

Das acções próprias: dogmática básica e perspectivas de reforma – I

PROF. DOUTOR ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO

SUMÁRIO: I – *Introdução*: 1. *Acções próprias*. 2. *Admissibilidade formal e substancial*; 3. *As fontes aplicáveis*; 4. *A oportunidade do presente estudo*; 5. *A sequência*. II – *A experiência alemã*: 6. *Das origens à proibição*; 7. *Do Código Comercial (1897) à Lei das Sociedades Anónimas de 1965*

I – Introdução

1. *Acções próprias*

I. Em acepção estrita, são próprias as acções representativas do capital social de uma determinada sociedade anónima e que se encontrem na titularidade da mesma sociedade que as haja emitido. Em sentido lato, acções próprias abrangem todas aquelas que sejam consideradas pelo prisma das suas emitentes, mesmo quando não lhe pertençam: veja-se o 316.º/1, quando dispõe:

Uma sociedade não pode subscrever acções próprias (...)

A expressão “acções próprias” é corrente nos diversos idiomas da União Europeia: *eigene Aktien*, *own shares*, *propres actions* e *azioni proprie*, com exemplo nas quatro línguas mais usadas na Ciência do Direito. Partiu da linguagem comum e tem, hoje, um alcance técnico preciso e pacífico.

II. A uma primeira aproximação, a ideia de acção própria é intrinsecamente contraditória¹: sendo a acção a expressão de uma participação social, ninguém (ou nada) pode ser participante de si próprio. No limite, chegaríamos a resultados absurdos: imagine-se a anónima unipessoal cujas acções fossem, na sua totalidade, detidas por ela própria. Antes de prosseguir, cumpre encontrar uma resposta, ainda que provisória, à viabilidade ontológica das acções próprias.

2. Admissibilidade formal e substancial

I. A acção de uma anónima não é, apenas, a expressão de uma participação social. Ela traduz, ainda, uma representação do capital e dá corpo a um título de crédito. Enquanto título de crédito, a acção circula no mercado e pode ser adquirida por qualquer pessoa, singular ou colectiva. Pode, pois, cair na titularidade do próprio emitente, sem que nenhuma regra básica tivesse sido aparentemente violada. De resto, foi assim que tudo sucedeu: muito antes de os cientistas do Direito terem problematizado o tema e de, sobre ele, os legisladores terem formulado regras, verificou-se que, no terreno, por razões várias, certas sociedades acabavam titulares legítimas de (algumas) acções que elas próprias haviam emitido. Formalmente, o absurdo está superado.

II. Substancialmente, a ideia societária assenta em dois pilares: a cooperação humana e a organização privada permanente de interesses patrimoniais produtivos (a empresa). Ao longo da História, o centro de gravidade deslocou-se da primeira para a segunda: da *societas* ou parceria simples para as complexas sociedades do período colonial, antepassadas das nossas anónimas. Hoje, embora dando espaço à cooperação humana, a sociedade é, antes do mais, uma organização privada produtiva. Por isso se admitem as sociedades unipessoais: *a priori*, um verdadeiro contrasenso, porventura pior do que o das acções próprias.

III. Enquanto organização privada, muitas saídas são possíveis, desde que não induzam efeitos perversos. Nesta dimensão, a aquisição de acções próprias apenas traduziria uma eventualidade organizativa, fonte de aplicação de um regime porventura existente, nas fontes aplicáveis. A questão desloca-se, pois,

¹ *Begriffswidrig* ou contrária ao conceito, na locução feliz de ANDREAS BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien im deutschen und US-amerikanischen Recht* (1998), 33.

para o regime, embora o apelo aos princípios subjacentes seja sempre útil, para efeitos interpretativos e de integração.

3. As fontes aplicáveis

I. Neste momento, o Direito positivo português comporta regras explícitas sobre acções próprias. No título IV, relativo às sociedades anónimas, do CSC, temos um capítulo III – Acções, o qual comporta uma secção III – Acções próprias, que abrange os artigos 316.º a 325.º-B. Tal secção já foi alterada, desde 1986, algumas vezes, em termos que, adiante, melhor serão verificados. Deve-se, ainda, contar com o 220.º, sobre quotas próprias. O 538.º/2 a 4 compreende normas de Direito transitório sobre acções próprias. No plano mobiliário, o Regulamento da CMVM n.º 5/2008, de 2 de Outubro², contém uma secção intitulada “Informação relativa à aquisição e à alienação de acções próprias”. Mais precisamente: os emitentes devem comunicar à CMVM todas as aquisições e alienações de acções próprias que efectuem (11.º/1) e devem divulgar tais operações quando a posição final delas resultante ultrapasse ou desça abaixo de 1% do capital social ou sucessivos múltiplos – 11.º/2, a).

II. Além dos preceitos nacionais, devemos ter em conta certas directrizes comunitárias. Desde logo, a Directriz 77/91, de 13-Dez.-1976, ou 2.ª Directriz de Direito das sociedades, relativa às garantias do capital social e que, às acções próprias, dedicou os artigos 18.º a 24.º. Essa Directriz foi alterada pela 92/101, de 23-Nov., que aditou um 24.º-A: precisamente sobre acções próprias. Ambas foram transpostas para o CSC. Temos, ainda, a Directriz 2006/68, de 6-Set., que alterou a 2.ª Directriz em vários pontos, mas com especial incidência na matéria das acções próprias e cujo prazo de transposição expirou em 15-Abr.-2008. Embora as directrizes comunitárias não tenham aplicação directa, elas constituem auxiliares interpretativos consideráveis.

III. Pois bem: a 2.ª Directriz comunitária, que deu forma aos artigos 316.º e 325.º do CSC, assenta, directamente, no regime alemão das acções próprias. As alterações derivadas da Directriz 92/101, que deram forma aos 325.º-A e 325.º-B equivalem, também, a uma problemática alemã. E foi na base da evolução entretanto processada na Alemanha que surgiu a Directriz 2006/68, cuja transposição se aguarda.

² DR II Série, n.º 200, de 15-Out.-2008, 42.200-42.202.

4. *A oportunidade do presente estudo*

I. O regime português tradicional, quanto a acções próprias, era permissivo. Não temos notícia de problemas daí induzidos. Todavia, por pura influência comunitária, o CSC de 1986 adoptou uma Filosofia restritiva, traduzindo-a nos seus preceitos. Tal Filosofia agudizou-se com a reforma de 1995: o Decreto-Lei n.º 328/95, de 9-Dez., transpôs a Directriz 92/101, restritiva. Entretanto, gerou-se na Alemanha um movimento de fundo favorável às acções próprias, movimento esse a que não é estranha a experiência norte-americana, mais liberal. Esse movimento deu azo à Directriz 2006/68, de 6-Set., bastante mais permissiva.

II. Enquanto se aguarda a transposição desta última Directriz – cujo prazo já expirou – a CMVM, a propósito da transposição da Directriz 2007/36, de 11-Jul.³, em tempo até Agosto de 2009, veio propor alterações ao regime das acções próprias, em termos que contrariam a própria 2006/68. Temos, pela frente, o que se afigura ser uma violação flagrante do Direito comunitário.

III. O Mundo atravessa uma crise financeira complexa, com projecções económicas cada vez mais preocupantes. Entre outros aspectos assiste-se a uma queda generalizada das cotações mobiliárias, sendo certo que, neste momento, muitas acções estão fortemente subavaliadas. Trata-se de uma conjuntura que, classicamente, pode ser enfrentada com recurso à aquisição de acções próprias, desde que haja leis flexíveis que o permitam, em termos de razoabilidade económica. Encontramos, aqui, mais uma justificação para o presente estudo.

5. *A sequência*

I. Como foi dito, o Direito português relativo a acções próprias é modelado pelo Direito comunitário e, fundamentalmente, pela 2.^a Directriz do Direito das sociedades. Esta, por seu turno, é um derivativo do Direito alemão das sociedades anónimas. Tanto basta para explicar que o conhecimento do Direito português exige estudos sucessivos sobre o Direito alemão e o Direito europeu das sociedades. Outras experiências serão, também, mencionadas.

³ A Directriz 2007/36, de 11-Jul., diz respeito aos direitos de certos accionistas de sociedades cotadas.

De seguida, passaremos ao estudo da própria Directriz 2006/68, procurando fixar termos razoáveis de transposição.

II. A sequência será a seguinte:

- a experiência alemã;
- outros Direitos significativos;
- o Direito europeu;
- a experiência portuguesa;
- a Directriz 2006/68;
- perspectivas de reforma.

II – A experiência alemã

6. *Das origins à proibição*

I. A figura das ações próprias era praticada nos Estados Unidos desde o princípio do séc. XIX. Muito mais tarde, ela chegaria à Europa e, designadamente, à Alemanha, onde começou por ocorrer casualmente e sem preocupações de tipo jurídico-científico.

A Lei Prussiana das sociedades, de 8-Nov.-1843, era omissa, quanto às ações próprias, tal como omissa foi o ADHGB de 1861: o primeiro código comercial alemão⁴.

II. O problema das ações próprias surgiu com o *crash* de Viena, em 1869: várias sociedades tentaram sustentar as cotações comprando as ações que haviam emitido. As opiniões dos juristas austríacos dividiram-se: enquanto Jacques considerou tais operações como juridicamente impossíveis, Endemann opinou dever-se ter ainda em conta a realidade económica subjacente⁵.

⁴ Quanto à história das ações próprias, são obras de referência SIEGFRIED SCHÖN, *Geschichte und Wesen der eigenen Aktie* (1937), 2 ss. e ANDRES BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien* cit., 34 ss.; com elementos, cumpre referir, ainda, OLIVER PELTZER, *Die Neuregelung des Erwerbs eigener Aktien im Richte der historischen Erfahrungen*, WM 1998, 322-331 (324/I ss.), TILMAN BEZZENBERGER, *Erwerb eigener Aktien durch die AG* (2002), 15 ss. e em KARSTEN SCHMIDT/MARCUS LÜTTER, *Aktiengesetz Kommentar*, I, §§ 1-149 (2008), § 71, Nr. 10 (809) e JÜRGEN OECHSLER, no monumental *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz I* (§§ 1-75) (2008), 1733 ss..

⁵ Vide as competentes citações em SCHÖN, *Geschichte und Wesen der eigenen Aktie* cit., 3.

Apesar de, na Alemanha, a questão não ter tido especiais projecções, o tema das acções próprias foi objecto da Novela de 11-Jun.-1870, em moldes restritivos.

III. Embora a doutrina seja pouco explícita⁶, poderemos filiar essa restritividade em dois pontos:

- o construtivismo: na época, dominava a jurisprudência dos conceitos; ora, perante esta, a detenção de acções próprias apresentava-se como uma impossibilidade jurídica⁷;
- a ambiência da lei: a Novela de 1870 veio, justamente, estabelecer a livre constituição de sociedades anónimas; em contrapartida, fixou uma série de restrições internas, entre as quais, precisamente, as relativas a acções próprias⁸.

De todo o modo, a Novela de 11-Jun.-1870⁹ acrescentou, ao artigo 215.º do ADHGB, um quarto parágrafo, assim concebido¹⁰:

A sociedade não pode adquirir acções próprias. Ela também não pode amortizar acções próprias, a não ser que tal seja permitido pelo contrato de sociedade inicial ou por uma deliberação modificativa de emissão de acções.

IV. O 215.º, 4.º parágrafo, do ADHGB não fixava sanções para a sua violação¹¹. Confrontada com o problema, a jurisprudência do então *Oberhandelsgericht* considerou que a compra de acções próprias seria pura e simplesmente nula¹². Apenas a admitiu quando ela visasse a amortização das acções em jogo¹³.

⁶ *Idem*, 4; normalmente, os Autores alemães apenas sublinham a proibição.

⁷ Nesse sentido vão os *Motiven* da Novela de 11-Jun.-1870, em citação que pode ser confrontada em BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien* cit., 34, nota 20. *Vide*, ainda, CARL HANZ BARZ, no *Aktiengesetz / Grosskommentar I* (1973), § 71, 537 e Jan Lieder, na obra citada *infra*, nota 9, 367.

⁸ Com indicações, *vide* o nosso *Da responsabilidade civil dos administradores das sociedades comerciais* (1997), 88.

⁹ Quanto à Novela e às suas coordenadas, por último, JAN LIEDER, *Die 1. Aktienrechtsnovelle von 11. Juni 1870*, em MATHIAS HABERSACK/WALTER BAYER, *Aktienrecht im Wandel, I – Entwicklung des Aktienrechts* (2007), 318-387.

¹⁰ *Vide* H. MAKOWER, *Das allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch*, 4.ª ed. (1871), 172; nas edições anteriores, pode ser confrontado o mesmo artigo 215.º, sem o acréscimo em causa.

¹¹ L. GOLDSCHMIDT, *Verabsatzung des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft durch Ankauf und Amortisation eigener Aktien*, ZHR 21 (1875), 1-11 (10).

¹² ROHG 13-Jun.-1876, ROHGE 22 (1878), 191-194 (193-194).

¹³ ROHG 4-Fev.-1876, ROHGE 18 (1876), 423-434 (425 e 431).

A proibição introduzida foi criticada pela doutrina¹⁴: a aquisição de acções próprias justificar-se-ia, p. ex., para efeitos de redução do capital ou para evitar danos. Mas sectores houve que a defenderam¹⁵.

V. O passo seguinte seria dado pela Novela de 18-Jul.-1884, que introduziu novas alterações no ADHGB, no tocante às acções próprias. Essa reforma, que antecipou, no domínio das anónimas, o então futuro HGB de 1897, visou aumentar a solidez desse tipo de sociedades, fortemente atingidas pelo novo *crash* da Bolsa de Viena, de 1873. Recorde-se que, no *Reich* alemão faliram, então, 93 bancos: mais de metade dos existentes¹⁶. As medidas encabeçadas pela Novela de 1884, nesse contexto visaram ampliar a responsabilidade dos administradores e os esquemas de fiscalização. No que tange às acções próprias, foi introduzido um artigo 215.º/d, o qual, na parte agora relevante, dispõe¹⁷:

A sociedade anónima não pode, no exercício comercial (*im geschäftliche Betriebe*) (...) nem adquirir nem aceitar em penhor acções próprias (...)

Foi visto, aqui, um certo alargamento, que mereceu a concordância da doutrina¹⁸; p. ex., a sociedade poderia adquirir acções próprias por herança¹⁹. O período subsequente a 1884 e até 1931 foi mesmo, por Bezenberger e no tocante às acções próprias, apelidado de época do *laissez faire*²⁰.

¹⁴ ACHILLES RENAUD, *Das Recht der Aktiengesellschaften*, 2.ª ed. (1875), 413 e GOLDSCHMIDT, *Verabsetzung des Grundkapitals* cit., 11: não estaria de acordo com as necessidades do tráfico.

¹⁵ Vide alguns elementos em BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien* cit., 36.

¹⁶ Outros elementos sobre esta crise e indicações quanto à reforma de 1884 podem ser confrontados no nosso *Da responsabilidade civil dos administradores* cit., 89. Como nota de actualização: SIBYLLE HOFER, *Das Aktiengesetz von 1884 – eine Lehrstück für prinzipielle Schutzkonzeptionen*, em MATHIAS HABERSACK/WALTER BAYER, *Aktiengesetz im Wandel / I – Entwicklung des Aktienrechts* (2007), 415-439, com indicações.

¹⁷ H. MAROWER, *Das allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch*, 11.ª ed. (1893), 236-237.

¹⁸ SCHÖN, *Geschichte und Wesen der eigenen Aktie* cit., 8.

¹⁹ P. ex., QUASSOWSKI, *Die Vorschriften über Aktienrechtsnovelle über Publizität, eigene Aktien und Einziehung von Aktien*, JW 1931, 2914-1925 (2919).

²⁰ BEZZENBERGER, em KARSTEN SCHMIDT/MARCUS LÜTTER, *Aktiengesetz Kommentar* cit., § 71, Nr. 10 (809); vide, também, CHRISTOF AHA, *Verbot des Erwerbs eigener Aktien nach den §§ 71 ff. AktG und eigener Gemusscheine nach § 10. Abs. 5 KWG, AG 1992*, 218-227.

7. Do Código Comercial (1897) à Lei das Sociedades Anónimas de 1965

I. O dispositivo introduzido no ADHGB pela Novela de 1884 passaria ao HGB de 1897. O seu § 226 acolhia praticamente o anterior artigo 215.º/d, substituindo, todavia, “a sociedade não pode, no exercício comercial (*im geschäftliche Betriebe*) ...” por “a sociedade não pode, no exercício regular do comércio (*im regelmässigen Geschäftsbetriebe*) ...”²¹. Esta fórmula foi muito criticada na doutrina²², dando azo a larga jurisprudência²³ e a múltiplos escritos²⁴.

Manteve-se a ideia de que, perante o dispositivo em vigor, havia uma lata capacidade para a aquisição de acções próprias.

II. Assim chegamos à crise económica de 1929/1931, que teria as mais graves consequências para o futuro da Alemanha, da Europa e do Mundo.

Como antecedentes, no tocante às acções próprias, sublinhe-se o 34.º Congresso dos Juristas alemães (1925) que, debruçando-se sobre as sociedades anónimas por um pretensão prisma anglo-saxónico, acabou por nada propor quanto às acções próprias²⁵. Também o projecto de 1930, sobre sociedades anónimas, manteve um § 56/I semelhante ao § 226 do HGB.

Com o desenrolar da crise, o mercado mobiliário ficou deprimido, verificando-se uma completa subvalorização das cotações. Nos finais de 1930, assistiu-se a uma onda de aquisições de acções próprias²⁶. De facto, as circunstâncias eram tais que não se estava perante o “exercício regular do comércio”, na expressão do § 226 do HGB. Atingiram-se cifras elevadas: a Deutsche Diskonto Bank, em 285 milhões e marcos de capital social, detinha 105 milhões de acções próprias; na Dresdner Bank, a relação era de 100 para 58; na Commerz – und

²¹ SAMUEL GOLDMANN, *Das Handelsgesetzbuch* (1905), 952.

²² SCHÖN, *Geschichte und Wesen der eigenen Aktie* cit., 10 ss..

²³ Confrontável, p. ex., em HEINZ PINNER, *Erwerb eigener Aktien und Rückzahlung der Einlage*, FS Albert Pinner (1932), 613-635 (615 ss.).

²⁴ FELIX BONDI, *Der Begriff der “Einlage” des Aktionärs* (§ 213 HGB), DJZ 1906, 1250-1252; STIEVERS, *Verkauf eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft / Zur Auslegung der §§ 213, 215 HGB*, Recht 1906, 974-979; HACHENBURG, *Verkauf eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft und eigener Geschäftsanteile durch die Gesellschaftm.b.H.*, Recht 1907, 225-232.

²⁵ JULIUS LEHMANN, *Soll bei einer zukünftigen Reform des Aktienrechts eine Annäherung an das englisch-amerikanische Recht im grundlegenden Fragen stattfinden?*, DJT 34 (1925), 258-331 (especialmente 268 ss.).

²⁶ FLECHTHEIM, *Zur Aktienrechtsnovelle*, BankA 31 (1931/32), 10-18 (11). Cf. SCHÖN, *Geschichte und Wesen der eigenen Aktie* cit., 16 e BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien* cit., 40.

Privatbank, de 75 para 37,2; a na Barmer Bankverein, de 36 para 23,5²⁷. Estas ocorrências foram tomadas como “agudos inconvenientes”²⁸, acabando por forçar uma intervenção legislativa restritiva²⁹, cujos efeitos ainda hoje perduram.

III. Nesta ambiência, foram adoptadas medidas de emergência, através da Ordenança (*Verordnung*) de 19-Set.-1931³⁰. De um modo geral, esta reforma das sociedades anónimas visou dar mais solidez às sociedades, responsabilizando os seus gestores³¹. No tocante a acções próprias, foi dada uma nova redacção ao § 226 do HGB. Nos termos seguintes³²:

(1) A sociedade anónima pode adquirir acções ou cautelas próprias desde que seja necessário para a prevenção de um grave dano para a sociedade: a totalidade das acções a adquirir não deve ultrapassar dez por cento (...)

Estava montado o esquema da proibição³³. Seguiam-se outras duas excepções em termos que, *grosso modo*, ainda hoje encontramos no nosso CSC e que, na Alemanha, perdurariam até 1998³⁴.

IV. A origem do novo § 226 do HGB, decisivo para o futuro das acções próprias em toda a Europa, torna-se difícil de reconstruir: a matéria, para além do projecto, foi retocada no Parlamento, surgindo como um compromisso entre as orientações permissivas e as proibitivas³⁵. A disposição mereceu, na

²⁷ Estes números constam de JULIUS BEESER, *Impfandnahme von Eigenaktien*, AcP 159 (1960), 56-76 (60).

²⁸ As palavras são de F. SCHLEGELBERGER, *Notverordnung und Reform*, JW 1931, 2913-2914 (2913).

²⁹ RITTER, *Erwerb eigener Aktien*, JW 1933, 2740-2750 (2740 ss.).

³⁰ FRANZ SCHLEGELBERGER/LEO QUASSOWSKI/KARL SCHMÖLDER, *Verordnung über Aktienrecht von 19. September 1931* (1932), 1 ss. e FRIEDRICH GOLDSCHMIDT, *Das neue Aktienrecht* (1932), 32 ss.; outros elementos gerais sobre esta reforma podem ser confrontados no nosso *Da responsabilidade civil dos administradores* cit., 94-95.

³¹ Vide SYLVIA ENGELKE/RENI MALTSCHEW, *Weltwirtschaftskrise, Aktienskandal und Reaktionen des Gesetzgebers durch Notverordnung in Jahre 1931*, em MATHIAS HABERSACK/WALTER BAYER, *Aktienrecht im Wandel I – Entwicklung des Aktienrechts* (2007), 570-618.

³² HEINRICH KOENIGEL/ROBERT TEICHMANN/WALTER KOEHLER, *Handausgabe des Handelsgesetzbuchs*, 3.^a ed. (1932), § 226.

³³ ENGELKE/MALTSCHEW, *Weltwirtschaftskrise* cit., 585 ss..

³⁴ BEZZENBERGER, em KARSTEN SCHMIDT/MARCUS LÜTTER, *AktGKomm* cit., § 71, Nr. 10 (809).

³⁵ BENCKENDORFF, *Erwerb eigener Aktien* cit., 42; este Autor suscita a hipótese de se ter colhido inspiração na Lei Dinamarquesa de 15-Abr.-1930; vide, ob. cit., 42, nota 88, bem como PELTZER, *Die Neuregung des Erwerbs eigener Aktien* cit., 325/I.

época, uma especial atenção³⁶, a qual se veio somar a uma série de estudos que vinham já do princípio do século³⁷. Ainda hoje, é o preceito proibitivo de referência³⁸.

V. O § 226 do HGB passaria, depois, com poucas alterações ao § 65 do AktG de 1937. Segundo a 1.^a parte desse preceito³⁹:

(1) A sociedade anónima pode adquirir acções próprias quando seja necessário para prevenir um grave dano à sociedade (...)

Este preceito era fundamentalmente entendido como uma proibição de aquisição de acções próprias, com excepções⁴⁰.

³⁶ HEINZ PINNER, *Erwerb eigener Aktien* cit., 629; vide BARZ, *Grosskommentar* cit., § 71, 537.

³⁷ P. ex., em SCHÖN, *Geschichte und Wesen der eigenen Aktie* cit., podemos contar, até 1937, referências a 12 dissertações de doutoramento sobre acções próprias.

³⁸ Cf., ainda, GERHARD KRAFT/CHRISTIAN ALTVATER, *Die zivilrechtliche, bilanzielle und steuerliche Behandlung des Rückkaufs eigener Aktien*, NZG 1998, 448-452 (448/II).

³⁹ REINHARD ERHR VON GODIN/HANS WILHELMI, *Aktiengesetz* (1937), 217 ss..

⁴⁰ *I dem*, 219, anot. 1. Vide DIETRICH VORAN, *Die Vorschriften über eigene Aktien und ihre Auswirkung auf eine wechselseitige Verflechtung von Aktiengesellschaften* (1960), 8 ss. e 22 ss..