compulsivamente privado) da propriedade da sua participação social, apropriada pelo sócio dominante, e excluído da sociedade.

Têm sido avançadas várias justificações para o direito de aquisição potestativa, as mais delas inconsistentes. Afora se compreender melhor que ele seja atribuído a quem lance (ou, mais ainda, seja obrigado a lançar) OPA total, todos (ou quase) concordarão em que esse direito *beneficia ou protege o sócio dominante*. Que passa a dispor de um instrumento que lhe proporciona maior liberdade de iniciativa empresarial e poupança nos custos societários associados à proteção dos sócios minoritários (v.g., custos ligados à realização de assembleias gerais, aos direitos de informação, às ações de impugnação de deliberações sociais).

Mas não deixa de ser curioso o realce nos custos ligados à socialidade dos minoritários. Não foi pendão no direito das sociedades a tutela das minorias?

²¹ A Diretiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição, permite no art. 15 a aquisição potestativa somente na sequência de OPA geral e total.

²² A LSA brasileira prevê no § 5º do art. 4º um mecanismo de efeito similar. Mas aqui as ações dos minoritários são resgatadas-extintas pela sociedade, não são adquiridas (e pagas) pelo sócio maioritário.

Os direitos de participação e de controlo dos sócios minoritários, enquanto eventual contrapoder (ainda que fraco) interessado no andamento da sociedade, não potenciam a regularidade da vida societária? Não era usual alertar para os perigos da unipessoalidade?

De todo o modo, gostaria de sublinhar aqui que a consagração das aquisições potestativas significa *viragem do direito das sociedades*. Influenciado pelo (direito do) mercado de capitais, *tende a reduzir a socialidade a valor de capital; perde em grande medida a dimensão associativa e enfatiza a componente patrimonial*.

E reafirmo que o direito de aquisição potestativa faz pouquíssimo ou nenhum sentido nas sociedades limitadas, onde os sócios, ainda que francamente minoritários, não são (e não devem ser tratados como) meros investidores de capital.