

Tendências recentes em torno do direito de preferência em aumentos de capital

DR. BRUNO FERREIRA

SUMÁRIO: 1. *A acção por incumprimento Comissão v. Espanha (Processo C-338/06)*. 2. *O aumento de capital em situações de mercado adversas e a reflexão sobre o direito de preferência*. 3. *Perspectivas futuras*.

A importância do aumento de capital social como um dos meios de financiamento das sociedades comerciais obriga a uma reflexão permanente sobre os mecanismos e procedimentos que nele se integram, não apenas de uma perspectiva dogmática, mas também em termos de política legislativa.

No que diz respeito ao direito de preferência concedido por lei aos accionistas das sociedades anónimas, elemento central dos aumentos de capital por novas entradas em dinheiro no referido tipo societário, existem alguns contributos recentes para esta reflexão, de que se pretende aqui dar uma primeira nota.

Estes contributos apresentam-se em duas frentes principais: a jurisprudência do Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias (TJCE) e a experiência resultante da realização de operações de aumento de capital por determinadas sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado numa situação de adversidade dos mercados financeiros.

1. A acção por incumprimento Comissão v. Espanha (Processo C-338/06)

A Directiva n.º 77/91/CEE, de 13 de Dezembro de 1976 (adiante Segunda Directiva) desempenha um papel central na regulação societária

comunitária, desenhando uma parte bastante relevante do Direito europeu das sociedades e do Direito societário nacional¹ atinente ao capital social das sociedades anónimas.

Não surpreende, pois, o profundo debate que tem rodeado a Segunda Directiva, o qual foi enriquecido pelo Acórdão do TJCE de 18 de Dezembro de 2008², proferido no âmbito da acção por incumprimento interposta pela Comissão contra Espanha (Processo C-338/06).

Na base desta acção por incumprimento esteve a consideração pela Comissão das Comunidades Europeias (CE) de que determinadas normas da Segunda Directiva não teriam sido correctamente transpostas para o ordenamento jurídico espanhol³. Em causa estavam um conjunto de disposições da *Ley de sociedades anónimas* espanhola (LSA)⁴ relacionadas com o direito de preferência quer em aumentos de capital, quer na emissão de obrigações convertíveis em acções.

Em primeiro lugar, surgia o problema da titularidade do referido direito de preferência. O artigo 158 da LSA concedia um direito de preferência em aumentos de capital com emissão de acções ordinárias ou privilegiadas⁵ não apenas aos titulares de acções representativas do capital da sociedade emitente, mas também aos titulares de obrigações convertíveis em acções emitidas pela sociedade. Por outro lado, nos termos do artigo 293 da LSA era concedido aos referidos obrigacionistas um direito de preferência em novas emissões de obrigações convertíveis em acções, direito este que lhes era atribuído a par com os accionistas da sociedade.

Na sua interpretação da Segunda Directiva, a Comissão considerava que o referido diploma não permitia o alargamento do direito de preferência aos titulares de obrigações convertíveis em acções. Esta interpretação fundava-se principalmente quer na letra dos parágrafos 1 e 6 do artigo 29 da Segunda Directiva⁶, quer no facto de a não atribuição do direito de preferência em

¹ Sobre o Direito europeu das sociedades e a sua relação com o subsistema jurídico societário português *vide* ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito europeu das sociedades*, 2005, 14 e ss.

² Cujo sumário foi publicado no Jornal Oficial da União Europeia de 21 de Fevereiro de 2009 e cujo texto integral se encontra disponível em curia.europa.eu.

³ Cf. petição da acção intentada pela Comissão das Comunidades Europeias contra Espanha em 4 de Agosto de 2006 (Processo C-338/06), disponível em curia.europa.eu.

⁴ Aprovada *Real Decreto Legislativo* 1564/1989, de 22 de Dezembro de 1989.

⁵ Mediante novas entradas em dinheiro ou em espécie.

⁶ Para além de ser feita referência apenas à oferta com preferência dos accionistas, o parágrafo 1 do artigo 29 da Segunda Directiva determina que a oferta em causa deve ser feita “proporcionalmente à parte do capital representada pelas suas acções”.

exclusivo aos accionistas não impedir a verificação dos inconvenientes a que o referido direito de preferência visa obviar: a chamada diluição dos accionistas, com a conseqüente perda de parte daqueles direitos que são medidos tendo em conta a proporção da sua participação no capital social (a chamada finalidade política) e a diminuição do valor da sua participação social e conseqüente transferência de riqueza dos antigos accionistas para os novos accionistas (finalidade de conservação patrimonial)⁷.

A contestação por parte de Espanha assentou também parcialmente em argumentos de natureza literal, pondo em relevo o facto da Segunda Directiva não fazer referência à necessidade de uma atribuição do direito de preferência em termos exclusivos aos accionistas. Por outro lado, de uma perspectiva mais material, a defesa espanhola⁸ argumentou ainda que a concessão do direito de preferência ao titulares de obrigações convertíveis em acções servia o propósito de proteger estes últimos, finalidade que devia ser relevada.

Na esteira da opinião da advogada geral, o TJCE veio considerar que o alargamento a favor dos titulares de obrigações convertíveis em acções do direito de preferência quer na subscrição de novas emissões de obrigações convertíveis, quer na subscrição de acções, não configura uma correcta transposição do artigo 29 da Segunda Directiva, na medida em que não apenas impede a realização completa das finalidades a que este direito de preferência se dirige, mas também porque existem outras formas de proteger os titulares de obrigações convertíveis⁹.

É inegável que o alargamento em causa da titularidade do direito de preferência não permite a actuação completa das finalidades de protecção dos accionistas a que este se dirige e que estiveram na base da sua inclusão na Segunda Directiva¹⁰. Por outro lado, também não poderão haver dúvidas de que de existem, de facto, outros meios de proteger os titulares de obrigações

⁷ Cf. Conclusões da Advogada-Geral Verica Trstenjak apresentadas em 4 de Setembro de 2008 (Processo C-338/06), disponíveis em curia.europa.eu. Para uma análise em detalhe das finalidades a que se destina o direito de preferência *vide* a incontornável obra de PEDRO DE ALBUQUERQUE, *Direito de preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anónimas e por quotas*, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, 1993, 26 e ss.

⁸ Tendo sido apoiada neste argumento pela Polónia que, em conjunto com o Reino Unido e a Finlândia, havia intervindo no processo em apoio da Espanha.

⁹ Cf. Acórdão do TJCE de 18 de Dezembro de 2008, proferido no âmbito da acção por incumprimento interposta pela Comissão contra Espanha (Processo C-338/06).

¹⁰ Cf. sobre os fundamentos desta vertente da Segunda Directiva RAÚL VENTURA, "Adaptação do Direito português à Segunda Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das sociedades", *in* Documentação e Direito Comparado 2, 1980, 76.

convertíveis, não apenas meios contratuais, através dos termos e condições da emissão obrigacionista, mas também legais, como se pode, aliás, confirmar pelas disposições do Código das Sociedades Comerciais português (*vide* nomeadamente o artigo 368.º).

Ficou, contudo, por debater devidamente um dos argumentos mais interessantes esgrimido em benefício da admissibilidade do alargamento do direito de preferência aos titulares de obrigações convertíveis¹¹. De facto, a não realização parcial das finalidades do direito de preferência em benefício dos titulares de obrigações convertíveis poderia não significar automaticamente e sem mais a violação das disposições da Segunda Directiva, que aliás permite a limitação ou supressão deste direito exigindo para tal apenas o cumprimento de determinados requisitos formais¹². O sacrifício exigido aos accionistas poderia mesmo ser justificado com a necessidade de fomentar a emissão de obrigações convertíveis em acções como alternativa de financiamento da sociedade, verificando-se a existência de um interesse social justificativo¹³.

Porém, parece-nos que este argumento encontra obstáculos de monta pelo facto da Segunda Directiva apenas exigir requisitos formais para limitação ou supressão do direito de preferência, não entrando na vertente material da questão. Pois bem, estes requisitos formais (deliberação dos accionistas e preparação do relatório justificativo pelo órgão de administração) não estavam totalmente verificados na *fattispecie* em causa.

Bem sabemos que existem outros ordenamentos comunitários em que se estabelecem exclusões do direito de preferência em determinadas situações sem que devam ser totalmente e de forma evidente cumpridos os requisitos formais estabelecidos pela Segunda Directiva e que não se encontram previs-

¹¹ Para uma análise da referida argumentação *vide* JUAN LUIS IGLESIAS/CÁNDIDO PAZ-ARES, “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente”, *in* Revista Crítica de Derecho Inmobiliário 700, 2007, 564 e ss (= Actualidade Jurídica Uría & Menendez, número extraordinário 2006). Os Autores admitem que a questão do alargamento da titularidade do direito de preferência seria aquela que, em sua opinião, mais sentido faria em toda a argumentação de Comissão.

¹² Corolário do chamado modelo eclético. Cf. o artigo 29 da Segunda Directiva e DANIEL VÁZQUEZ ALBERT, “El derecho de suscripción preferente en el Derecho Comunitario”, *in* Revista de Derecho Mercantil 230, 1998, 1691 e ss.

¹³ KRISTOFFEL GRECHENIG considera que estaríamos aqui perante uma consideração do conceito de interesse social abrangendo todos os *stakeholders* da sociedade, cf. Id., “Discriminating Shareholders through Exclusion of Pre-emption Rights?”, *in* European Company and Financial Law Review 2007, 589 e ss..

tos nas exclusões permitidas pela mesma¹⁴: na Alemanha¹⁵ permite-se a supressão do direito de preferência sem preparação do relatório justificativo para aumentos de capital social por novas entradas em dinheiro em montante não superior a 10% do capital com um preço de subscrição que não seja substancialmente diferente do preço de cotação em bolsa das acções da sociedade¹⁶; em Itália¹⁷ permite-se que os estatutos da sociedade excluam o direito de preferência para aumentos de capital até ao limite de 10% do capital preexistente, desde que o preço de subscrição das acções corresponda ao seu valor de mercado em bolsa e seja confirmado pelo revisor de contas¹⁸. Porém, numa primeira análise, também algumas destas situações parecem levantar certas reservas quanto à sua compatibilidade com as disposições da Segunda Directiva que estabelecem os referidos requisitos formais (e estabelecem excepções limitadas em que os mesmos não são exigíveis), ainda que se possa afirmar que existem outros mecanismos que permitem, ainda que indirectamente, salvaguardar parte das finalidades a que se dirige o direito de preferência.

Na sequência da decisão do TJCE o artigo 158 da LSA foi modificado pela *Ley 3/2009 sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles* de 3 de Abril¹⁹, tendo sido retirado aos titulares de obrigações convertíveis o direito de preferência quer em novas emissões de obrigações convertíveis, quer na emissão de acções.

¹⁴ A Segunda Directiva permite que os Estados-membro excluam ou limitem o direito de preferência em determinadas situações sem que seja exigida uma deliberação dos accionistas ou um relatório do órgão de administração, nomeadamente para efeitos de atribuição de acções a trabalhadores (artigo 41 da Segunda Directiva).

¹⁵ §186 Abs. 3 Satz 4 Aktiengesetz.

¹⁶ É discutida a natureza da presunção de existência de interesse social estabelecida para esta forma dita simplificada de exclusão do direito de preferência. Cf. EDGAR MATYSCHOK, “La ‘piccola società per azioni’ e la deregolamentazione del diritto azionario in Germania”, in *Contratto e Impresa Europa*, 1997, Edição Electrónica.

¹⁷ Artigo 2441, comma 4, segunda parte do *Codice Civile*.

¹⁸ Não existe unanimidade na doutrina italiana quanto à necessidade de demonstrar a existência de interesse social, mesmo quando se verifiquem os pressupostos descritos no texto, cf. MAURIZIO DE ACUTIS, “Artt. 2436-2447”, in GIORGIO CIAN/ANTONIO TRABUCCHI (Dir.), *Commentario Breve al Codice Civile*, 9.^a ed., 2009, 2923. Considerando não ser necessária qualquer demonstração de existência de interesse social *vide*, entre outros, GAIA BALP/MARCO VENTORUZZO, “Esclusione del diritto d’opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione”, in *Rivista delle società*, 2004, 816; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, 2.^a ed. ao cuidado de G. OLIVIERI/G.PRESTI/E. VELLA, 2006, 245.

¹⁹ Sobre o projecto que esteve na origem desta reforma *vide* o número 2 desta Revista, 429-430.

Por outro lado, nesta acção por incumprimento a Comissão colocou ainda em causa a validade face ao Direito comunitário de determinadas normas relacionadas com a limitação ou supressão do direito de preferência.

A primeira e mais interessante destas questões adicionais dizia respeito ao facto do artigo 159/1/c/§ 2 da LSA permitir que nas sociedades cotadas a assembleia geral delibere que as acções emitidas num aumento de capital em que foi excluído o direito de preferência sejam emitidas a qualquer preço que fosse superior ao valor patrimonial líquido das participações. Esta permissão normativa constituía um desvio à regra contida no § 1 do referido preceito, nos termos da qual o preço de subscrição das acções deveria corresponder a um valor razoável, o qual nas sociedades cotadas deveria ser entendido como o valor de mercado e que corresponderia à cotação das acções em bolsa.

No entender da Comissão, esta permissão levava a que existisse um tratamento diferente injustificado entre os antigos accionistas que compraram as suas acções ao preço de mercado e os novos accionistas, em violação do princípio da igualdade de tratamento dos accionistas insito no artigo 42 da Segunda Directiva²⁰.

Para além da invocação de dúvidas sobre a comparabilidade das situações em que se encontram antigos e novos accionistas (nomeadamente sobre a possibilidade de considerar em termos homogéneos os antigos accionistas, que terão certamente adquirido acções a preços diversos), efectuada quer por Espanha quer pela Advogada-Geral, o principal argumento invocado contra a interpretação da Comissão diz respeito ao facto de a Segunda Directiva não estabelecer que as acções devam ser emitidas a um preço razoável ou a um preço de mercado, apenas estabelecendo que as acções não podem ser emitidas a um valor inferior ao seu valor nominal ou, na falta de valor nominal, ao seu valor contabilístico²¹. Neste mesmo sentido, apoiando-se parcialmente nos argumentos atrás referidos, o TJCE considerou improcedente a acusação da Comissão, salientando mais uma vez que a Segunda Directiva visava obter uma equivalência mínima da protecção dos accionistas e dos credores das sociedades anónimas²².

Resulta clara a pouca felicidade da expressão “valor razoável” utilizada pelo legislador espanhol, especialmente quando seguida da permissão de emissão de

²⁰ Cf. Conclusões da Advogada-Geral Verica Trstenjak, cit..

²¹ Cf. Conclusões da Advogada-Geral Verica Trstenjak, cit..

²² Cf. Acórdão do TJCE de 18 de Dezembro de 2008, cit.. Quanto à natureza de harmonização mínima da Segunda Directiva *vide*, também, Acórdão do TJCE de 19 de Novembro de 1996 proferido no âmbito do caso Siemens, Processo C-42/95.

acções a um preço de subscrição inferior a esse valor e que, portanto, não será um valor razoável²³.

Perante a ausência de disposições normativas da Segunda Directiva que estabeleçam critérios materiais para a determinação do preço de subscrição das acções, para além de não serem admissíveis preços de subscrição abaixo do par, a Comissão tentou encontrar aqui uma violação do princípio do tratamento igualitário²⁴. Porém, não apenas é difícil considerar que existem os elementos básicos para que ocorra uma violação do referido princípio, como atrás ficou dito, mas também parece em definitivo que a discussão acerca do preço de subscrição nestes termos não poderá ser tida a propósito da Segunda Directiva.

De facto, existem legislações de outros ordenamentos comunitários em que é permitido o estabelecimento de um preço de subscrição abaixo do preço de cotação e que não foram colocadas em causa pela Comissão: por exemplo na Alemanha nas situações de exclusão do direito de preferência acima descritas. O facto de a LSA referir expressamente que o preço poderá ser bastante inferior à cotação, tendo como limite mínimo o valor patrimonial líquido, conjugado com o facto de, ao invés, o exemplo alemão apenas permitir que o preço não seja substancialmente inferior à cotação em bolsa, poderá ter despoletado a atenção da Comissão. Contudo, nada impede que, existindo interesse social nesse sentido, em grande parte das principais jurisdições comunitárias de que temos conhecimento o preço de subscrição das acções emitidas possa ser inferior ao preço de cotação.

Por fim, ainda no que diz respeito à supressão do direito de preferência, mas desta feita na emissão de obrigações convertíveis, a Comissão considerou também que a transposição da Segunda Directiva foi efectuada incorrectamente, na medida em que o artigo 293 da LSA conferia um direito de preferência na emissão de obrigações convertíveis em acções fazendo uma remissão apenas para o artigo 158 da LSA, em que, como vimos, é regulado o direito de preferência na emissão de acções, e não para o artigo 159 da LSA, em que é regulada a supressão do direito de preferência. Desta forma, a Comissão considerava que a LSA não previa que a assembleia geral pudesse deliberar a exclusão do direito de preferência na subscrição de obrigações convertíveis, invo-

²³ Neste mesmo sentido KRISTOFFEL GRECHENIG, “Discriminating Shareholders through Exclusion of Pre-emption Rights?”, cit., 578.

²⁴ JUAN LUIS IGLESIAS/CÁNDIDO PAZ-ARES, “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente”, cit., 548.

cando argumentos relacionados com a segurança jurídica e clareza para justificar a necessidade de uma remissão expressa²⁵.

O TJCE foi sensível aos argumentos da Comissão e considerou necessária uma clarificação da norma em causa. Também na sequência das alterações introduzidas pela *Ley 3/2009 sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles* o artigo 293 tem actualmente uma nova redacção em que se refere expressamente a possibilidade de supressão do direito de preferência na emissão de obrigações convertíveis em acções.

Parece-nos que este tema foi trazido pela Comissão para a discussão apenas pela ocasião criada pelo problema principal do âmbito da titularidade do direito de preferência, sendo que a questão estava resolvida já doutrinal e jurisprudencialmente em Espanha no sentido de ser possível excluir o direito de preferência na emissão de obrigações convertíveis em acções²⁶.

2. O aumento de capital em situações de mercado adversas e a reflexão sobre o direito de preferência

A existência de condições adversas nos mercados financeiros e na economia em geral torna ainda mais evidente a importância da reflexão sobre os mecanismos e procedimentos do direito de preferência em aumentos de capital, servindo também de teste para aferir o adequado funcionamento dos mecanismos existentes relativamente às necessidades das sociedades.

De facto, nestas situações adversas as restantes alternativas de financiamento podem apresentar maiores custos ou mesmo não estar disponíveis.

Depois da contracção financeira e económica iniciada no Verão de 2007 e da sua intensificação a partir do Verão de 2008²⁷, algumas sociedades procuraram obter financiamento nos mercados de capitais através de aumentos de capital. De entre estas destacam-se as instituições bancárias, algumas delas particularmente afectadas pela contracção dos mercados de crédito interbancário.

Estas circunstâncias permitiram a análise da eficácia dos mecanismos legais estabelecidos para a realização de aumentos de capital com preferência dos

²⁵ Cf. Conclusões da Advogada-Geral Verica Trstenjak, cit..

²⁶ Vide a eloquentíssima análise efectuada nesse sentido por JUAN LUIS IGLESIAS e CÁNDIDO PAZ-ARES, em Id., “Obligaciones convertibles y exclusión del derecho de suscripción preferente”, cit., 534 e ss.

²⁷ AMANDA COHEN, “Global Financial Crisis – Timeline”, in *Journal of International Banking and Financial Law* 10/1, 2009, 1 e ss.

accionistas, uma reflexão que já vinha a ser feita há algum tempo no Reino Unido.

De entre as investigações efectuadas destaca-se a análise de Eilís Ferran relativa aos aumentos de capital de quatro instituições bancárias do Reino Unido realizados entre Abril e Agosto de 2008²⁸. As principais conclusões retiradas pela Autora prendem-se com a duração excessivamente longa e a natureza demasiadamente complexa dos procedimentos necessários para a realização de uma operação de aumento de capital com preferência dos accionistas em sociedades cujas acções se encontram admitidas ao mercado regulamentado, sendo de salientar como factores que, entre outros, contribuem para esta situação a duração excessiva do período da oferta²⁹, a necessidade de obter uma deliberação da assembleia geral e as formalidades convocatórias e organizativas a esta inerentes e as obrigações relacionadas com a necessidade de preparação e obtenção de aprovação de um prospecto de oferta pública. Porém, toda a análise efectuada em termos de reforma do sistema acaba por concluir que existe pouca margem para o Reino Unido efectuar uma reforma profunda, tendo em conta a rigidez do regime estabelecido pela Segunda Directiva³⁰.

Esta reflexão acerca do direito de preferência insere-se num movimento mais amplo de debate que tem abrangido o regime do capital social³¹, cujo expoente em termos de regulamentação comunitária é a Segunda Directiva, sendo que parte relevante deste debate envolve uma comparação entre o regime estabelecido pela Segunda Directiva e o enquadramento legal presente na maioria das legislações estaduais nos Estados Unidos da América, não apenas quanto ao capital social, mas também quanto aos direitos de preferência propriamente ditos, relativamente aos quais existe um sistema bastante menos rígido³² e mais direccionado para um controlo posterior da actuação do órgão de administração baseado nos chamados deveres fiduciários.

²⁸ EILÍS FERRAN, “What’s wrong with rights issues?”, in *Law and Financial Markets Review* 11/2008, 523 e ss.

²⁹ O período de duração era de 21 dias, tendo o *Companies Act 2006* sido posteriormente alterado em 2009 para permitir uma redução para 14 dias, o mínimo permitido pela Segunda Directiva.

³⁰ EILÍS FERRAN, “What’s wrong with rights issues?”, cit., 532.

³¹ *Vide*, entre outros, FRIEDRICH KÜBLER, “The rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets” e EILÍS FERRAN, “Legal Capital Rules and Modern Securities Markets – the Case for Reform, as Illustrated by the U.K. Equity Markets”, ambos in KLAUS J. HOPT/EDDY WYMEERSCH, *Capital Markets and Company Law*, 2003, 95 e ss.

³² *Vide* FRIEDRICH KÜBLER, “The rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets”,

Ainda neste âmbito, e mais uma vez como exemplo de excelência relativamente à preparação e estudo de reformas legislativas, deverá salientar-se como importante contributo para este debate o relatório preparado por Paul Myners para o então *Department of Trade and Industry* do Reino Unido (actualmente denominado *Department for Business, Innovation and Skills*) relativamente ao funcionamento do direito de preferência em aumentos de capital³³.

3. Perspectivas futuras

As adaptações resultantes transposição da Directiva n.º 2006/68/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Setembro de 2006, que veio alterar determinados aspectos da Segunda Directiva, criariam uma boa oportunidade para efectuar uma reflexão nacional dirigida à avaliação da funcionalidade do direito de preferência em aumentos de capital e da eventual actualização dos respectivos procedimentos.

Ainda que a referida reforma comunitária da Segunda Directiva não tenha acolhido as sugestões do Relatório Winter quanto à simplificação da supressão do direito de preferência nas sociedades cotadas³⁴, a análise dos mecanismos estabelecidos nas restantes jurisdições comunitárias, alguns dos quais já aqui mencionados, permitem em termos preliminares antever que existe espaço para o eventual aperfeiçoamento do regime legal português, especialmente no que diz respeito ao regime aplicável aos aumentos de capital de sociedades anónimas cujas acções se encontram admitidas à negociação em mercado regulamentado³⁵.

cit., 95 e ss. No que diz respeito ao direito de preferência, nas *public corporations* é actualmente bastante pouco frequente a opção estatutária pelo estabelecimento de direitos de preferência. Sobre o direito de preferência nos Estados Unidos da América *vide* DANIEL VÁZQUEZ ALBERT, “El derecho de suscripción preferente a la luz de la experiencia estadounidense”, *in* Revista de Derecho Mercantil 209, 1993, 913 e ss.

³³ Cf. PAUL MYNERS, “Pre-emption Rights: Final Report – A Study by Paul Myners into the impact of shareholders’ pre-emption rights on a public company’s ability to raise capital”, 2005.

³⁴ HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, “A modern regulatory framework for company law in Europe”, 2002, 81 e ss.. Para uma análise crítica da reforma da Segunda Directiva *vide* EDDY WYMEERSCH, “Reforming the Second Company Law Directive”, *in* Financial Law Institute Working Paper Series, University of Gent, 2006, disponível na Social Science Research Network no seguinte endereço http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=957981.

³⁵ Especialmente tendo em conta as obrigações de transparência destas sociedades, que permitem um maior controlo da sua actuação nomeadamente através de padrões de conduta para a

Infelizmente, existe um atraso significativo na transposição da referida Directiva n.º 2006/68/CE, que inclusive levou a Comissão a iniciar um procedimento contra Portugal, facto que poderá não permitir a realização de estudos sérios sobre o tema no âmbito deste enquadramento sistemático mais amplo.

Contudo, pensamos que este deverá ser um tema a não esquecer numa perspectiva de reflexão e de reforma, até como forma não apenas de valorizar a importância das finalidades primárias a que se dirige o direito de preferência nos aumentos de capital, mas também para lembrar e reforçar o importante papel que o mesmo pode desempenhar como mecanismo de fomento do bom governo das sociedades³⁶.

O recente acórdão do TJCE permite deitar alguma luz sobre os limites da regulamentação comunitária, nomeadamente no que diz respeito à confirmação de que a Segunda Directiva parece estabelecer requisitos essencialmente formais para a supressão do direito de preferência, facto que será sempre útil para determinar quais os possíveis limites de qualquer reforma nacional sobre o tema.

actuação dos órgãos de administração, e que o preço de mercado permite estabelecer um padrão de referência ou de comparação aquando da fixação do preço de subscrição das acções.

³⁶ Quer no que diz respeito às relações entre o órgão de administração e os accionistas, quer no que diz respeito às relações entre accionistas de controlo e accionistas minoritários. Prova desta importância é a defesa acérrima que dele fazem certos investidores institucionais, por exemplo no Reino Unido através do chamado Pre-Emption Group, um grupo composto por investidores institucionais que, entres outras acções, promove um conjunto de princípios relativos à supressão dos direitos de preferência, nomeadamente descrevendo os limites e as condições em que considera que serão justificáveis pedidos de supressão dos direitos de preferência; cf. PRE-EMPTION GROUP, “Disapplying Pre-Emption Rights – A Statement of Principles”, 2008, disponível em www.pre-emptiongroup.org.uk.