

Os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas: as “golden shares”

DR. CRISTIANO AMADEU RAMOS DIAS

SUMÁRIO: *I – Introdução. II – Direitos especiais: 1. Origem; 2. Conceito; 3. Figuras afins: 3.1. Vantagens de fundador; 3.2. Acordos parassociais. III – Direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas: 1. Considerações iniciais; 2. Aspectos de regime dos direitos especiais, em especial nas S.A.: 2.1. Criação dos direitos especiais: 2.1.1. Criação ab initio; 2.1.2. Criação por alteração do contrato de sociedade; 2.2. Transmissão dos direitos especiais; 2.3. Supressão dos direitos especiais; 3. A salvaguarda dos direitos especiais em sede de fusão e de cisão. IV – Golden shares: 1. Golden shares e direitos especiais; 2. Considerações gerais; 3. Conformidade das golden shares com o Direito da União Europeia: 3.1. Enquadramento do problema; 3.2. Decisões do Tribunal de Justiça da União Europeia; 3.3. Síntese conclusiva da análise das decisões; 4. Golden shares em Portugal: 4.1. Enquadramento legal; 4.2. Análise das golden shares (anteriormente) detidas pelo Estado Português e da sua conformidade com o Direito da União Europeia: 4.2.1. Portugal Telecom, SGPS, S.A.; 4.2.2. Energias de Portugal, S.A.; 4.2.3. Galp Energia, SGPS, S.A.; 4.3. O fim das golden shares. V – Conclusão.*

I – Introdução

Os direitos especiais constituem uma figura bastante importante no universo societário, sendo alvo de uma série de estudos e análises no mundo do direito.

Seja entendido como uma derrogação injustificável do princípio de igualdade de tratamento dos sócios ou seja entendido como uma introdução de uma desigualdade necessária, com vista a atrair novos sócios que tragam consigo aumentos de capital e novos investimentos, os direitos especiais são, sem dúvida, uma figura ímpar e paradigmática no direito societário.

Porém, é inegável que esta é uma figura complexa que exige uma análise cuidadosa, uma vez que tem demasiadas especificidades e é capaz de produzir inúmeros efeitos nas relações societárias. Daí a necessidade de ser feito um estudo detalhado sobre o regime destes direitos especiais.

No entanto, o nosso estudo incidirá apenas sobre os direitos especiais nas sociedades anónimas, deixando de fora o regime e as circunstâncias envolvidas sobre esta figura noutros tipos societários. Excepto quando se trate de questões genéricas comuns a todos os tipos societários como, por exemplo, é o caso do conceito de direitos especiais ou das questões atinentes à criação destes direitos.

De facto, os direitos especiais assumem nas sociedades anónimas especificidades diferentes em relação ao que acontece no que toca, por exemplo, às sociedades por quotas. Enquanto nas primeiras, os direitos especiais encontram-se atribuídos directamente a uma categoria de acções (as designadas acções privilegiadas), nas segundas, os direitos especiais são atribuídos em função de um sócio em especial individualmente considerado, assumindo um carácter *intuitu personae*. Esta diferença resulta da distinta natureza destes dois tipos societários.

De facto, nas sociedades anónimas, a participação social do sócio é representado através de uma acção, o que resulta numa difusão da participação social deste, uma vez que há uma impessoalidade, na medida em que para o seu regime o elemento fulcral é a acção e não o sócio.

Já nas sociedades por quotas, acontece o oposto, existindo uma maior pessoalidade, na medida, por regra, em que têm um número reduzido de sócios, acabando por funcionar como uma sociedade de pessoas, ao contrário das sociedades anónimas que funcionam como sociedades de capitais.

Por outro lado, no que toca aos direitos especiais nas sociedades anónimas importa ainda tratar de uma outra figura paradigmática: as *golden shares*. No entanto, é discutível se estes direitos especiais atribuídos ao Estado em empresas privatizadas ou reprivatizadas serão verdadeiros direitos especiais, uma vez que têm como particularidade o facto de se encontrarem na titularidade do Estado (*intuitu personae*) e não de qualquer outro accionista. Porém, como veremos no nosso trabalho, o estudo que apresentamos sobre esta figura das *golden shares*, justifica-se neste âmbito, na medida em que estamos perante direitos especiais, mas uma categoria especial de acções privilegiadas que derroga o regime dos direitos especiais do Código das Sociedades Comerciais.

Assim, como ponto de partida iremos abordar questões teóricas quanto aos direitos especiais, que facilitarão o entendimento da figura e da sua articulação com as *golden shares*. Nomeadamente, questões relativas ao seu conceito e à sua delimitação, de forma a afastar os direitos especiais de outras realidades.

De seguida, iremos particularizar o regime dos direitos especiais nas sociedades anónimas. Explicitando as especificidades quanto à sua criação, transmissão e supressão, nomeadamente pontos controversos como: os termos da possibilidade de criação posterior ao contrato de sociedade e a forma de consentimento para a sua supressão. Por último, iremos focar-nos no destino dos direitos especiais aquando de certas vicissitudes societárias, como a fusão e a cisão de sociedades.

Posteriormente, numa terceira parte do nosso trabalho, procuraremos explicitar a já referida modalidade especial de acções privilegiadas, as designadas *golden shares*. Nesse ponto, para além da articulação entre esta figura e os direitos especiais, iremos explanar o caminho seguido pela União Europeia nesta matéria, nomeadamente, as várias decisões do Tribunal de Justiça condenando a titularidade das *golden shares* pelos vários Estados-Membros. De seguida, analisaremos o enquadramento desta figura no ordenamento jurídico português e explicaremos cada uma das *golden shares* detidas até há bem pouco tempo pelo Estado Português, no sentido de entendermos o porquê de recentemente esta figura ter sido excluída do panorama societário nacional.

II – Direitos especiais

1. Origem

A figura dos direitos especiais, tal como inúmeras outras figuras do nosso actual direito comercial, teve a sua origem no Direito Alemão. Mais concretamente, esta figura encontra-se prevista no §35 do BGB, onde é designada por *Sonderrecht*. Aí é estabelecido que não podem ser afectados por uma deliberação da assembleia dos membros da associação os “direitos de um membro que lhe pertençam a título de direitos especiais, sem o consentimento deste”¹. Sendo que devem constar dos estatutos, representando uma posição indespojável². Contudo, este preceito não foi consensual, chegando a pensar-se em suprimi-lo³.

A partir da criação desta norma que fixava a existência e os principais traços do regime jurídico dos direitos especiais, o trabalho da jurisprudência e da

¹ V. VENTURA, Raúl, *Direitos especiais dos sócios*, in “O Direito”, 1989, I, pp. 208-209.

² CORDEIRO, António Menezes, *Manual de Direito das sociedades, Volume I – Das sociedades em geral*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2007, p. 564.

³ Para maior desenvolvimento, V. CORDEIRO, António Menezes, *Manual de Direito das sociedades, Volume I – Das sociedades em geral*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2007, p. 565.

doutrina sobre o assunto levou a que houvesse, uma vez mais, uma influência germânica nos restantes ordenamentos jurídicos. Portugal não foi excepção.

Em Portugal, os direitos especiais não foram desde logo introduzidos na legislação nacional, tendo sido, como muitas outras figuras, primeiro uma prática corrente nas lides comerciais e só posteriormente foi aceite pelo legislador nacional.

Deste modo, não obstante da intensa discussão envolta da Lei de Sociedades por Quotas de 1901, de 11 de Abril, sobre esta figura⁴, os direitos especiais viriam mesmo a entrar no direito português com o Código Civil de 1966, no seu n.º 2 do artigo 982.⁵⁻⁶ Ao nível comercial, a figura dos direitos especiais foi introduzida pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Setembro, que aprovou o actual Código das Sociedades Comerciais, no seu artigo 24.º.

Contudo, já muito antes disso a jurisprudência portuguesa decidia questões relacionadas com esta matéria⁷, maioritariamente estando em causa sociedades por quotas, pois como veremos *infra* a sua aplicação nas sociedades anónimas foi sempre muito discutida até ao Código das Sociedades Comerciais.

2. *Conceito*

A figura dos direitos especiais vem prevista no artigo 24.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC). Nos seus vários números, o artigo refere-se à sua criação (n.º 1), ao regime da sua transmissão nas sociedades em nome colectivo (n.º 2), nas sociedades por quotas (n.º 3) e nas sociedades anónimas (n.º 4) e ao regime da sua supressão em geral (n.º 5) e em especial, nas sociedades anóni-

⁴ Cf., CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, pp. 40-43.

⁵ “Se o contrato conceder direitos especiais a algum dos sócios, não podem os direitos concedidos ser suprimidos ou coarctados sem o assentimento do respectivo titular, salvo estipulação expressa em contrário.”

⁶ No entanto, havia quem defendesse que este artigo não se aplicava às sociedades anónimas, uma vez que não faria sentido exigir-se a unanimidade de todos os sócios da categoria para a eliminação do direito especial em causa, o que de encontro ao modo de funcionamento de uma sociedade anónima levaria a que muito dificilmente fosse afectado o direito em causa. Neste sentido, V. CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, pp.35,44-46.

⁷ Essencialmente, questões relacionadas com a necessidade ou não do consentimento do titular de direitos especiais para a sua supressão (no âmbito das sociedades por quotas), veja-se a favor o Assento de 23 de Maio de 1961 e contra o acórdão do STJ de 13 de Dezembro de 1932; excertos disponíveis in VENTURA, Raúl, *Direitos especiais dos sócios*, in “O Direito”, 1989, I, p. 210.

mas (n.º 6). Posto isto, fica visível que o código não estabelece em nenhuma disposição uma definição de direitos especiais. Poder-se-ia achar que é essa a causa de esta ser uma questão controvertida na doutrina, mas, de facto, são inúmeros os exemplos em que a própria definição legal não encontra consenso na doutrina originando uma multiplicação de conceitos por esta. Deste modo, é de louvar a contenção feita, desta vez, pelo legislador em não estabelecer um conceito de direitos especiais, pois as definições legais são, em muitos casos, perigosas, devido à sua falta de valor científico e à sua falta de, muitas vezes, enquadramento com o sistema. É indubitável que deve ser papel da doutrina e até da jurisprudência definir e delimitar os conceitos.

Perante isto, torna-se, de facto, pertinente analisar qual tem sido o papel da doutrina na concretização de um conceito de direitos especiais⁸. As duas grandes posições existentes diferem, essencialmente, sobre o quão generalizado pode ou não ser o titular desses direitos especiais⁹, isto é, trata-se de uma opção entre apenas um ou alguns sócios ou todos os sócios.

Por um lado, existem autores que defendem uma concepção mais restrita de direitos especiais. Segundo estes autores, os direitos especiais são aqueles tipos de direitos que são atribuídos pelo pacto social a um ou mais sócios, ou a categorias de sócios, conferindo-lhes uma vantagem em relação aos demais sócios. Esta é a posição de João Labareda¹⁰, Brito Correia¹¹, Raúl Ventura¹², Paulo Olavo Cunha¹³, Pupo Correia¹⁴ e Pereira de Almeida¹⁵.

⁸ Recorde-se MANUEL DE ANDRADE que escreveu: “além dos direitos gerais dos associados (...), há os denominados direitos individuais ou particulares (Sonderrechte), que, na doutrina que supomos preponderante, são os que representam privilégios ou vantagens especiais atribuídos a certos ou a certa classe de associados por força do acto constitutivo da corporação. Sendo eles, de certo modo, contratualmente estipulados a favor dos seus titulares, não podem ser retirados sem o consentimento destes; (...)”. Cf., do autor, *Têoria Geral da Relação Jurídica*, vol. I, 4.ª reimpressão, Almedina, Coimbra, 1974, p. 184.

⁹ Cf., VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A Participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, pp. 249-253.

¹⁰ LABAREDA, João, *Das acções das sociedades anónimas*, AAFDL, 1988, p. 223.

¹¹ CORREIA, Luís Brito, *Direito comercial*, 2.º Volume – sociedades comerciais, AAFDL, 1989, p. 328.

¹² VENTURA, Raúl, *Direitos especiais dos sócios*, in “O Direito”, 1989, I, p. 215.

¹³ CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, pp. 23-25.

¹⁴ CORREIA, Miguel J. A. Pupo, *Direito comercial – Direito da empresa*, 14.ª ed., Coimbra Editora, 2009, p. 226-227.

¹⁵ ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*, 6.ª ed., Coimbra Editora, 2011, p. 183.

Noutra perspectiva, existem autores que defendem que os direitos especiais são aqueles que são atribuídos pelo pacto social a um, a alguns ou mesmo a todos os sócios para defesa dos seus interesses. Esta posição mais ampla é defendida por Pinto Furtado¹⁶, Pais de Vasconcelos¹⁷, Menezes Cordeiro¹⁸ e Poirier Braz¹⁹.

Posto isto, a questão que se coloca é: podem os direitos especiais serem atribuídos a todos os sócios ou isso seria transformar direitos especiais em direitos gerais?

Segundo Paulo Olavo Cunha²⁰, os direitos especiais não podem ser atribuídos à totalidade dos sócios, sem prejuízo da sua essência. A atribuição de direitos especiais a todos os sócios seria converter estes em direitos gerais²¹, pois os interesses a tutelar seriam comuns a todos os sócios. Desta forma, para este autor “os direitos especiais são conferidos no interesse próprio e exclusivo do seu titular, ou dos titulares das ações de que fazem parte: são, por isso, direitos diferenciados.”²²

Já segundo o pensamento de Pais de Vasconcelos²³, considerar este entendimento restritivo poderia ter alguns efeitos perversos e de certa forma um pouco injusto. Assim, para o autor, faz mais sentido que se atribuam estes direitos formalmente a todos os sócios, mesmo que “se destinem a ser exercidos apenas por um ou alguns dos sócios, contra os demais, como contra-poderes que bloqueiem a eficácia das deliberações maioritárias em proteção de interesses individuais ou grupais de um ou mais sócios, e que não correspondam a interesses comuns dos sócios.”²⁴

¹⁶ FURTADO, Jorge Henrique da Cruz Pinto, *Curso de direito das sociedades*, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2004, pp. 233-234.

¹⁷ VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A Participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, pp. 251-252.

¹⁸ CORDEIRO, António Menezes, *Manual de direito das sociedades, Volume I – Das sociedades em geral*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2007, pp. 567-568.

¹⁹ BRAZ, Manuel Poirier, *Sociedades Comerciais e Direitos Especiais*, Livraria Petrony, 2010, p. 38.

²⁰ CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, pp. 21-28.

²¹ Mais concretamente, em direitos gerais inderrogáveis, isto é, direitos que apesar de tutelarem interesses comuns a todos os sócios, merecem uma tutela especial ao não poderem ser suprimidos sem o consentimento de uma maioria qualificada. V., do autor, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 25.

²² CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 25.

²³ VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A Participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, pp. 250-253.

²⁴ VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A Participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, p. 252.

Na nossa opinião, a resposta ao problema de saber se um direito especial pode ser atribuído a todos os sócios ou se isso desvirtuaria a sua essência é dada após a determinação e delimitação do que se entende pela “especialidade”. Deste modo, a pergunta pertinente é: “onde reside a especialidade nos direitos especiais?” A nosso ver, a especialidade não reside no campo da titularidade, mas sim na natureza muito própria dos direitos especiais. Isto é, o carácter de especialidade não resulta da sua atribuição a um número restrito de sócios, mas do facto inerente à sua própria natureza enquanto privilégio inderrogável²⁵. Recorrendo à doutrina de Menezes Cordeiro, a especialidade destes direitos não está na sua singularidade, mas no facto de se diferenciarem perante o regime geral, isto é, no facto de constituírem um regime especial (os direitos especiais são inderrogáveis – n.º 5 do artigo 24.º do CSC).²⁶

Por outro lado, também recusamos defender que os direitos especiais apenas possam ser atribuídos a um ou alguns sócios com base num argumento literal²⁷ baseado no n.º 2 do artigo 982.º do Código Civil e no próprio n.º 1 do artigo 24.º do CSC²⁸. Uma vez que tal apenas poderá querer dizer que é a situação mais comum e não transmite a ideia taxativa de que aquele é o único caso admissível. É exigível que se faça uma interpretação extensiva²⁹.

Perante isto, defendemos que os direitos especiais podem ser atribuídos a todos os sócios e não existe qualquer perda de essência destes direitos quando isso acontecer, ao contrário do que, por exemplo, é defendido *supra* por Olavo Cunha, pois julgamos que o autor parte do pressuposto errado de que o carácter da especialidade reside na titularidade/singularidade dos direitos especiais. Optamos, assim, pelo entendimento mais amplo relativo à titularidade dos direitos especiais.

Posto isto, a nosso ver, os direitos especiais são aqueles direitos que podem ser atribuídos a um, a alguns ou a todos os sócios ou a uma categoria de sócios para defesa dos seus interesses na relação com outros sócios e com a própria sociedade sendo inderrogáveis, mas renunciáveis.

²⁵ Neste sentido, cf., FURTADO, Jorge Henrique da Cruz Pinto, *Curso de direito das sociedades*, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2004, pp. 235-236.

²⁶ CORDEIRO, António Menezes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (Coordenação), Almedina, Coimbra, 2011, p. 152.

²⁷ Defendido por VENTURA, Raúl, *Direitos especiais dos sócios*, in “O Direito”, 1989, I, p. 214-215

²⁸ Recorde-se que os artigos apenas se referem a “algum sócio”.

²⁹ No mesmo sentido, FURTADO, Jorge Henrique da Cruz Pinto, *Curso de direito das sociedades*, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2004, p. 236.

3. *Figuras afins*

O Código das Sociedades Comerciais em certas disposições faz referência a certas realidades que podem levar a que se pense tratar-se de direitos especiais, mas que na verdade são realidades diferentes. Iremos aqui tratar essencialmente de duas figuras: as vantagens de fundador e os acordos parassociais.

3.1. *Vantagens de fundador*

O artigo 16.º do Código das Sociedades Comerciais faz uma referência às “vantagens especiais”³⁰. Estas consistem em privilégios que eventualmente possam ter sido atribuídos aos sócios fundadores da sociedade como recompensa pelo papel desempenhado na constituição da sociedade³¹.

Deste modo, a razão da diferença dos direitos especiais em relação a estas “vantagens especiais” está no facto de estas últimas serem vantagens que são totalmente independentes da participação do sócio na sociedade, isto é, mesmo que o titular se afaste da sociedade irá conservar estas “vantagens especiais”³², enquanto, por outro lado, os direitos especiais não poderão subsistir sem a qualidade de sócio³³.

Assim sendo, os titulares destas “vantagens especiais” são específicos, não podem ser quaisquer sócios, isto é, só aqueles sócios que estiveram presentes no acto de constituição da sociedade e que nela participaram é que podem ser alvo destas vantagens, ao invés dos direitos especiais que podem ser atribuídos a quaisquer sócios. Neste tipo de vantagens o grupo de possíveis titulares é bem mais restrito³⁴.

³⁰ Em rigor, a actual redacção apenas se refere a “vantagens concedidas a sócios”, uma vez que foi suprimida a referência expressa a vantagens especiais, algo que ficou “esquecido” no n.º 4 do artigo 19.º do mesmo código.

³¹ Veja-se que o n.º 1 do art. 16.º apesar de não se referir a fundadores refere-se às “vantagens concedidas a sócios em conexão com a constituição da sociedade”.

³² Cf., MARTINS, Alexandre Soveral e COSTA, Ricardo, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário – Volume I* (Coordenação: Jorge Manuel Coutinho de Abreu), Almedina, Coimbra, 2010, p. 412.

³³ Cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, pp. 25-26, 166-168 e, do mesmo autor, *Direito das sociedades comerciais*, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, p. 286.

³⁴ Sobre esta distinção V. ainda FONTES, Sousa Machado, *Direitos especiais dos sócios nas sociedades comerciais*, Relatório de Mestrado em Direito comercial, FDL, 1989, pp. 23-27.

3.2. Acordos parassociais

Os acordos parassociais são expressamente aceites e admitidos pelo artigo 17.º do CSC, consistindo em pactos acessórios ao contrato de sociedade que são celebrados entre os sócios com vista a regular o seu comportamento na sociedade, na qualidade de sócios desta³⁵. É inegável a importância deste tipo de acordos, uma vez que permitem adaptar a excessiva rigidez dos tipos legais societários às conveniências dos sócios, servindo para consolidar maiorias de poder que sem este tipo de acordo tornar-se-iam instáveis e ainda são úteis para regular as várias divergências que possam existir entre os sócios³⁶. Daí a sua vulgaridade no mundo societário.

Posto isto, a diferença está no facto dos acordos parassociais apenas vincularem as partes intervenientes, sendo inoponíveis à sociedade e gerando o seu incumprimento mera responsabilidade obrigacional, por outro lado, os direitos especiais valem perante a sociedade e a sua razão de ser está na vivência societária, não estando apenas em causa interesses dos sócios, mas também interesses da própria sociedade. Daí o facto de não poderem ser anuladas deliberações sociais com fundamento na violação dos acordos parassociais³⁷, mas já serão ineficazes as deliberações sociais que violarem os direitos especiais (veja-se o artigo 55.º).

Desta forma, apesar de os acordos parassociais poderem reconduzir certos sócios a uma posição de supremacia em relação aos demais, tal não é comparável aos direitos especiais que funcionam dentro da vida societária e que têm de ser respeitados por todos e por todas as deliberações societárias, pois fazem parte da própria dinâmica societária.

III – Direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas

1. Considerações iniciais

Após o que foi referido *supra* sobre aspectos transversais a todos os tipos societários no que toca aos direitos especiais, torna-se agora pertinente delimitar

³⁵ Cf. VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A Participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, p. 63.

³⁶ VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A Participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, pp. 65-66.

³⁷ VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A Participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, p. 63 e BRAZ, Manuel Poirier, *Sociedades Comerciais e Direitos Especiais*, Livraria Petrony, Lisboa, 2010, p. 107.

tar o âmbito da nossa análise às questões específicas dos direitos especiais nas sociedades anónimas, excluindo-se, assim, os demais tipos societários. Desta forma, iremos focar a nossa análise nas regras, do artigo 24.º do Código das Sociedades Comerciais, especiais de regime nas sociedades anónimas nesta matéria (n.º 4 – âmbito e transmissão e n.º 6 – forma de consentimento), porém sem deixar de analisar de modo exaustivo algumas regras gerais importantes (n.º 1 – criação de direitos especiais – e n.º 5 – supressão).

Todavia, antes desse ponto do nosso trabalho, torna-se necessário avançar desde já com algumas considerações sobre os direitos especiais nas sociedades anónimas.

A matéria dos direitos especiais nas sociedades anónimas encontra-se hoje prevista no artigo 24.º, em alguns dos seus números. No entanto, esta foi uma matéria que passou ao lado da legislação comercial e da própria doutrina durante muitos anos, tempos houve em que as sociedades anónimas não recebiam a mesma atenção que era concedida às sociedades por quotas. Assim, foi no Decreto n.º 1645, de 15 de Junho de 1915³⁸, no Decreto n.º 4118, de 18 de Abril de 1918³⁹, e no Decreto-Lei n.º 598/73, de 8 de Novembro⁴⁰ (que substituiu dos artigos 124.º a 127.º do Código Comercial), que ocorreram as primeiras referências aos destes direitos nas sociedades anónimas⁴¹.

Por outro lado, importa aqui referir que a realidade dos direitos especiais nas sociedades anónimas é diferente em relação aos outros tipos societários. Por exemplo, ao contrário do que acontece nas sociedades por quotas, onde os direitos especiais assumem um carácter *intuitu personae*⁴², uma vez que são esta-

³⁸ Permitia a criação de direitos especiais de natureza patrimonial que recaíssem sobre os lucros ou o capital ou ambos. V. TELLES, Inocência Galvão, *Ações privilegiadas*, in “O Direito”, 1955, p. 303-311.

³⁹ Estabelecia que era necessário que os accionistas detivessem três quartas partes do capital emitido para que fosse possível opor-se à criação de acções privilegiadas.

⁴⁰ No seu artigo 6.º estabelecia que para a eficácia da deliberação da assembleia geral para a fusão ou cisão era necessário uma prévia aprovação de cada categoria, reunida em assembleia especial, isto é, era necessário o consentimento dos sócios com direitos especiais para que houvesse lugar à fusão ou cisão.

⁴¹ Já o Código Ferreira Borges, a carta de lei de 22 de Junho de 1867 e o Código Veiga Beirão nada estipulavam quanto aos direitos especiais nas sociedades anónimas. O Código Civil de 1966, no seu n.º 2 do artigo 982.º, estipulava a inderrogabilidade dos direitos especiais dos sócios sem o seu consentimento, contudo discutia-se a sua aplicabilidade às sociedades anónimas. Cf., CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, 1993, pp. 31-46.

⁴² CORDEIRO, António Menezes, *Manual de direito das sociedades, Volume I – Das sociedades em geral*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2007, p. 566.

belecidos em função do seu concreto titular⁴³, nas sociedades anónimas, os direitos especiais apenas podem ser atribuídos a categorias de acções – acções privilegiadas (n.º 4 do artigo 24.º do CSC⁴⁴). Deste modo, enquanto os direitos especiais nas sociedades por quotas estão ligados a uma certa pessoalidade inerente a estas, nas sociedades anónimas, por via da difusão da participação social do sócio, existe uma menor pessoalidade, estando assim os direitos especiais ligados às acções e não aos sócios propriamente ditos.

Neste sentido, uma vez que os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de acções, é indispensável chamar à colação o disposto no artigo 302.º do Código das Sociedades Comerciais. Esta disposição específica como possibilidade de categorias de acções a “atribuição de dividendos” e a “partilha do activo resultante da liquidação”. Porém, estas indicações são exemplificativas⁴⁵, pois podem haver outras categorias de acções que confirmem outro tipo de direitos especiais, tais como: direito de vetar certos administradores ou outros membros dos órgãos sociais ou direito de vetar certas deliberações sociais ou alterações estatutárias.

Perante isto, importa aqui antecipar um dos pontos controversos do nosso trabalho e chamar à colação a figura das *golden shares*. De facto, como ficou demonstrado os direitos especiais nas sociedades anónimas, previstos pelo artigo 24.º do CSC, são atribuídos a um certo tipo de acções, independentemente de quem seja o seu titular (inexiste um carácter *intuitu personae*). Porém, como se poderá relacionar esta figura com as *golden shares*, uma vez que estas têm na sua especialidade o facto de se encontrarem na titularidade do Estado (carácter *intuitu personae*), pois visam a prossecução de um interesse público e nacional e só se extinguem quando o Estado delas abdica? Devido a essa diferença de natureza e de essência somos levados a defender, como será melhor analisado *infra*, que a figura das *golden shares*, enquanto categoria de acções que incorporam certos direitos especiais cujo titular é o Estado, não pode ser reconduzível

⁴³ Vejam-se os limites de transmissibilidade impostos pela n.º 3 do art. 24.º do CSC.

⁴⁴ “Nas sociedade anónimas, os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de acções(...).”

⁴⁵ Cf., CORDEIRO, António Menezes, *Manual de direito das sociedades, Volume II – Das sociedades em especial*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2007, p. 666; CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, pp. 25–26, 166–168 e, do mesmo autor, *Direito das sociedades comerciais*, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, p. 149; RODRIGUES, Nuno Cunha, “Golden shares”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto acionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, pp. 362–363 e FONSECA, Tiago Soares da, *Código das sociedades comerciais anotado* (Coordenação: António Menezes Cordeiro), 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, p. 861.

à figura de direitos especiais prevista no nosso código, constituindo uma nova categoria de direitos especiais.

2. Aspectos de regime dos direitos especiais, em especial nas sociedades anónimas

2.1. Criação dos direitos especiais

No que toca à questão da criação dos direitos especiais, torna-se interessante analisar a matéria de forma a responder à pergunta de quando e sob que formas podem ser criados direitos especiais. Aqui é importante analisar dois momentos em separado: a criação *ab initio* e a criação em vida da sociedade.

2.1.1. Criação *ab initio*

A criação de direitos especiais no contrato de sociedade vem, desde logo, prevista no n.º 1 do artigo 24.º do CSC⁴⁶. Para além disso, de acordo com a alínea c) do artigo 272.º do mesmo código, no contrato de sociedade devem estar mencionadas as categorias de acções criadas e os direitos inerentes a cada uma das categorias.

Contudo, aqui a grande questão reside em saber se o direito especial tem de estar expressamente estabelecido no contrato ou se poderá simplesmente resultar da sua interpretação, isto é, constar de modo implícito no contrato.

Neste ponto, juntamo-nos àquela doutrina⁴⁷ que considera que não é obrigatório qualificar que aquele direito é um direito especial enquanto tal, uma vez que, de facto, não parece resultar do n.º 1 do artigo 24.º, nem da sua *ratio*, qualquer obrigatoriedade de estipulação expressa. Desta forma, parece-nos suficiente que decorra do contexto do contrato e da sua interpretação de que aquele direito é um direito especial.

Todavia concordamos com Menezes Cordeiro⁴⁸ e Olavo Cunha⁴⁹ no sentido de ser, porém, aconselhável que o contrato de sociedade contenha uma

⁴⁶ “Só por estipulação no contrato de sociedade podem ser criados direitos especiais de algum sócio.”

⁴⁷ Cf., CORDEIRO, António Menezes, *Manual de direito das sociedades, Volume I – Das sociedades em geral*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2007, pp. 566-567 e CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 181.

⁴⁸ V. CORDEIRO, António Menezes, *Manual de direito das sociedades, Volume I – Das sociedades em geral*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2007, p. 567.

⁴⁹ V. CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 181.

referência no sentido de estabelecer que estamos perante um direito que apenas poderá ser suprimido ou coarctado com o consentimento do respectivo titular.

Deste modo, a estipulação expressa não é obrigatória, mas é aconselhável, com vista a deixar tudo claro e, assim, se prevenir quaisquer conflitos que possam existir futuramente entre o sócio titular desse direito e os demais sócios ou a própria sociedade.

2.1.2. Criação por alteração do contrato de sociedade

No que toca à criação de direitos especiais num momento posterior à celebração do contrato de sociedade, isto é, uma criação de direitos especiais superveniente, existe a necessidade de se analisar duas questões: primeiro, se esta criação de direitos especiais em vida da sociedade é ou não admissível e, segundo, se tal for admissível, é pertinente saber-se qual a maioria necessária, se simples, qualificada ou *maxime* unanimidade.

i) *Quanto à sua admissibilidade*

Hoje, parece indiscutível que seja possível e admissível uma criação de direitos especiais através de uma alteração do contrato de sociedade.

De facto, a letra e o espírito do n.º 1 do artigo 24.º do CSC apenas parecem consagrar a ideia de que os direitos especiais só serão válidos e eficazes se constarem do contrato de sociedade. Assim, só através de uma interpretação restritiva se poderia defender que este n.º 1 se refere apenas à criação *ab initio* destes direitos. Contudo, a nosso ver, não existe justificação para que se recorra a esta interpretação, visto que se houver o consentimento dos demais sócios prejudicados pela criação de novos direitos especiais por alteração do contrato, tal situação parece completamente admissível⁵⁰.

A nosso ver, apenas não se aceitaria a possibilidade de criação de direitos especiais em vida da sociedade, se os demais sócios não dessem o seu consentimento, na medida em que a criação de direitos especiais conduz, em regra, a situações de vantagens dos sócios titulares desses direitos e corresponde a uma desvantagem para os demais. Assim, se estes sócios aceitam que se crie direitos especiais, concordam que outros sócios adquiram uma posição mais vantajosa,

⁵⁰ No mesmo sentido, Cf., CORREIA, Luís Brito, *Direito comercial*, 2.º Volume – sociedades comerciais, AAFDL, 1989, p. 330.

não vemos argumento que justifique que se recusa a admissibilidade da introdução de novos direitos especiais, por via de alteração do contrato de sociedade⁵¹.

ii) *Extensão do consentimento*

Após a aceitação da admissibilidade da criação de direitos especiais por via da alteração do contrato de sociedade, uma vez que os sócios, podendo ver a sua participação ficar em desvantagem em relação aos titulares desses direitos, dão o seu consentimento, torna-se agora pertinente e importante analisar qual a extensão desse consentimento. Nesta matéria, temos na doutrina duas posições.

Por um lado, encontramos uma posição que defende que a deliberação de alteração do contrato de sociedade, que determina a criação de novos direitos especiais, deve ser tomada por unanimidade dos sócios. É a posição defendida por Raúl Ventura⁵² e Brito Correia⁵³. Estes autores em sua defesa argumentam que uma vez que um direito especial contraria (indo mais longe, é uma verdadeira derrogação) o princípio da igualdade de tratamento dos sócios (artigo 321.º do CSC), este princípio só poderia ser afastado por vontade expressa de todos os sócios⁵⁴.

Por outro lado, encontramos na doutrina uma outra posição que defende que é suficiente a maioria normalmente necessária para deliberar alterações estatutárias. É a posição defendida por Olavo Cunha⁵⁵ e Poirier Braz⁵⁶.

A nosso ver, esta segunda tese parece ser aquela que faz mais sentido lógico, na medida em que se estamos perante uma alteração do contrato de sociedade porque não haveríamos de seguir as regras gerais de alteração do contrato de sociedade previstas no Código das Sociedades Comerciais? Não encontramos argumento justificativo para nos afastarmos das regras gerais. Para além disso, parece-nos que o princípio da igualdade de tratamento já se encontra assegu-

⁵¹ No mesmo sentido, V. FONTES, Sousa Machado, *Direitos especiais dos sócios nas sociedades comerciais*, Relatório de Mestrado em Direito comercial, FDL, 1989, p. 62.

⁵² VENTURA, Raúl, *Direitos especiais dos sócios*, in “O Direito”, 1989, I, p. 215.

⁵³ CORREIA, Luís Brito, *Direito comercial*, 2.º Volume – sociedades comerciais, AAFDL, 1989, p. 330

⁵⁴ Parece ser esta também a posição de GALVÃO TELLES (in *Ações privilegiadas*, in “O Direito”, 1955, p. 302.) e de MACHADO FONTES (in *Direitos especiais dos sócios nas sociedades comerciais*, Relatório de Mestrado em Direito comercial, FDL, 1989, pp. 63-64).

⁵⁵ CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, pp. 183-184.

⁵⁶ BRAZ, Manuel Poirier, *Sociedades Comerciais e Direitos Especiais*, Livraria Petrony, 2010, p. 110.

rado no momento da própria votação da alteração do contrato de sociedade que leva à introdução do direito especial⁵⁷.

Parece-nos que a principal crítica que poderia ser avançada contra esta posição seria afirmar que se a especialidade dos direitos especiais reside no facto de conterem um regime especial, porque não afastar-se aqui o regime comum? Contudo, o facto de conterem um regime especial deve-se apenas à questão de constituírem um privilégio inderrogável. Para além disso, ao nível do espírito do código, não nos parece que foi essa a vontade do legislador, visto que o facto de não ter regulado especialmente esta situação não é presunção inilidível de que estamos perante uma lacuna, parece-nos, pelo contrário, que o legislador não regulou esta possibilidade porque quis submeter a questão ao regime comum da alteração do contrato de sociedade. Além disso, o código contém vários mecanismos criados pelo legislador no sentido de precaver o prejuízo de alguns sócios aquando de alterações do contrato de sociedade⁵⁸. Assim, o facto de o legislador não ter estabelecido uma regra específica para a medida do consentimento dos sócios aquando da criação de novos direitos especiais por via da alteração do contrato é argumento no sentido de que quis deixar a resolução dessa questão ao regime comum da alteração do contrato.

Porém, existem outros argumentos de ordem prática que sustentam a nossa posição. Neste contexto, a exigência de unanimidade numa realidade das sociedades anónimas, onde existe uma dispersão do capital social e uma despersonalização da participação social do sócio, poderia trazer problemas ao nível de aprovação destas situações, uma vez que seria bastante complicado conseguir o consentimento de todos os sócios quando há sociedades anónimas com centenas de accionistas e bastava que um se negasse a aprovar para que não houvesse deliberação. Estes problemas poderiam levar a que nunca se conseguisse a deliberação da alteração do contrato que estabelecesse a criação de novos direitos especiais e isto, em muitos casos, é imensamente lesivo para a sociedade, visto que, em grande parte das situações, a criação destes direitos em vida da sociedade têm como objectivo atrair e cativar novos investidores que possam trazer novos aumentos de capital ou possam ajudar a sociedade a evoluir no mundo empresarial. Posto isto, defender a necessidade de unanimidade para a tomada desta deliberação iria, certamente, pôr em causa o interesse societário⁵⁹.

⁵⁷ Neste sentido, V. MARTINS, Alexandre Soveral e COSTA, Ricardo, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* – Volume I (Coordenação: J. M. Coutinho de Abreu), Almedina, 2010, p.414.

⁵⁸ Veja-se a título de exemplo o direito de preferência dos accionistas nos aumentos de capital por entradas em dinheiro, previsto no artigo 458.º do CSC.

⁵⁹ É de referir que defendemos que também não é necessária uma unanimidade dos sócios, no caso das sociedades por quotas. Se é verdade que nestas, quando se concede um direito especial,

Assim sendo, a nosso ver e de acordo com o que foi defendido *supra*, para que seja aprovada uma alteração de contrato de sociedade que venha criar direitos especiais é necessária uma maioria qualificada (n.º 3 do artigo 386.º do CSC), no caso de estarem presentes ou representados, em primeira convocação, accionistas que detenham, no mínimo, acções que correspondam a um terço do capital social (n.º 2 do artigo 383.º).

Pode, no entanto, ser apenas necessária uma maioria simples dos votos emitidos, se, em segunda convocação, estiverem presentes ou representados accionistas detentores de, no mínimo, metade do capital social (n.º 4 do artigo 386.º em conexão com o n.º 3 do artigo 383.º, ambos do CSC), caso contrário, continua a ser necessária uma maioria qualificada (veja-se o n.º 3 do artigo 386.º *in fine*).

2.2. *Transmissão dos direitos especiais*

No que toca à transmissibilidade dos direitos especiais nas sociedades anónimas (acções privilegiadas), não se suscitam problemas com grandes especificidades, uma vez que o Código das Sociedades Comerciais determina que os direitos especiais transmitem-se com as acções a que são inerentes (2.ª parte do n.º 4 do artigo 24.º)⁶⁰.

Desta forma, nas disposições específicas das sociedades anónimas, o artigo 24.º não estipula diferenças ao nível da natureza patrimonial ou não patrimonial dos direitos especiais, como faz para as sociedades por quotas (cf. n.º 3 do artigo 24.º do CSC⁶¹), o que é completamente justificativo, uma vez que como

está-se a conceder um direito pessoal e individual, não menos verdade é que continua a existir um interesse social que muitas vezes pode ser atingido com a atribuição de direitos especiais. Também nas sociedades por quotas existe um interesse social que deve ser tutelado e se pensarmos que, muitas vezes, a atribuição de direitos sociais tem em vista esse mesmo interesse, exigir uma unanimidade iria trazer novamente o problema de a recusa de um sócio ser lesivo para a sociedade. É por isso que defendemos que também nas sociedades por quotas deve apenas ser necessária a mesma maioria necessária para alteração de estatutos (o artigo 248.º remete para os artigos já analisados no que toca às sociedades anónimas). Neste mesmo sentido, cf., CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 184.

⁶⁰ V. CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 188.

⁶¹ “*Nas sociedades por quotas, e salvo estipulação em contrário, os direitos especiais de natureza patrimonial são transmissíveis com a quota respectiva, sendo intransmissíveis os restantes direitos.*”

já foi referido *supra* nas sociedades anónimas os direitos especiais não são atribuídos *intuitu personae*⁶².

No entanto, isto não quer dizer que inexistem restrições à transmissibilidade dos direitos especiais nas sociedades anónimas, pois tal acontece e resulta do regime geral, o que nos remete para o artigo 328.º do CSC. Não obstante de não querermos aprofundar muito a questão, visto que se trata de algo referente ao regime geral das acções e não é específico das acções privilegiadas, iremos fazer algumas referências.

Em primeiro lugar, nesta matéria a lei consagrou a regra da livre transmissibilidade das acções (n.º 1 do artigo 328.º⁶³). No entanto, não iremos abordar de que forma podem ser transmitidas as acções, nomeadamente caso se trate de acções tituladas ou escriturais ou estejamos perante fenómenos como ofertas públicas de aquisição (as designadas OPAs) ou ofertas públicas de venda (as designadas OPVs)⁶⁴.

Em segundo lugar, a lei estipula a existência de limites à livre transmissibilidade das acções e esses limites vêm estipulados no n.º 2 do artigo 328.º. Assim⁶⁵:

- i) A transmissão das acções pode ficar, por via do contrato de sociedade, sujeita ao consentimento da sociedade – alínea *a*) – sendo que a concessão ou recusa do consentimento fica, em princípio, a cargo da assembleia geral (cf., a regulamentação do artigo 329.º) – *cláusulas de consentimento*.
- ii) O contrato pode, ainda, criar um direito de preferência dos accionistas sobre essas acções em caso de transmissão – alínea *b*) – *cláusulas de preferência*.
- iii) É admissível que se subordine a transmissão das acções e a constituição de ónus (penhor ou usufruto) sobre as mesmas à existência de cer-

⁶² Não querendo entrar na querela doutrinária de saber se as acções são ou não títulos de crédito, é, sem dúvida, verdade que elas são tipicamente destinadas a circular. Para maior desenvolvimento, VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A Participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, pp. 230-231.

⁶³ “O contrato de sociedade não pode excluir a transmissibilidade das acções nem limitá-la além do que a lei permitir.”

⁶⁴ Consideramos que não se inclui no tema do trabalho. Para maior desenvolvimento, V. CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das sociedades comerciais*, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, pp. 442-448.

⁶⁵ Cf., CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das sociedades comerciais*, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, p. 449 e CÂMARA, Paulo, *Código das sociedades comerciais anotado* (Coordenação: António Menezes Cordeiro), 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, pp. 901-905.

tos requisitos objectivos e subjectivos, desde que de acordo com o interesse social – alínea c) – *cláusulas de circunscrição do universo de potenciais adquirentes*.

Desta forma, se não ocorrerem nenhuma destas restrições, as acções que contêm direitos especiais podem ser livremente transmissíveis. Tal originará como efeito jurídico a “investidura do adquirente na posição jurídica do alienante, na posição jurídica de sócio” da sociedade em causa⁶⁶, investidura essa que será oponível quer à sociedade, quer aos demais sócios, quer, ainda, aos terceiros.

Assim, fica claro que a transmissão das acções que contêm direitos especiais para outros sócios não origina qualquer perda de eficácia desses direitos nos novos sócios, visto que os direitos especiais nas sociedades anónimas não são conferidos a um ou vários sócios em concreto, mas a uma ou várias categorias de acções⁶⁷.

2.3. Supressão dos direitos especiais

É neste ponto da matéria que, a nosso ver, reside a especialidade dos direitos especiais como já foi referido *supra*. Isto é, o que transforma estes direitos em especiais é o facto de constituírem um privilégio inderrogável, não podendo serem suprimidos ou coarctados (cf. n.º 5 do artigo 24.º do CSC⁶⁸). Assim, ao contrário dos direitos gerais, os direitos especiais não podem ser retirados aos seus titulares de qualquer forma, sem obedecer a critérios específicos ou de maneira discricionária pela assembleia geral.

Em princípio, apenas existirá uma forma de suprimir ou coarctar os direitos especiais aos seus titulares: com o consentimento destes (“*sem o seu consen-*

⁶⁶ VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A Participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, p. 232.

⁶⁷ Mais uma vez antecipando o que será analisado *infra*, coloca-se a questão de saber como conjugamos, por um lado, acções que contêm direitos especiais que por não serem atribuídas a um titular em concreto mas a uma categoria de acções, estão sujeitas a um princípio de livre transmissibilidade e, por outro lado, as *golden shares* que têm a sua particularidade de, para além de conterem direitos especiais, estarem na titularidade do Estado, sendo que quando este as transmite deixam de ser *golden shares*, deixando de existir os direitos especiais a si associados, convertendo-se em simples acções ordinárias.

⁶⁸ “Os direitos especiais não podem ser suprimidos ou coarctados sem o consentimento do respectivo titular (...)”

timento”, n.º 5 do artigo 24.º do CSC). Deste modo, se, por um lado, os direitos especiais consistem num privilégio inderrogável, por outro lado, são renunciáveis, pois o seu titular pode consentir na sua eliminação ou limitação. Perante isto, cabe analisar as particularidades deste consentimento do titular dos direitos especiais.

De facto, nas sociedades anónimas encontramos uma especificidade no que toca à prestação deste consentimento, uma vez que o código estipula que este tem de ser dado por uma deliberação tomada numa assembleia especial dos sócios titulares das categorias de acções que contêm direitos especiais (n.º 6 do artigo 24.º do CSC⁶⁹)⁷⁰. Perante isto, fica desde logo clara a diferença entre as sociedades por quotas e as sociedades anónimas nesta matéria: se nas primeiras o consentimento é prestado individualmente, nas segundas o consentimento é prestado segundo uma deliberação da respectiva assembleia especial⁷¹. Esta assembleia especial será apenas composta pelos accionistas detentores de acções privilegiadas de uma mesma categoria⁷².

Deste modo, o n.º 6 do artigo 24.º contém uma remissão implícita para o artigo 389.º, onde se encontram regulados alguns aspectos respeitantes às assembleias especiais dos accionistas. Vejamos, de modo breve, alguns dos aspectos deste tipo de assembleias.

Por via do n.º 1 do artigo 389.º do CSC, toda a matéria referente à convocação e ao funcionamento das assembleias especiais segue as mesmas disposições das assembleias gerais⁷³. Portanto, a assembleia especial será, em princípio, convocada pelo presidente da mesa da assembleia geral⁷⁴ (cf. n.º 1 do artigo 377.º do CSC). Esta convocatória deve ser publicada (cf. n.º 2 do artigo 377.º

⁶⁹ “*Nas sociedades anónimas, o consentimento (...) é dado por deliberação tomada em assembleia especial dos accionistas titulares de acções da respectiva categoria.*”

⁷⁰ V. LABAREDA, João, *Das acções das sociedades anónimas*, AAFDL, 1988, pág.224.

⁷¹ Cf., CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 189.

⁷² Cf., CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 192.

⁷³ “*As assembleias especiais de titulares de acções de certa categoria são convocadas, reúnem-se e funcionam nos termos prescritos pela lei e pelo contrato de sociedade para as assembleias gerais.*”

⁷⁴ Para aprofundamento sobre a questão interessante de saber quem deve presidir às assembleias especiais, nomeadamente se é um papel que cabe ao presidente da assembleia geral, V. COELHO, Eduardo de Melo Lucas, *Exercícios vários acerca da presidência das assembleias especiais de categorias de accionistas*, separata de Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura, FDL, Coimbra Editora, 2003, pp. 445-462.

do CSC), com um mês de antecedência (cf. n.º 4 do mesmo artigo) e está sujeita ao conteúdo mínimo do n.º 5 do referido artigo⁷⁵.

Perante tudo isto, torna-se agora pertinente analisar e tomar uma posição sobre uma questão interessante: será necessária a unanimidade de todos os sócios da categoria para a supressão do direito especial?

A nosso ver a resposta tem de ser claramente negativa, uma vez que sujeitar esta deliberação à unanimidade dos sócios da categoria tornaria praticamente impossível que se reunissem condições para que a alteração se produzisse. Parece-nos que indo de encontro ao que foi referido *supra* quanto à questão da maioria necessária para a criação de direitos especiais por via de alteração do contrato de sociedade, nesta questão defendemos que claramente apenas será necessária a maioria qualificada para que o consentimento se verifique⁷⁶. Caso contrário, se a categoria tivesse diversos elementos poderia ser quase impossível que se efectivasse o consentimento.

Porém, existem outras questões que podem ser analisadas no que toca a esta matéria.

Em primeiro lugar, pode o consentimento, ao invés de ser dado mediante uma deliberação da assembleia especial da respectiva categoria, ser dado através de uma mera votação separada destes accionistas em assembleia geral?⁷⁷

Esta questão tem por base o artigo 4.º do Anteprojecto de Vaz Serra que admitia a possibilidade de prestação do consentimento mediante deliberação da assembleia especial da categoria ou através de uma votação especial dos sócios em questão. Ideia inspirada no § 138 da AktG da lei alemã e sem paralelo, por exemplo, na lei francesa⁷⁸.

Entre nós, Eduardo Lucas Coelho tende a defender que esta possibilidade de votação separada na assembleia geral, ao invés de uma reunião em assembleia

⁷⁵ Veja-se com maior pormenor nesta matéria CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, pp. 192-195.

⁷⁶ Em igual sentido, V. CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, 1993, p. 189; MARTINS, Alexandre Soveral e COSTA, Ricardo, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário – Volume I* (Coord: Coutinho de Abreu), Almedina, 2010, p.417 e BRAZ, Manuel Poirier, *Sociedades Comerciais e Direitos Especiais*, Livraria Petrony, 2010, p.112

⁷⁷ Questão discutida por LUCAS COELHO, no seu *Exercícios vários acerca da presidência das assembleias especiais de categorias de accionistas*, separata de Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura, FDL, Coimbra Editora, 2003, pp. 441-445.

⁷⁸ Cf., COELHO, Eduardo de Melo Lucas, *Exercícios vários acerca da presidência das assembleias especiais de categorias de accionistas*, separata de Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura, FDL, Coimbra Editora, 2003, pp. 441-442.

especial, não é possível, uma vez que a lei parece apenas admitir a “concessão ou recusa do consentimento dos titulares de direitos especiais prejudicados por deliberação da assembleia geral, mediante deliberação da assembleia especial da respectiva categoria”⁷⁹. Para além do argumento de que o n.º 6 do artigo 24.º é imperativo e, como tal, não é possível outra solução, o autor justifica a sua tomada de posição com o facto de que no caso de haver uma votação em separado na assembleia geral, tal prejudicaria uma discussão em separado reservada unicamente aos membros da categoria, isto é, haveria uma generalização da discussão, por via da participação de todos os sócios. Por outro lado, defende que o facto de o accionista da categoria estar envolvido num ambiente hostil, uma vez que os demais sócios estão “contra si”, iria enfraquecer a sua posição e a forma de expressar das suas ideias. Posto isto, este mecanismo era claramente prejudicial para os sócios da categoria prejudicada, ao invés da assembleia especial, onde poderiam discutir com maior liberdade as suas posições, pois estariam numa situação de comunhão de interesses⁸⁰.

A nosso ver, e sem querer entrar em discussão de argumentos de liberdade de expressão como faz Eduardo Lucas Coelho, o único obstáculo a esta possibilidade de o consentimento ser dado através de uma votação separada dos accionistas em assembleia geral é a letra do n.º 6 do artigo 24.º. De facto, esta disposição parece limitar a prestação do consentimento desta forma, isto é, concordamos com Eduardo Lucas Coelho quando defende a sua imperatividade.

Contudo, a nosso ver esta situação deveria ser possível e até desejável, visto que numa situação, a título de exemplo, em que os accionistas titulares de direitos especiais são apenas dois ou três ter-se-ia que esperar por uma marcação de uma assembleia especial para que daí saísse uma deliberação que desse consentimento à renúncia do direito especial para que a assembleia geral procedesse à sua supressão e conseqüente alteração do contrato? Uma vez que o número de accionistas é tão reduzido porque não votar-se em separado na própria assembleia geral? Não vemos onde é que estes accionistas poderiam ficar afectados. A nosso ver nas sociedades anónimas onde vigora uma realidade completamente dinâmica defendemos que a celeridade dos processos e das decisões são princípios importantíssimos na defesa da sociedade. Note-se não estamos aqui

⁷⁹ COELHO, Eduardo de Melo Lucas, *Exercícios vários acerca da presidência das assembleias especiais de categorias de accionistas*, separata de Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura, FDL, Coimbra Editora, 2003, p. 445.

⁸⁰ V. COELHO, Eduardo de Melo Lucas, *Exercícios vários acerca da presidência das assembleias especiais de categorias de accionistas*, separata de Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura, FDL, Coimbra Editora, 2003, p. 443.

a defender que os accionistas em causa não tenham de dar o seu consentimento, é óbvio que têm (senão estaríamos a violar o n.º 5 do artigo 24.º), apenas defendemos que se for uma categoria com titulares muito reduzidos, não se justifica a necessidade de uma assembleia especial, se estes mesmo titulares concordarem em dar o seu assentimento numa votação separada em assembleia geral.

Assim, defendemos de *jure constituendo* que deveria de ser alargado o âmbito do n.º 6 do artigo 24.º, prevendo-se a possibilidade de votação em separado na própria assembleia geral, quando os accionistas titulares de direitos especiais forem consideravelmente poucos⁸¹, um pouco à imagem do que o Anteprojecto de Vaz Serra defendia e do que está estipulado na lei alemã.

Posto isto, existem ainda, pelo menos, outras duas questões com relevante interesse no que toca à supressão do direito especial: a possibilidade de dispensa de consentimento e as consequências da falta de consentimento.

Quanto à primeira, temos aqui a situação trazida à colação pela parte final do n.º 5 do artigo 24.º do CSC que estabelece a possibilidade de o contrato de sociedade ou a lei poderem dispor expressamente⁸² que a supressão ou coarctação do direito especial seja apenas deliberada pela generalidade dos sócios em assembleia geral, dispensando-se o consentimento do seu titular e todo o procedimento da assembleia especial⁸³. Tal demonstra que a derogabilidade dos direitos especiais dos sócios pelo consentimento de uma assembleia especial não é absoluta⁸⁴.

No que toca à lei, de facto, encontramos disposições a esse nível. Veja-se o n.º 2 do artigo 531.º do CSC, que estabelece que os direitos especiais de voto plural podem ser extintos ou limitados por deliberação dos sócios, sem o consentimento dos que sejam titulares desses direitos⁸⁵⁻⁸⁶. Contudo, não nos pode-

⁸¹ Não queremos, neste momento, avançar com um número exacto. Contudo, deixamos, em aberto, a possibilidade de se recorrer a um argumento sistemático e chamar à colação o n.º 1 do artigo 273.º do CSC.

⁸² Sobre a questão da necessidade de estipulação expressa e inequívoca da exclusão da necessidade de consentimento do sócio titular do direito especial V. FURTADO, Jorge Henrique da Cruz Pinto, *Curso de direito das sociedades*, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2004, pp. 238-239.

⁸³ “Os direitos especiais não podem ser suprimidos ou coarctados sem o consentimento do respectivo titular, SALVO (maiúsculas nossas) regra legal ou estipulação contratual expressa em contrário.”

⁸⁴ Em igual sentido, V. CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 190 e COELHO, Eduardo de Melo Lucas, *Exercícios vários acerca da presidência das assembleias especiais de categorias de accionistas*, separata de Estudos em Homagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura, FDL, Coimbra Editora, 2003, p. 439.

⁸⁵ V. CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 190.

⁸⁶ PINTO FURTADO dá ainda outro exemplo o n.º 3 do artigo 257.º do CSC (inserido no capí-

mos esquecer que estes direitos especiais não podem ser hoje atribuídos, apenas existem os que foram constituídos antes da entrada em vigor do actual código (cf. n.º 1 do artigo 531.º).

Ao nível contratual, temos desde logo de referir que a hipotética cláusula que exclua a necessidade de consentimento do sócio titular de direitos especiais só é eficaz perante os direitos constituídos após a introdução dessa cláusula, nunca atingindo os direitos especiais constituídos anteriormente⁸⁷, estes só poderão ser eliminados ou limitados com o seu consentimento dado em assembleia especial.

Contudo, neste ponto o grande problema que se coloca é o de saber se nestes casos, em que a lei ou o contrato expressamente dispensam o consentimento do sócio titular do direito especial para a sua supressão ou limitação, os direitos especiais perdem a sua especialidade, uma vez que perdem a ideia de serem um privilégio inderrogável e assim deixam de ter um regime especial como foi defendido *supra* por nós.

De facto, a nosso ver, nestas situações, o direito especial em causa, uma vez que pode ser eliminado ou limitado sem que o seu titular consinta, perde a sua essencialidade, perde a particularidade essencial inerente à sua natureza, podendo assemelhar-se mais a um direito geral do que a um direito especial *stricto sensu*. Nestas situações, a nosso ver, estaríamos perante um direito especial impróprio, podendo até configurar uma figura algo híbrida e *sui generis*, que temos alguma dificuldade em configurar como direito especial.

Posto isto, torna-se agora pertinente analisar a segunda questão. Se os sócios não convencionarem a derogabilidade dos direitos especiais, sem o consentimento do seu titular, nem esta resulta de uma imposição da lei, qual é o desvalor de uma deliberação da assembleia geral que resolve suprimir, alterar ou limitar o direito especial?

A doutrina maioritária⁸⁸, à qual nos juntamos, defende que a referida deliberação é tida por ineficaz, nos termos do artigo 55.º do CSC⁸⁹. De facto, esta

tulo das sociedades por quotas, mas aplicável às sociedades anónimas – art. 2.º), na medida em que admite a aprovação de deliberação com vista a sociedade requerer a suspensão ou destituição por justa causa do sócio. Cf. o seu, *Curso de direito das sociedades*, 5.ª ed., Almedina, Coimbra, 2004, p. 238.

⁸⁷ COELHO, Eduardo de Melo Lucas, *Exercícios vários acerca da presidência das assembleias especiais de categorias de acionistas*, separata de Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura, FDL, Coimbra Editora, 2003, p. 439.

⁸⁸ Cf., CORDEIRO, António Menezes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (Coordenação), Almedina, Coimbra, 2009, pág.152; do mesmo autor, *SA: Assembleia geral e deliberações sociais*, Almedina, Coimbra, 2009, pp.181-182; MARTINS, Alexandre Soveral e COSTA, Ricardo, *Código*

parece-nos ser a melhor solução uma vez que se optássemos por considerar a deliberação como anulável por via da alínea *a*) do n.º 1 do artigo 58.º, a posição do sócio ficaria muito desprotegida⁹⁰, visto que em caso de anulabilidade a deliberação produziria efeitos até ser anulada. Assim, optando pela ineficácia, os direitos atingidos permanecem inalteráveis e os seus titulares nada têm de fazer para os conservar, pois não há qualquer produção de efeitos até à possível ratificação da deliberação pela assembleia especial⁹¹.

Contudo, tem sido defendido por Brito Correia que quando não se trate de uma deliberação que suprima ou coarctar direitos especiais, mas que simplesmente ofenda direitos especiais deve ter-se por anulável por violação de regras estatutárias⁹².

A nosso ver, tal posição não faz sentido. Não cremos que haja motivos para diferenciar as situações em que o direito especial é eliminado, limitado ou apenas ofendido. Seja em que caso for, devido à sua especial e característica natureza, defendemos que a deliberação deve ter-se sempre por ineficaz, à luz do artigo 55.º do CSC, conferindo-se maior protecção do sócio prejudicado.

Existe, no entanto, outra questão relevante dentro deste problema da falta de consentimento da assembleia especial. De facto, analisemos a seguinte situação: imaginemos que a assembleia geral aprova a eliminação de um direito especial X da categoria de accionistas Y, sem o consentimento destes; como já vimos, a deliberação da assembleia geral é ineficaz, não produzindo qualquer tipo de efeitos, originando que os direitos especiais dos accionistas fiquem inalterados; contudo, na semana seguinte, em assembleia especial, os accionistas deliberam dar o seu assentimento à eliminação do direito especial. A deliberação da assembleia geral que até então era ineficaz ganha eficácia, mas essa eficácia retroage à data da deliberação da assembleia geral ou só se verifica a partir do momento do consentimento dado pelos accionistas?

das Sociedades Comerciais em Comentário – Volume I (Coord: Coutinho de Abreu), Almedina, Coimbra, 2010, p. 417; CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, 1993, p. 200; ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*, 6.ª ed., Coimbra Editora, 2011, p. 184, e, ainda, FONTES, Sousa Machado, *Direitos especiais dos sócios nas sociedades comerciais*, Relatório de Mestrado, 1989, p.48-52.

⁸⁹ “(...) as deliberações tomadas sobre assunto para o qual a lei exija o consentimento de determinado sócio são ineficazes para todos enquanto o interessado não der o seu acordo, expressa ou tacitamente.”

⁹⁰ Em igual sentido, V. FONTES, Sousa Machado, *Direitos especiais dos sócios nas sociedades comerciais*, Relatório de Mestrado em Direito comercial, FDL, 1989, p. 50.

⁹¹ Neste sentido, cf., CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 200.

⁹² O autor recorre às alíneas *a*) e *b*) do n.º 1 do artigo 58.º do CSC. Cf., CORREIA, Luís Brito, *Direito comercial, 2.º Volume – sociedades comerciais*, AAFDL, 1989.

Contra a retroactividade da eficácia⁹³, temos sensivelmente duas ordens de argumentos: primeiro, a letra do artigo 55.º: “*enquanto o interessado não der o seu acordo*”; segundo, o princípio da não retroactividade, veja-se, por exemplo, o n.º 1 do artigo 86.⁹⁴

A nosso ver, apesar de defendermos também que em princípio não devem ter-se por retroactivas as deliberações, pensamos que tal pode verificar-se e que não parece encontrar-se proibição dentro do próprio código. Isto é, falamos da situação de os próprios accionistas ao darem o seu consentimento para a limitação ou supressão do direito especial, possam conceder e aceitar a eficácia retroactiva, uma vez que pode haver situações em que os próprios accionistas estejam de acordo em que a respectiva deliberação ganhe eficácia retroactiva⁹⁵.

3. A salvaguarda dos direitos especiais em sede de fusão e de cisão⁹⁶

Visto que o artigo 120.º do CSC em matéria de Cisão de Sociedades estabelece a aplicação a este fenómeno das regras atinentes à Fusão de Sociedades (nomeadamente, o estipulado no artigo 103.º), iremos tratar em simultâneo estas duas realidades, no respeitante à tutela dos direitos especiais.

⁹³ Temos Olavo Cunha (no seu, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, 1993, p. 201) e MACHADO FONTES (no seu, *Direitos especiais dos sócios nas sociedades comerciais*, Relatório de Mestrado em Direito comercial, FDL, 1989, pp.56-59)

⁹⁴ “*Só por unanimidade pode ser atribuído efeito retroactivo à alteração do contrato de sociedade e apenas nas relações entre sócios.*”

⁹⁵ Imaginemos, por exemplo, uma situação em que os accionistas apenas não conseguiram reunir-se em assembleia especial antes da referida assembleia geral, devido a problemas de agenda e que, uma vez que eles próprios estão de acordo com a limitação ou supressão do seu direito especial, refiram e aceitam que se dê eficácia retroactiva à deliberação da assembleia geral com vista a não causar obstáculos ou problemas à própria sociedade que entretanto já poderia até, por exemplo, já ter conferido aquele direito específico a outro accionista.

⁹⁶ Fica aqui a ressalva de que não iremos tratar da tutela dos direitos especiais numa situação de transformação de sociedades uma vez que esta particularmente é destinada aos casos em que sociedades em nome colectivo passam a sociedade por quotas ou estas últimas transformam-se em sociedades anónimas. Por isso, seria fugir do âmbito do nosso trabalho, analisar essa situação. Para maior desenvolvimento veja-se: CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das sociedades comerciais*, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, pp. 854-859; CORREIA, Francisco Mendes, *Transformação das sociedades comerciais – delimitação do âmbito de aplicação no direito privado português*, Almedina, Coimbra, 2009; GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais – A Posição Jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo Viae*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 311-332, e, do mesmo autor, *Direitos Especiais e Direito de Exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito”, Director: Inocêncio Galvão Telles, 2006, II, pp.333-335.

Assim, a primeira referência a ser feita é a de que tanto os projectos de fusão como os projectos de cisão devem conter uma referência aos “direitos assegurados aos sócios titulares de direitos especiais” por parte das sociedades alvo de fusão [alínea *f*] do n.º 1 do artigo 98.º do CSC⁹⁷] ou de cisão [alínea *j*] do artigo 119.º do CSC⁹⁸].

Por outro lado, é ainda necessário, para que possa haver execução da deliberação de fusão e cisão, que seja dado consentimento dos sócios que vêm afectados os seus direitos especiais – sócios prejudicados⁹⁹ [alínea *b*] do n.º 2 do artigo 103.º]. Caso contrário, não haverá registo, não operará a vicissitude e irá prevalecer a tutela da posição jurídica do sócio.

Posto isto, a primeira questão que nos importa aqui analisar é saber o que se deve entender por “direitos assegurados”, uma vez que esta expressão é-nos apresentada em dois preceitos do Código das Sociedades Comerciais nesta matéria [mais especificamente, alínea *j*] do n.º 1 do artigo 98.º e alínea *j*] do artigo 119.º].

Segundo a doutrina de Raúl Ventura¹⁰⁰ considera que “direitos assegurados” são os direitos equivalentes e outros direitos que não são propriamente equivalentes, mas convencionados com o sócio com vista a obtenção do seu consentimento.

Rejeitando esta última situação¹⁰¹ defendida por Raúl Ventura, resta-nos analisar o que se deve entender por direitos equivalentes. Isto é, para determi-

⁹⁷ “Os direitos assegurados pela sociedade incorporante ou pela nova sociedade a sócios da sociedade incorporada ou das sociedades a fundir que possuem direitos especiais.”

⁹⁸ “Os direitos assegurados pelas sociedades resultantes da cisão aos sócios da sociedade cindida titulares de direitos especiais”.

⁹⁹ V. GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais – A Posição Jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo Viae*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 196-197, e, do mesmo autor, *Direitos Especiais e Direito de Exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito”, Director: Inocêncio Galvão Telles, 2006, II, p. 319.

¹⁰⁰ Cf., VENTURA, Raúl, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, 2.ª reimpressão, Almedina, Coimbra, 2003, p. 66.

¹⁰¹ Acompanhamos neste último aspecto a crítica de Diogo Costa Gonçalves, na defesa de que “os outros direitos convencionados para assegurar o consentimento do sócio” adequam-se melhor à situação de projecto de alteração do pacto social [seja pela alínea *f*] do n.º 1 do artigo 98.º ou seja pela alínea *m*] do artigo 119.º], visto que não pode ser “direito assegurado” aquele “cujo único critério de determinação tem que ver com o exercício ou não de um direito que apenas surge na esfera jurídica do sócio interessado, justamente, quando o direito especial de que é titular não foi assegurado”. Cf., GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais – A Posição Jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo Viae*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 204, e, do mesmo autor, *Direitos Especiais e Direito de Exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito”, Director: Inocêncio Galvão Telles, 2006, II, p. 322.

narmos o que são “direitos assegurados” temos, de facto, de recorrer a um critério de equivalência, onde o objectivo é comparar a situação do sócio na sociedade na qual delibera a fusão ou cisão, com a situação que o mesmo sócio irá gozar na nova sociedade, com o objectivo de verificar se o seu interesse continua a ser satisfeito¹⁰².

Perante isto, teremos de proceder a uma distinção entre equivalência formal e material, para determinar sobre que perspectiva aplicaremos o critério da equivalência.

Assim, verifica-se uma *equivalência formal* quando exista uma identidade total entre os dois direitos, sem manutenção do interesse próprio do sócio na nova estrutura societária. Isto é, na nova estrutura societária o sócio irá manter exactamente o mesmo direito que mantinha antes da vicissitude, porém, perde a vantagem ou utilidade que tinha¹⁰³. Mantém-se inalterável a sua situação jurídica mas o seu interesse perde-se¹⁰⁴.

Por outro lado, verifica-se uma *equivalência material* no caso de a nova posição atribuída ao sócio permitir a manutenção do mesmo interesse e da mesma vantagem consagrado pelo direito especial, apesar de esta posição configurar uma situação jurídica diferente da anterior¹⁰⁵. Isto é, ao sócio é atribuído um direito especial diferente do que era titular anteriormente, mas fica tutelado o mesmo interesse que continha nesse direito perante a nova estrutura societária¹⁰⁶.

¹⁰² V. GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais – A Posição Jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo Viae*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 205, e, do mesmo autor, *Direitos Especiais e Direito de Exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito”, Director: Inocêncio Galvão Telles, 2006, II, p. 323.

¹⁰³ Cf., GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais – A Posição Jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo Viae*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 207, e, do mesmo autor, *Direitos Especiais e Direito de Exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito”, Director: Inocêncio Galvão Telles, 2006, II, p. 323.

¹⁰⁴ Imagine-se um caso em que o sócio tinha um especial direito ao lucro que correspondia a uma percentagem de 10% e que após a cisão das sociedades o sócio manteve o direito à mesma percentagem, mas perante a nova estrutura societária o lucro correspondente aos 10% é inferior ao que continha antes.

¹⁰⁵ Cf., GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais – A Posição Jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo Viae*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 207-208, e, do mesmo autor, *Direitos Especiais e Direito de Exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito”, Director: Inocêncio Galvão Telles, 2006, II, p. 323.

¹⁰⁶ Imagine-se, por exemplo, sem entrar em grandes complexidades, a situação em que se atribuí ao sócio na nova estrutura um direito especial de voto que lhe manterá a mesma vantagem atribuída anteriormente com a concessão de um especial direito a vetar um administrador.

Perante isto, cabe-nos tomar uma posição. Assim, recolhemos e defendemos a mesma doutrina de Diogo Costa Gonçalves, no sentido de que tanto na alínea f) do n.º 1 do artigo 98.º como na alínea j) do artigo 119.º quando se refere “direitos assegurados” quer referir-se aos *direitos materialmente equivalentes*. Adoptamos a ideia de que os projectos de fusão e cisão devem conter todos os direitos que, apesar de poderem configurar uma situação jurídica diversa, garantem a “presença e a prossecução do mesmo interesse próprio do sócio visado”¹⁰⁷. Desta forma, fica demonstrado que a manutenção do mesmo direito especial do sócio na nova sociedade não implica necessariamente que esse direito se encontre assegurado, visto que o interesse do sócio pode não continuar a ser prosseguido. Obrigando uma avaliação das situações segundo o caso concreto.

Para além do que já foi discutido, cabe agora analisar o disposto no artigo 103.º do CSC, uma vez que este na sua alínea b) do n.º 2¹⁰⁸ estabelece a necessidade do consentimento¹⁰⁹ do sócio prejudicado na afectação de direitos especiais.

Em primeiro lugar, importa delimitar o conceito de sócios prejudicados.

Para Raúl Ventura¹¹⁰, existe uma identidade entre alínea b) do n.º 2 do artigo 103.º e o n.º 5 do artigo 24.º e, por isso, utilizando o elemento sistemático, defende que os direitos especiais dos sócios encontram-se afectados quando sejam suprimidos ou coarctados, tal como estabelecido no n.º 5 do artigo 24.º.

Já para Diogo Costa Gonçalves¹¹¹, os direitos especiais afectados são aqueles que não são assegurados, isto é, que não encontram uma situação jurídica materialmente equivalente na nova estrutura societária. Deste modo, são sócios prejudicados aqueles cujos direitos especiais não se encontrem assegurados (nos termos das disposições dos artigos 98.º e 119.º já referidas anteriormente).

¹⁰⁷ Assim, V. GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais – A Posição Jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo Viae*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 208, e, do mesmo autor, *Direitos Especiais e Direito de Exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito”, Director: Inocêncio Galvão Telles, 2006, II, p. 323.

¹⁰⁸ Recorde-se que esta disposição aplica-se às situações de fusões e de cisões, por via do artigo 120.º.

¹⁰⁹ Ao contrário do que acontece na transformação onde se exige a não oposição dos titulares de direitos especiais [veja-se a alínea d) do n.º 1 do artigo 131.º], na fusão e cisão exige-se o consentimento dos sócios. Cf., CORREIA, Francisco Mendes, *Transformação das sociedades comerciais – delimitação do âmbito de aplicação no direito privado português*, Almedina, Coimbra, 2009, pp.170-171.

¹¹⁰ Cf., VENTURA, Raúl, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, 2.ª reimpressão, Almedina, Coimbra, 2003, p. 120.

¹¹¹ GONÇALVES, Diogo Costa, *Direitos Especiais e Direito de Exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito”, Director: Inocêncio G. Telles, 2006, II, p. 324.

A nosso ver é de discordar, com o devido respeito, de Raúl Ventura, uma vez que ao optarmos pela via do critério da equivalência material, estamos, de facto, a defender que podem existir direitos assegurados, mesmo que os direitos especiais sejam suprimidos ou coarctados ou que a verificação da supressão ou da coarctação de um direito não significa que o interesse do sócio não esteja assegurado na nova estrutura da sociedade. Existem, sem dúvida, situações em que o consentimento estabelecido pelo n.º 5 do artigo 24.º é dispensado na alínea b) do n.º 2 do artigo 103.º¹¹². Por isso, não é coincidente o estabelecido no n.º 5 do artigo 24.º e os tais “direitos assegurados” que a alínea j) do n.º 1 do artigo 98.º e a alínea j) do artigo 119.º fazem referência¹¹³.

Perante isto, seguimos a doutrina de Diogo Costa Gonçalves, no sentido de que os sócios prejudicados são aqueles cujos direitos especiais, não se encontrem, efectivamente, assegurados. Isto é, aqueles sócios que, na nova estrutura societária, não se iriam encontrar numa situação materialmente equivalente (sócios cujos direitos não estão assegurados – sócios prejudicados), têm de dar o seu consentimento ao processo de fusão ou de cisão, nos termos da alínea b) do n.º 2 do artigo 103.º do CSC.

Finalizado este ponto, uma nova questão desde logo se coloca: e o que acontece se não for dado este consentimento?

Segundo o n.º 2 do artigo 103, a deliberação que determina a fusão ou cisão não poderá ser executada, uma vez que estamos perante uma situação de ineficácia estatuída no artigo 55.º do CSC. Assim, não há lugar à escritura (nos termos do artigo 106.º), nem lugar ao registo – que contém efeito constitutivo (artigos 111.º e 112.º)¹¹⁴.

¹¹² Imagine-se esta situação: Sócio A goza de um direito especial na Sociedade B. Esta, em assembleia geral, não pode limitar ou eliminar ou trocar sequer este direito do sócio por outro, sem que ele consinta (n.º 5 do artigo 24.º), sob pena de eficácia (artigo 55.º). Contudo, certo dia a Sociedade B resolve com a Sociedade C constituir, por concentração, a Sociedade D. Nesta sociedade, o sócio irá gozar de uma situação materialmente equivalente à anterior (o que como já referimos não significa que mantenha o mesmo direito especial) e, por isso, neste caso, o consentimento do sócio na fusão é dispensado, uma vez que o seu direito está assegurado (nos termos da alínea j) do n.º 1 do artigo 98.º) e, como tal, não é um sócio prejudicado (nos termos da alínea b) do n.º 2 do artigo 103.º).

¹¹³ Neste sentido, cf., GONÇALVES, Diogo Costa, *Direitos Especiais e Direito de Exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito”, Director: Inocêncio G. Telles, 2006, II, p. 325.

¹¹⁴ De facto, hoje, com a revogação do artigo 107.º do CSC ficou resolvida uma questão controvertida na doutrina que era a de saber se poderia a deliberação que determina a fusão ou cisão originar alguns efeitos, apesar da falta de consentimento do sócio, como a publicidade anteriormente prevista no artigo 107.º. Raúl Ventura defendia que não, uma vez que a ineficácia prevista

Posto isto, é pertinente analisar de uma forma dinâmica e prática a relação entre a deliberação da fusão ou da cisão e o consentimento necessário do sócio prejudicado.

Como já referimos *supra*, o sócio prejudicado é aquele que não goza de direitos assegurados, e este tem de dar o seu consentimento para que haja execução da deliberação da fusão ou da cisão. Contudo, antes de dar o seu consentimento, o sócio, nos termos do seu direito geral de participação nas deliberações sociais previsto na alínea *b*) do artigo 21.º, participa e vota na deliberação de fusão ou de cisão. Isto é, temos duas realidades diferentes no mesmo sócio: por um lado, participa e vota na deliberação de fusão ou de cisão, com vista a aprovar ou rejeitar esta alteração societária; por outro lado, para que esta deliberação possa ser executada, terá de dar o seu consentimento, uma vez que os seus direitos não serão assegurados (está aqui sempre em causa a visão de uma perspectiva de um sócio prejudicado).

Desta forma, colocam-se questões interessantes no relacionar do voto a favor, contra ou abstenção da fusão ou da cisão e o consentimento do sócio prejudicado para que esta se verifique. Analisemos em separado cada uma destas situações:

a) O sócio prejudicado vota a favor da fusão ou da cisão

Neste caso, será que este voto positivo é um consentimento directo do sócio na afectação dos seus direitos especiais ou, pelo contrário, continua a ser ainda assim exigido o seu consentimento, podendo *maxime* o sócio recusar o seu consentimento, depois de ter votado a favor da fusão ou da cisão?

Acompanhamos a doutrina dominante¹¹⁵, no sentido de que o sócio prejudicado que vota favoravelmente na deliberação da fusão ou da cisão está a

no artigo 55.º é absoluta, não deixando de fora quaisquer deliberações que não obtenham o consentimento do sócio quando exigido. (Cf., VENTURA, Raúl, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, 2.ª reimpressão, Almedina, 2003, p.118). Já Diogo Costa Gonçalves defendia que sim, uma vez que o artigo 105.º fazia depender o prazo para o exercício do direito de exoneração da publicação estabelecida no artigo 107.º, logo não fazia sentido ter o sócio que consentir na deliberação de afectação dos seus direitos especiais para que só depois se pudesse exonerar (cf., GONÇALVES, Diogo Costa, *Direitos Especiais e Direito de Exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito”, Dir: Inocêncio G. Telles, 2006, II, p.326-327). Hoje essa questão fica resolvida com o facto de o prazo estabelecido para que o sócio possa exercer o seu direito a exonerar-se contar a partir da data da deliberação e não da sua publicação (artigo 105.º do CSC).

¹¹⁵ Neste sentido, FURTADO, Jorge Henrique da Cruz Pinto, *Deliberação dos Sócios – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Reimpressão, Almedina, Coimbra, 2003, p. 252 e GONÇALVES,

consentir expressamente na afectação dos seus direitos especiais. Se o sócio votasse a favor e posteriormente recusasse dar o seu consentimento seria um *venire contra factum proprium*.

b) O sócio prejudicado vota contra a fusão ou a cisão

Aqui a doutrina já não se tem demonstrado unânime.

Por um lado, Pinto Furtado¹¹⁶ considera que o voto negativo implica a recusa do consentimento, isto é, se o sócio prejudicado vota contra a fusão ou a cisão está a recusar de modo directo e expresso o seu consentimento para a afectação dos seus direitos especiais. A posição do autor é a mesma no que toca ao voto positivo.

Por outro lado, Diogo Costa Gonçalves considera que o voto negativo na deliberação social não implica necessariamente uma recusa do consentimento. Nas palavras do autor: “o voto negativo não tem o mesmo valor axiológico do voto positivo e, por isso, não pode ter a exacta valoração jurídica inversa de um voto favorável.”. Deste modo, o voto negativo seria uma mera rejeição onde não conseguimos retirar que deliberação o sócio queria, uma vez que ao contrário do voto positivo, o voto negativo não comporta nenhuma natureza electiva. Para além disso, o consentimento ter-se-ia que dar através de uma manifestação de vontade, através de uma actuação positiva¹¹⁷.

Salvo o devido respeito, não concordamos com Diogo Costa Gonçalves. Se é verdade que não podemos dar o mesmo valor axiológico de um voto positivo a um voto negativo, também é verdade que se um sócio viesse a concordar na afectação dos seus direitos especiais depois de ter votado contra a fusão ou cisão, esta seria uma clara situação de *venire contra factum proprium*.

A nosso ver, não parece admissível tal situação. Assim, tendemos a concordar com Pinto Furtado, no sentido de que se o sócio prejudicado vota contra

Diogo Costa, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais – A Posição Jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo Viae*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 255, e, do mesmo autor, *Direitos Especiais e Direito de Exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito”, Director: Inocêncio Galvão Telles, 2006, II, p. 328.

¹¹⁶ Cf., FURTADO, Jorge Henrique da Cruz Pinto, *Deliberação dos Sócios – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, reimpressão, Almedina, Coimbra, 2003, p. 253.

¹¹⁷ Contudo, se o sócio tivesse direito de exoneração, o voto negativo já corresponderia a um consentimento tácito. Cf., GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais – A Posição Jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo Viae*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 256–258, e, do autor, *Direitos Especiais e Direito de Exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito”, 2006, II, pp. 328–330.

a fusão ou cisão é porque está a dar um sinal claro, directo, preciso e expresso de que não quer ver afectados os seus direitos especiais.

c) *O sócio prejudicado abstém-se na deliberação da fusão ou cisão*

A grande questão reside em saber se esta abstenção pode significar que o sócio consente tacitamente na afectação dos seus direitos especiais. Se para Pinto Furtado¹¹⁸, a resposta é positiva, uma vez que o sócio adopta um comportamento de indiferença perante o resultado, já para Diogo Costa Gonçalves¹¹⁹, a resposta é negativa, argumentando ser uma situação igual ao do voto negativo, onde o sócio tem de querer, pois a lei não parece contentar-se com a simples indiferença.

Tendemos a adoptar a posição de Diogo Costa Gonçalves, na medida em que a simples indiferença do sócio perante a fusão ou cisão não pode significar um consentimento implícito, mas também não é uma situação em que o sócio negue à partida a afectação dos seus direitos especiais.

Por isso, defendemos que aqui é necessário o consentimento do sócio prejudicado, uma vez que da simples indiferença (que é diferente de um voto negativo) não podemos inferir qualquer tipo de posição, seja a favor, seja contra.

IV – *Golden shares*

1. *Golden shares e direitos especiais*

Antes de procedermos à análise da figura das *golden shares* no panorama europeu e nacional e, claro, da sua conformidade com o Direito da União Europeia, torna-se pertinente proceder à interligação das *golden shares* com os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas, que foram analisados *supra*.

Na sequência das indicações dadas, podemos concluir que as *golden shares* consistem numa participação accionista detida pelo Estado ou por outro ente público, numa empresa privatizada ou reprivatizada, que apesar de ser de carac-

¹¹⁸ V. FURTADO, Jorge Henrique da Cruz Pinto, *Deliberação dos Sócios – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, reimpressão, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 252-253.

¹¹⁹ V. GONÇALVES, Diogo Costa, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais – A Posição Jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo Viae*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 259-260, e, do mesmo autor, *Direitos Especiais e Direito de Exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito”, Director: Inocêncio Galvão Telles, 2006, II, pp. 332-333.

ter minoritário contém direitos especiais de carácter estratégico¹²⁰. Segundo Menezes Cordeiro¹²¹, as *golden shares* constituem uma categoria de acções que incorporam direitos especiais cuja particularidade consiste no facto de o Estado ser o seu titular.

Podemos, logo numa primeira leitura, denotar que o conceito de *golden shares* (enquanto acções privilegiadas¹²² na titularidade do Estado) não é exactamente o mesmo que é estipulado pelo regime dos direitos especiais das sociedades anónimas.

De facto, o regime do artigo 24.º, em especial o seu n.º 4, estipula que os direitos especiais, nas sociedades anónimas, só podem ser atribuídos a categorias de acções e, por isso, nas sociedades anónimas os direitos especiais não têm carácter *intuitu personae*, como acontece nas sociedades por quotas. Há uma atribuição de direitos especiais a uma categoria específica de acções, independentemente do seu titular.

Isto é diferente do que encontramos quando se fala em *golden shares*, uma vez que a sua especialidade está exactamente no facto de fazerem parte da titularidade do Estado¹²³. Isto é, estas acções privilegiadas têm direitos especiais que estão na titularidade do Estado, e não podem estar na titularidade de qualquer outro ou quaisquer outros accionistas em específico. Verifica-se aqui a existência de um carácter pessoal, de um carácter *intuitu personae* que é indicador de que as acções privilegiadas do n.º 4 do artigo 24.º do CSC não são coincidentes com estas acções privilegiadas tituladas pelo Estado. Que resposta dar a esta situação? Na doutrina, não encontramos muitas referências a esta questão¹²⁴.

¹²⁰ “Golden share rights are, *latu sensu*, special rights or powers vested in the State or in other public entities concerning the control of privatized companies”, Cf., CÂMARA, Paulo, *The end of the “Golden” age of privatisations? – The recent ECJ decisions on Golden shares*, in *European Business Organization Law Review* 3, 2002, p. 503.

¹²¹ CORDEIRO, António Menezes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (Coordenação), 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2009, p. 152.

¹²² Recorde-se que é esta a terminologia utilizada pelo n.º 3 do artigo 15.º da Lei Quadro das Privatizações, o que, de facto, é sem dúvida criticável como veremos mais adiante.

¹²³ V. SANTOS, António Carlos dos, GONÇALVES, Maria Eduarda, e MARQUES, Maria Manuel Leitão, *Direito Económico*, 5.ª ed. – 3.ª Reimpressão da ed. de Novembro/2004, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 177-178.

¹²⁴ Apenas é discutida em RODRIGUES, Nuno Cunha, “Golden shares”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, pp. 258-261 e afiorada em ALBUQUERQUE, Pedro de, e PEREIRA, Maria de Lurdes – *As “golden shares” do Estado português em empresas privatizadas: limites à sua admissibilidade e exercício*, Coimbra Editora, 2006, pp. 17-21.

A nosso ver, as *golden shares*, enquanto acções tituladas pelo Estado que contém direitos especiais fundamentados na prossecução de interesse público, não são reconduzíveis à figura de acções privilegiadas constantes do CSC. Neste sentido, as *golden shares* não podem constituir uma categoria de direitos especiais *stricto sensu* para efeitos do CSC, têm de ser consideradas como uma nova categoria de acções privilegiadas (ou se se quiser qualificar: como uma sub-categoria ou categoria especial) que importam a derrogação do regime geral do CSC¹²⁵. As *golden shares* são diferentes das acções privilegiadas previstas e abrangidas pelo Código das Sociedades Comerciais¹²⁶. Aliás como veremos mais adiante o fundamento legal das *golden shares* em Portugal encontra-se na Lei Quadro das Privatizações¹²⁷ (LQP) e não no CSC.

São de três tipos os argumentos que sustentam a nossa posição.

Em primeiro lugar, no *plano da criação*, os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas têm de constar do contrato de sociedade (seja *ab initio*, seja de modo superveniente). No que toca às *golden shares*, estas são criadas por via legislativa (veja-se o n.º 1 do artigo 15.º da LQP).

Em segundo lugar, no *plano da transmissão*, as *golden shares* não chegam a transmitir-se uma vez que logo que o Estado delas abdicar e alienar a entidades privadas, elas extinguem-se, convertendo-se em acções ordinárias¹²⁸. Como vimos, os direitos especiais nas sociedades anónimas têm como princípio a livre transmissibilidade, pois não têm um carácter pessoal.

Por último, no *plano da cessação*, as *golden shares* extinguem-se necessariamente por via legislativa¹²⁹. Neste caso de extinção de direitos especiais, uma vez que estão na titularidade do Estado e é essa a sua particularidade, torna-se totalmente irrelevante o procedimento estipulado pelo n.º 6 do artigo 24.º do CSC.

Parece-nos claro que as *golden shares*, enquanto acções privilegiadas com direitos especiais do Estado, constituem uma categoria especial de acções pri-

¹²⁵ No mesmo sentido, cf., RODRIGUES, Nuno Cunha, “Golden shares”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, pp. 259-260, 365 e, ainda, FONSECA, Rodrigo Miguel Garçon Piedade, *Golden Shares*, Relatório de Mestrado em Ciências Jurídico Empresariais, FDL, 2007/2008, pp. 11-12.

¹²⁶ Em nada são coincidentes com as acções preferenciais sem direito de voto (artigos 341.º a 344.º), as acções preferenciais remíveis (artigo 345.º) ou as acções de fruição (artigo 346.º).

¹²⁷ Lei n.º 11/90 de 5 de Abril de 1990.

¹²⁸ V. RODRIGUES, Nuno Cunha, “Golden shares”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, p. 364.

¹²⁹ Recorde-se que foi o que aconteceu recentemente com o Decreto-Lei n.º 90/2011, de 25 de Julho.

vilegiadas que não se enquadram no regime geral previsto do CSC, derrogando o seu regime¹³⁰. Desta forma, a figura da *golden share* vai para além do CSC encontrando o seu fundamento e regime noutros dispositivos, como veremos *infra*.

2. Considerações gerais

A figura das *golden shares* (também designada por ações douradas) tem sido alvo de análise e discussão no mundo do direito. Tendo ganho recentemente um novo fôlego com a situação vivida no Verão quente de 2010, onde vimos na prática societária o uso da figura com vista a bloquear um negócio¹³¹ entre sociedades reputadas mundialmente, as *golden shares* têm estado, assim, na ordem do dia da Europa e de Portugal.

Nos últimos anos, têm sido consideravelmente importantes as decisões do Tribunal Judicial da União Europeia nesta matéria. Como um sinal de soberania e autoridade do Estado, vários países europeus têm mantido *golden shares* nas sociedades por si consideradas estratégicas, com vista a não deixar de ter influência na economia do país e com vista a defender essas empresas de ataques externos, o que tem sido criticado pela Comissão Europeia. De facto, têm sido cada vez mais audíveis as críticas advindas das instituições europeias (em resultado da crescente integração europeia) contra as *golden shares* que restringiriam injustificadamente a livre circulação de capitais.

Para se falar em *golden shares* é necessário, primeiro, fazer-se um enquadramento histórico e económico sobre a relação do Estado com a economia. De facto, ao longo do tempo verificamos que a intervenção do Estado na economia tem variado, não só quanto ao seu grau, mas também quanto à sua forma de intervenção¹³². Se é verdade que houve fases em que o Estado desempenhava um papel decisivo e crucial no funcionamento da economia, ditando regras e estabelecendo critérios, outras houve em que o Estado não passava de

¹³⁰ “(As *golden shares*) *Vão mais longe do que qualquer outro direito especial, o que justifica uma individualização conceptual*”, Cf., SANTOS, António Carlos dos, GONÇALVES, Maria Eduarda, e MARQUES, Maria Manuel Leitão, *Direito Económico*, 5.ª ed. – 3.ª Reimpressão da ed. de Novembro/2004, Almedina, Coimbra, 2010, p. 179.

¹³¹ Negócio PT/Vivo que iremos analisar mais à frente no nosso trabalho.

¹³² V. FONSECA, Rodrigo Miguel Garçon Piedade, *Golden Shares*, Relatório de Mestrado em Ciências Jurídico Empresariais, FDL, 2007/2008, p. 3.

um mero espectador, abstendo-se de intervir nas regras do jogo económico, optando por um ideologia neo-liberalista¹³³.

Em Portugal, na sequência dos ideais da Revolução de Abril de 1974, foram criadas inúmeras empresas públicas com vista a estabilizar a economia e conceder-lhe alguma solidez¹³⁴. De 1974 a 1989 foram inúmeras as empresas públicas criadas e, para além disso, o Estado resolveu nacionalizar sectores chave da economia nacional, desde bancos a várias instituições de crédito e companhias de seguros. Nesta altura, estávamos perante um claro papel intervencionista do Estado na economia.

Contudo, a partir do final da década de 80 e prolongando-se pela década de 90, todo este paradigma inverteu-se¹³⁵. O Estado abandonou o papel interventor que até então seguia, tendo decidido dar início a um vasto, complexo e activo processo de privatizações e reprivatizações, com vista a abandonar a sua intervenção na economia. Assim, o Estado alienou a maioria das empresas do sector público que até então detidas. As razões para esta mudança de ideologia eram de vária ordem¹³⁶: desde logo, o impacto económico e financeiro das nacionalizações foi desastroso, visto que houve uma acumulação de prejuízos astronómicos em todas as áreas; por outro lado, houve uma influência da maioria dos países da Europa ocidental que devido a opções partidárias mudaram as concepções de como o Estado deveria intervir na economia¹³⁷.

Apesar de estarmos numa das fases em que o Estado se vai afastando de intervir na economia e no mercado, a verdade é que não houve um abdicar por completo dos poderes de intervenção na actividade económica. De facto, o Estado privatizou e reprivatizou inúmeras empresas, mas fez surgir nessas mesmas empresas direitos especiais que mantinham activos alguns poderes de intervenção¹³⁸,

¹³³ V. GRUNDMANN, STEFAN e MÖSLEIN, Florian, *Golden Shares – State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*, in *European Banking and Financial Law Journal (EUREDIA)*, 1, 2004, disponível em: <http://ssrn.com/abstractid=410580>, p. 7.

¹³⁴ RODRIGUES, Nuno Cunha, “*Golden shares*”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, p. 12.

¹³⁵ O primeiro passo foi dado com a revisão constitucional de 1989 que pôs fim ao princípio da irreversibilidade das nacionalizações.

¹³⁶ Cf., RODRIGUES, Nuno Cunha, “*Golden shares*”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, pp.126-127.

¹³⁷ Não iremos aqui tratar dos objectivos específicos ligados à privatização, nem analisar de modo detalhado o programa de privatizações que assolou a década de 90, nem sequer das várias técnicas de privatizações utilizadas.

¹³⁸ Os direitos especiais típicos embutidos nas *goldens shares* iam (e continuam a ir) desde a nomeação de um administrador pelo Estado para a empresa até a um direito de veto em delibe-

as designadas *golden shares*. Estas representam uma forma “encapotada” de intervir na gestão de assuntos das empresas, a título excepcional¹³⁹. Por um lado, o Estado libertava as empresas para o sector privado, porém, por outro lado, criava a possibilidade de manter um certo grau de supervisão na sua organização, nas suas políticas e nas suas decisões¹⁴⁰.

De facto, as *golden shares* foram originariamente criadas no Reino Unido (como veremos *infra* já houve uma decisão do Tribunal de Justiça referente a uma *golden share* detida pelo Reino Unido), sendo que rapidamente se estenderam pelos vários países da Europa, sob diversas formas¹⁴¹.

Por outro lado¹⁴², também na França e na Itália foi levada a cabo, aquando dos seus processos de privatização, a criação da *Action Spécifique* e da *Azione a diritto privilegiato speciali*, que conferiam aos poderes públicos o controlo de certas decisões de algumas sociedades que fossem susceptíveis de afectar o interesse

rações sobre matérias cruciais para a vida societária da empresa. Veja-se o actual artigo 15.º da LQP; V. CÂMARA, Paulo, *The end of the “Golden” age of privatisations? – The recent ECJ decisions on Golden shares*, in *European Business Organization Law Review* 3, 2002, p. 304 (“i) rights to restrict the acquisition of shares by third persons; ii) rights to appoint company directors; iii) rights to veto important company decisions; iv) limitations on the number of foreign company directors”).

¹³⁹ V. RODRIGUES, Nuno Cunha, “Golden shares”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, p. 12.

¹⁴⁰ “A atribuição de direitos especiais ao Estado ou a outros entes públicos que lhes facultam meios de ingerência na vida de sociedades de capitais maioritariamente privados é um fenómeno com expressão geográfica alargada e corrente nos países comunitários com experiência de privatização de empresas antes pertencentes ao sector público”. Cf., ALBUQUERQUE, Pedro de, e PEREIRA, Maria de Lurdes, *As “golden shares” do Estado português em empresas privatizadas: limites à sua admissibilidade e exercício*, Coimbra Editora, 2006, p. 9.

¹⁴¹ Relembre-se que foi a política neo-liberal desenvolvida por Margaret Thatcher que deu início ao recurso às privatizações, com vista a reduzir a interferência estatal na economia, concedendo ao Reino Unido um papel pioneiro no que toca à figura das *golden shares*. V. CÂMARA, Paulo, *The end of the “Golden” age of privatisations? – The recent ECJ decisions on Golden shares*, in *European Business Organization Law Review* 3, 2002, p. 503; GRUNDMANN, Stefan e MÖSLEIN, Florian, *Golden Shares – State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*, in *European Banking and Financial Law Journal (EUREDIA)*, 1, 2004, disponível em: <http://ssrn.com/abstractid=410580>, pp. 1-2, 10; GAYDARSKA, Nadia e RAMMELOO, Stephan, *The Legality of the “golden share” under EC Law*, in *Maastricht Working Papers Faculty of Law*, vol.5, n.9, Maastricht University, 2009, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1426077>, pp. 2-3.

¹⁴² Não iremos aqui aprofundar a forma como se fizeram os processos de privatizações dos respectivos países, nem revisitaremos os contornos de cada *golden share*, uma vez que os casos mais importantes tiveram apreciação do Tribunal de Justiça da União Europeia e, por isso, no capítulo apropriado iremos explicitar os direitos especiais em causa em cada caso. Para maior aprofundamento, V. RODRIGUES, Nuno Cunha, “Golden shares”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, pp. 262-304.

nacional. Veremos *infra* casos em que *golden shares* destes dois países foram declaradas desconformes com o Direito da União Europeia.

A Espanha não ficou de fora deste movimento tendo nos seus processos de privatização criado *golden shares* (mais especificamente, o designado *regime administrativo de controlo específico*) que, como veremos, também tiveram reparos feitos pelo Tribunal de Justiça.

Para além destes países, existem muitos outros países que recorreram à figura da *golden share*, como¹⁴³: a Alemanha, a Holanda e a Bélgica (veremos adiante casos específicos); a República Checa (na *Cesky Telecom*), a Polónia (na *Elektrownia Rybnik, S.A., Stoen, S.A., Towarowa Gielda Energii, S.A.* e *PKN Orlen*), a Hungria (na *Magyar Telecom*), a Finlândia (na *Gasum Oy*) e a Letónia (na *SAI Lattelekom* e *Latvijas Gaze*), a Lituânia (na *Vakaru Skirstomieji Tinklau*).

Posto isto, foram vários os fundamentos avançados pelos Estados para a criação de *golden shares*¹⁴⁴. Desde logo, condicionar, assim, a alienação da empresa a certos e determinados accionistas; assegurar que a empresa manteria o seu objecto social e o local da sede; precaver uma situação de alienação da empresa ou dos seus bens estratégicos, isto é, evitar que o controlo da empresa pudesse cair em mãos hostis; assegurar que, caso a empresa fosse alienada, os novos proprietários respeitariam as regras acordadas; garantir o fornecimento de serviços de interesse económico geral (água, electricidade, gás,...) e salvaguardar a segurança pública, a saúde pública e a defesa nacional¹⁴⁵.

3. Conformidade das *golden shares* com o Direito da União Europeia

3.1. Enquadramento do problema

A grande questão é saber se os direitos especiais que os Estados possuem em empresas privatizadas ou reprivatizadas (*golden shares*), com vista a salva-

¹⁴³ V. RODRIGUES; Nuno Cunha, *As “Golden-Shares” no direito português*, in “Direito dos Valores Mobiliários”, Separata do Volume VII, Coimbra Editora, 2007, pp. 210-215.

¹⁴⁴ Cf., RODRIGUES, Nuno Cunha, *As “Golden-Shares” no direito português*, in “Direito dos Valores Mobiliários”, Vol. VII, 2007, p. 196; ALBUQUERQUE, Pedro de, PEREIRA, Maria de Lurdes, *As “golden shares” do Estado português em empresas privatizadas: limites à sua admissibilidade e exercício*, Coimbra Editora, 2006, p. 21; GRUNDMANN, Stefan e MÖSLEIN, Florian, *Golden Shares – State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*, in *European Banking and Financial Law Journal*, 1, 2004, disponível em: <http://ssrn.com/abstractid=410580>, pp. 16-17.

¹⁴⁵ “(...) these techniques are justified on the basis of national strategic interests (...)”, V. CÂMARA, Paulo, *The end of the “Golden” age of privatisations? – The recent ECJ decisions on Golden shares*, in *European Business Organization Law Review* 3, 2002, p. 304.

guardar interesses de ordem nacional, mas que influenciam a gestão e o controlo da sociedade, estarão em conformidade com o Direito da União Europeia. Em especial, se estão em conformidade com o princípio da livre circulação de capitais¹⁴⁶, previsto no artigo 63.º do Tratado de Funcionamento da União Europeia (anterior artigo 56.º do Tratado)¹⁴⁷.

Neste sentido, cabe saber qual o conceito de movimentos de capitais. Neste ponto, o Tribunal de Justiça tem recorrido a um anexo da Directiva 88/361/CEE, de 24 de Junho de 1988¹⁴⁸, onde se consagra que os movimentos de capitais referem-se tanto a investimentos directos como a investimentos de carteira¹⁴⁹.

Os investimentos directos consistem em investimentos sob a forma de participação numa empresa pela detenção de acções que confere a possibilidade de participar na sua gestão e no seu controlo.

Os investimentos de carteira consistem em investimentos sob a forma de aquisição de títulos no mercado de capitais com o único objectivo de realizar uma aplicação financeira sem intenção de influir na gestão e no controlo da empresa.

Desta forma, o Tribunal de Justiça tem considerado que constitui restrição a estes tipos de investimentos, as medidas nacionais susceptíveis de impedir ou de limitar a aquisição de acções nas empresas em causa ou que são susceptíveis de dissuadir os investidores dos outros Estados-Membros de investir no capital destas.

Não obstante tudo isto, a verdade é que o princípio da livre circulação de capitais não é um princípio absoluto¹⁵⁰ (tal como o princípio da liberdade de

¹⁴⁶ A questão também é colocada muitas vezes de acordo com o direito de estabelecimento, contudo, com vista a facilitar a exposição e visto que é o principal argumento usado pelas instâncias europeias, iremos focarmo-nos apenas no princípio da livre circulação dos capitais.

¹⁴⁷ “1 – No âmbito das disposições do presente capítulo, são proibidas todas as restrições aos movimentos de capitais entre Estados-Membros e entre Estados-Membros e países terceiros.”

¹⁴⁸ V. GAYDARSKA, Nadia e RAMMELOO, Stephan, *The Legality of the “golden share” under EC Law*, in Maastricht Working Papers Faculty of Law, vol.5, n.9, Maastricht University, 2009, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1426077>, p. 7; ZUMBANSEN, Peer e SAAM, Daniel, *The ECJ, Volkswagen and European Corporate Law: Reshaping the European Varieties of Capitalism*, in Comparative Research in Law and Political Economy, vol. 3, n.6, 2007, disponível em: <http://ssrn.com/abstractid=1030652>, p. 20.

¹⁴⁹ Veja-se a este propósito, a título de exemplo, os parágrafos 49.º e 50.º do Acórdão do Tribunal de Justiça de 8 de Julho de 2010 (que iremos escarpelizar mais à frente quando tratarmos da *golden share* detida pelo Estado português na PT).

¹⁵⁰ V. RODRIGUES, Nuno Cunha, “Golden shares”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, pp. 311-313 e, ainda, do mesmo autor, *As*

estabelecimento). Excepcionalmente, este princípio poderá ser restringido, o próprio Tratado o consagra na alínea b) do n.º 1 do artigo 65.º do TFUE (anterior artigo 58.º)¹⁵¹. Assim, o Tratado prevê a possibilidade de os Estados-Membros tomarem medidas justificadas por *razões de ordem pública ou de segurança pública* que poderão condicionar a livre circulação de capitais. Além disso, como se verá, em várias decisões do Tribunal de Justiça, é ainda analisado se a detenção destas *golden shares* pode ser justificada em função de *exigências imperiosas de interesse geral* (conceito não presente no Tratado, mas considerado adequado pelo Tribunal a restringir liberdades fundamentais, em casos excepcionais).

Como vemos, estamos perante conceitos indeterminados o que devido ao seu nível de abstracção podem levar a que os Estados em causa possam derrogar arbitrariamente a aplicação do Direito da União Europeia¹⁵². Por isso, tentaremos delimitar, na medida do possível, estes conceitos, com o auxílio das decisões do Tribunal de Justiça.

Em primeiro lugar, quanto ao conceito de *ordem pública*¹⁵³, o Tribunal de Justiça tem concretizado o conceito segundo uma delimitação negativa, isto é, que este não pode ser invocado quando estiver em causa matéria de natureza económica¹⁵⁴. Desta forma, os Estados não poderão invocar a ordem pública com vista a legitimar a sua detenção de *golden shares*, quando sejam alegados argumentos de ordem exclusivamente económica.

Em segundo lugar, no que toca ao conceito de *segurança pública*¹⁵⁵, o Tribunal de Justiça tem defendido que este deve ser entendido de uma forma muito restrita. Nesta medida, só poderá ser invocado numa situação de *ameaça*

“Golden-Shares” no direito português, in “Direito dos Valores Mobiliários”, Separata do Volume VII, Coimbra Editora, 2007, p. 199.

¹⁵¹ “(O disposto no artigo 63.º não prejudica o direito de os Estados-Membros) Tomarem todas as medidas indispensáveis para impedir infracções às suas leis e regulamentos, nomeadamente em matéria fiscal e de supervisão prudencial das instituições financeiras, preverem processos de declaração dos movimentos de capitais para efeitos de informação administrativa ou estatística *ou tomarem medidas justificadas por razões de ordem pública ou de segurança pública* (itálico nosso).”

¹⁵² Cf., RODRIGUES, Nuno Cunha, “Golden shares”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, p. 320 e, ainda, do mesmo autor, *As “Golden-Shares” no direito português*, in “Direito dos Valores Mobiliários”, Separata do Volume VII, Coimbra Editora, 2007, p. 200.

¹⁵³ “(...) meio de defesa dos Estados relativamente a factos que ponham em risco interesses vitais do organismo social” Cf., LAUREANO, Abel, *Regime Jurídico Fundamental da União Europeia Anotado*, Quid Juris?, Lisboa, 1997, p. 213.

¹⁵⁴ Veja-se o parágrafo 52.º do Acórdão Comissão vs. Portugal de 2002.

¹⁵⁵ Vejam-se, a título de exemplo, o parágrafo 49.º do Acórdão Comissão vs. França e o parágrafo 47.º do Acórdão Comissão vs. Bélgica de 2002.

real e suficientemente grave que afecte um interesse fundamental da sociedade. Para além disso, o seu alcance não pode ser determinado unilateralmente por cada Estado-Membro, sem o controlo das instituições comunitárias. Ainda assim, deve ser entendido que esta noção abrange tanto a segurança interna como a segurança externa do Estado-Membro em causa¹⁵⁶.

Por último, no respeitante ao conceito de “*exigências imperiosas de interesse geral*”, este tem sido muito invocado pelos Estados, especialmente, ligado a questões de ordem estratégica das sociedades em causa ou segundo a necessidade de se garantir a continuidade dos serviços públicos. Isto é, para os Estados a detenção daquela *golden share* era indispensável à vivência da sociedade civil e até, em certos casos, uma questão de sobrevivência, uma vez que as sociedades em causa, devido aos serviços que disponibilizam constituem necessidades estratégicas. O Tribunal de Justiça, em nenhum caso, se mostrou sensível a estes argumentos, porém, nunca chegou a delimitar em que sentido deveria de ser entendido este conceito.

Depois de feito um primeiro enquadramento do problema e de alguns dos elementos que podem conduzir à apreciação da admissibilidade das *golden shares* (veremos os outros requisitos *infra*) no confronto com o princípio da liberdade de circulação de capitais (que como demonstrámos não é um princípio absoluto), importa agora fazer um breve périplo pelas decisões do Tribunal de Justiça nesta matéria.

3.2. Decisões do Tribunal de Justiça da União Europeia¹⁵⁷

Até aos dias de hoje, foram proferidas pelo Tribunal de Justiça mais de uma dezena de decisões sobre esta matéria, sendo que em três Portugal foi uma das partes¹⁵⁸.

¹⁵⁶ A verificação deste conceito foi, um dos argumentos pelos quais, o Tribunal declarou válida a *golden share* detida pela Bélgica, uma vez que aceitou os argumentos desta de que o objectivo de garantir a segurança dos aprovisionamentos em energia e gás, em caso de crise, constitui um motivo de segurança pública, nos termos do regime do artigo 65.º do Tratado.

¹⁵⁷ Não iremos tratar nesta parte do nosso trabalho as decisões do Tribunal de Justiça referentes a duas das *golden shares* que o Estado português detinha. Falamos do Acórdão de 8 de Julho de 2010 referente às acções de ouro detidas na EDP. Iremos analisar essa jurisprudência no capítulo próprio.

¹⁵⁸ Todos os acórdão proferidos neste trabalho encontram-se disponíveis em <http://curia.europa.eu>.

Nas situações levadas a tribunal pela Comissão estão diversos direitos especiais em causa¹⁵⁹: i) limitação da participação de capital social estrangeiro em empresas privatizadas (caso português de 2002); ii) autorização prévia para investimento em certo capital ou para direitos de voto (caso português de 2002, caso italiano de 2005 e o caso do Reino Unido); iii) poder de veto relativo à venda ou aquisição de bens (caso do Reino Unido); iv) poder de veto relacionado com a transferência de instalações técnicas para produtos de energia (caso Belga); v) poder de nomear administradores (caso italiano de 2000 e casos portugueses de 2010). Vejamos agora essas decisões.

i) *Acórdão de 23 de Maio de 2000 – Partes: Comissão Europeia vs República Italiana – Processo: C-58/99*

Neste conflito, estava em causa a apreciação da admissibilidade da previsão de poderes especiais, por parte da República Italiana, no âmbito dos processos de privatização das sociedades *ENI SpA* e da *Telecom Itália SpA*.

Estes poderes especiais consistiriam na atribuição ao Ministro do Tesouro de algumas prerrogativas importantes no controlo das sociedades, como: o direito de nomeação de administradores e de um revisor de contas e o direito de veto de determinadas decisões. Estes poderes especiais eram tidos para serem exercidos de acordo com os “objectivos nacionais em matéria de política económica e industrial”¹⁶⁰.

Para a Comissão estaríamos perante uma total perturbação e um tornar menos atractivo o exercício das liberdades fundamentais do Tratado, e, por isso, esses poderes deveriam satisfazer quatro condições: “*aplicar-se de forma não discriminatória, devem justificar-se por razões imperiosas de interesse geral, devem ser adequadas a garantir a realização do objectivo que prosseguem e não devem ir além do que é necessário para cumprir o mesmo*”¹⁶¹. O que segundo a Comissão não acontecia neste caso.

A República Italiana não recusou a ideia de que as disposições que previsão destes poderes especiais eram desconformes com o Direito da União Euro-

¹⁵⁹ Para maior minúcia de análise V. RODRIGUES, Nuno Cunha, *As “Golden-Shares” no direito português*, in “Direito dos Valores Mobiliários”, Separata do Volume VII, Coimbra Editora, 2007, p. 201 e, ainda, CÂMARA, Paulo, *The end of the “Golden” age of privatisations? – The recent ECJ decisions on Golden shares*, in *European Business Organization Law Review* 3, 2002, p. 505.

¹⁶⁰ Veja-se o parágrafo 4.º do acórdão.

¹⁶¹ Veja-se o parágrafo 13.º do acórdão.

peia. Contudo, alegou que já tinha produzido legislação a corrigir esta desconformidade.

O Tribunal de Justiça ignorou esta atitude da República Italiana, uma vez que decidiu, com base na jurisprudência constante, que numa situação de incumprimento deveria de ser analisada de acordo com a realidade presente na altura do termo do prazo estabelecido para se verificarem as mudanças exigidas, não devendo serem tomadas em conta as mudanças subsequentes¹⁶². Perante isto, o Tribunal de Justiça condenou a Itália, segundo o princípio de que esta incumpriu as ordens das Comissão com vista a alterar as situações criadas desconformes ao Tratado, dentro do prazo estabelecido.

ii) ***Acórdãos de 4 de Junho de 2002: a) Partes: Comissão Europeia vs República Francesa – Processo: C-483/99***

Neste caso, o que foi submetido à apreciação do tribunal foi saber se estariam de acordo com o Tratado, os direitos inerentes a uma acção específica (*golden share*) do Estado francês na *Société nationale Elf-Aquitaine*.

Os direitos em causa consistiam: i) na aprovação prévia pelo Ministro da Economia de qualquer superação dos níveis máximos de posse directa ou indirecta de títulos que representassem 1/10, 1/5 ou 1/3 do capital ou direito de voto da sociedade; ii) possibilidade de obstar a decisões de cessão ou de constituição de garantias sobre os activos das 4 filiais da sociedade mãe.

Segundo a Comissão estes direitos criavam obstáculos ao direito de estabelecimento de cidadãos de outros Estados-Membros, além de criarem obstáculos à livre circulação de capitais no espaço da União Europeia, uma vez que tornariam menos atractivos o exercício dessas liberdades¹⁶³. Isto é, estes direitos não estavam de acordo com as excepções do artigo 65.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.

A República Francesa contestou, defendendo que as restrições à liberdade de circulação de capitais eram justificadas. Isto porque fundamentavam-se em princípios de segurança pública e por razões imperiosas de interesse geral, uma vez que se tratava de aprisionamento de produtos petrolíferos em caso de crise, funcionando como uma protecção o facto de se manter o Estado Francês no centro da decisão da sociedade nesta matéria. Sendo cognoscível a importância

¹⁶² Veja-se o parágrafo 17.º do acórdão.

¹⁶³ Vejam-se os parágrafos 21.º e 23.º do referido acórdão.

dos produtos petrolíferos no funcionamento da economia e dos serviços públicos essenciais franceses. Afectar isto era por em causa a própria sobrevivência da população. Além disso, não havia qualquer discriminação, pois não existia uma diferenciação entre nacionais e não nacionais¹⁶⁴.

Apesar destes argumentos, o Tribunal de Justiça não deu razão à República Francesa, alegando que, apesar de não ser criado uma desigualdade de tratamento, estes direitos especiais poderiam impedir a aquisição de acções nesta empresa e poderiam dissuadir os investidores de outros Estados-Membros a aplicarem nela os seus capitais. Deste modo, haveria uma clara restrição injustificada à liberdade de circulação de capitais¹⁶⁵. Perante isto, o Estado Francês acatou a decisão e abdicou da *golden share*.

b) *Partes: Comissão Europeia vs Reino da Bélgica – Processo: C-503/99*

Neste acórdão importava saber se estariam de acordo com o Tratado os direitos inerentes à acção específica (*golden share*) do Reino da Bélgica, na *Société nationale de transport par canalisations SA* e na *Distrigaz SA*.

Os direitos especiais em ambos os casos eram coincidentes e consistiam: i) no dever de notificação prévia ao Ministro da Tutela, para que este se possa opor, de qualquer cessão, afectação a título de garantia ou alteração do destino das canalizações da sociedade que constituam grandes infra-estruturas de transporte interno de produtos energéticos ou de activos estratégicos da sociedade (uma vez que estas operações prejudicariam os interesses nacionais no âmbito da energia); ii) faculdade concedida ao Ministro da Tutela de nomear 2 representantes do Governo para o conselho de administração das sociedades.

A principal crítica da Comissão prendeu-se com a falta do requisito da proporcionalidade, uma vez que a existência de infra-estruturas de transporte poderia ser assegurada não por um direito geral de oposição, mas por uma regulamentação que definisse em termos exactos o comportamento adequado das empresas em causa, isto é, deveria adoptar-se medidas positivas¹⁶⁶. A falta de proporcionalidade e de adequação das medidas não era justificativo para a restrição à liberdade de circulação de capitais.

O Governo Belga contestou argumentando¹⁶⁷: primeiro, a segurança no aprovisionamento do país em energia constituía uma razão imperiosa de inte-

¹⁶⁴ Vejam-se os parágrafos 27.º a 30.º do acórdão.

¹⁶⁵ Vejam-se os parágrafos 48.º, 49.º, 51.º, 52.º e 53.º da decisão.

¹⁶⁶ Veja-se o parágrafo 24.º do acórdão.

¹⁶⁷ Vejam-se os parágrafos 27.º a 32.º do referido acórdão.

resse geral; segundo, estaríamos perante um processo de notificação prévia, com carácter de mera informação das autoridades; terceiro, esta restrição era justificada uma vez que estas empresas constituíam uma posição estratégica, originando uma dependência do país; quarto, não seria possível utilizar outros meios para a obtenção da segurança nacional.

Pela primeira e única vez, o Tribunal de Justiça veio a aceitar os argumentos de um dos Estados, ao invés de reiterar os argumentos da Comissão. De facto, o Tribunal de Justiça considerou que estas *golden shares* detidas pelo Reino da Bélgica constituíam uma restrição justificada à livre circulação de capitais, com base na seguinte ordem de argumentos¹⁶⁸: primeiro, tratava-se de um regime de oposição *à posteriori*, bem diferente dos regimes de aprovação prévia que aconteciam nos demais casos, assim aqui era respeitada a autonomia da decisão da empresa; segundo, existe uma limitação do regime da oposição a apenas determinadas decisões relativas aos activos estratégicos das sociedades, isto é, quando fossem postos em causa os objectivos de política energética e de gás; terceiro, não seria líquido que se poderia ter optado por outra via menos restritiva, como sugerira a Comissão, uma vez que, por exemplo, planificar a celebração de contratos a longo prazo, diversificar as fontes de aprovisionamento ou praticar um sistema de licenças não permite uma reacção rápida e, além disso, uma regulamentação que definisse estritamente o comportamento das empresas do sector seria ainda mais restritivo do que um direito de oposição limitado como o consagrado. Desta forma, o Tribunal de Justiça deu razão ao Governo Belga¹⁶⁹.

A nosso ver, esta decisão levanta-nos algumas dificuldades, especialmente se compararmos com a decisão proferida no caso francês *supra* referido. Tal deve-se essencialmente aos fundamentos do acórdão, ainda que se possa admitir em alguns casos a conformidade das *golden shares* com o Direito da União Europeia. Desde logo, não se compreende ao nível dos efeitos, qual a diferença entre uma aprovação prévia e uma oposição posterior do Governo?¹⁷⁰ No segundo

¹⁶⁸ Vejam-se os parágrafos 46.º a 55.º.

¹⁶⁹ “(...) la Corte ha concluso per la salvezza di una normativa nazionale (Belgio) introdotta con l’obiettivo di garantir la sicurezza dell’approvvigionamento di energia in caso di crisi”. V. SANTONASTASO, Felice, Dalla “golden share” alla “poison pill”: evoluzione o involuzione del sistema?, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 33.3, Maggio-Giugno 2006, pp. 393-397

¹⁷⁰ “Ebbene dov’è la differenza del regime oppositivo rispetto a quello del placet preventivo? L’autonomia privata non viene in entrambi i modi egualmente condizionata?” V. GINEVRI, Andrea Sacco, La nuova golden share: l’amministratore senza diritto di voto e gli altri poteri speciali, in *Giurisprudenza Commerciale*, n.º 32.5, Settembre-Ottobre 2005, p. 711.

caso, em contraposição com o primeiro, formam-se expectativas na esfera de outrem que podem vir a ser frustradas. Parece-nos que este segundo caso é mais penalizador da autonomia privada. De facto, somos da opinião de que uma restrição à liberdade de circulação de capitais não poderá ter-se por justificada apenas devido à respectiva forma. Para nós, a conformidade destas *golden shares*, tal como a do caso francês (ao contrário da decisão do tribunal) está nas razões imperiosas de interesse geral, uma vez que áreas, como a petrolífera ou a energética, são fulcrais na sustentabilidade de um Estado e, por muito que estejamos numa acentuada integração europeia, os Estados não podem ficar à mercê de ataques externos (fora da União Europeia) que possam retirar das suas mãos serviços que só o Estado pode liderar ou, neste caso, controlar no sector privado através de *golden shares*.

c) ***Partes: Comissão Europeia vs República Portuguesa – Processo: C-367/98***

Este foi o primeiro caso sobre *golden shares*, detidas pelo Estado Português, decidida pelo Tribunal de Justiça¹⁷¹. Neste caso, o problema prendia-se com o n.º 3 do artigo 13.º da LQP¹⁷² que estabelecia uma possibilidade de proibição de investidores de outros Estados-Membros de adquirirem mais do que um certo número definido de acções de empresas nacionais, objecto de privatização. Deste modo, o Estado poderia fixar limites à detenção de capital social a entidades estrangeiras em empresas portuguesas a privatizar¹⁷³.

Como seria de prever, a Comissão veio alegar¹⁷⁴ este era um caso de total discriminação entre as entidades portuguesas e as entidades dos demais Estados-Membros, o que desde logo invalidava qualquer tipo de justificação da restrição da liberdade de circulação de capitais, nos termos do artigo 65.º do TFUE.

¹⁷¹ Mais à analisaremos os demais casos (PT e EDP).

¹⁷² “O diploma que operar a transformação poderá ainda limitar o montante das acções a adquirir ou a subscrever pelo conjunto de entidades estrangeiras ou cujo capital seja detido maioritariamente por entidades estrangeiras, bem como fixar o valor máximo da respectiva participação no capital social e correspondente modo de controlo, sob pena de venda coerciva das acções que excedam tais limites, ou perda do direito de voto conferido por essas acções, ou ainda de nulidade de tais aquisições ou subscrições, nos termos que forem determinados.”

¹⁷³ Isto parece demonstrar que não estamos perante um caso de *golden shares stricto sensu* como temos vindo a analisar, uma vez que não estamos perante a investidura do Estado de poderes de nomeação de administradores ou de um direito de veto de certas deliberações. Estamos “apenas” perante um controlo do capital social das empresas a privatizar.

¹⁷⁴ Veja-se o parágrafo 24.º.

Perante isto, o Governo Português tentou passar a ideia de que se deveria interpretar esta disposição apenas no sentido de se referirem aos investidores de outros Estados que não Estados-Membros, isto é, países terceiros em relação à União Europeia¹⁷⁵.

O Tribunal de Justiça não teve quaisquer dúvidas em pronunciar que esta disposição constituía um tratamento desigual de nacionais de outros Estados-Membros, sendo uma medida discriminatória e desconforme as regras do Tratado¹⁷⁶. Condenando, assim, o Estado português¹⁷⁷. O Governo Português acatou a decisão e procedeu à revogação do n.º 3 do artigo 13.º da LQP. Não podia ser de outra forma.

iii) *Acórdãos de 13 de Maio de 2003: a) Partes: Comissão Europeia vs Reino de Espanha – Processo: C-463/00*

Neste acórdão tratava-se de saber se estaria conforme o Tratado o regime de autorização administrativa prévia relativo a empresas privatizadas estabelecido pelo Governo Espanhol. Isto é, este consagrou a vigência de um regime administrativo de prévia alienação de participações sociais públicas.

Para a Comissão, subordinar certos actos a uma autorização administrativa prévia é totalmente violador do princípio de livre circulação de capitais. Razões de natureza económica e administrativa não podem constituir uma razão imperiosa de interesse geral que justifique a restrição desta liberdade. Por outro lado, este não seria um processo transparente, pois não se estabeleciam as condições de concessão de autorização¹⁷⁸.

Para o Governo Espanhol a livre circulação de capitais não seria restringida, visto que este regime de autorização administrativa prévia não teria por intuito

¹⁷⁵ Veja-se o parágrafo 29.º.

¹⁷⁶ Vejam-se os parágrafos 41.º e 42.º.

¹⁷⁷ Este acórdão ainda se debruçou sobre outra questão em que se sujeitava à autorização prévia da República a aquisição de uma participação que ultrapassasse um dado nível em certas empresas nacionais, previsto no Decreto-Lei n.º 390/93, de 15 de Novembro. Apesar de o tribunal ter aceite os argumentos portugueses de que não existia qualquer tipo de discriminação, aplicando-se a nacionais e não-nacionais, não foi sensível aos argumentos de razões imperiosas de interesse geral, pois o Estado deveria de intervir no processo de reprivatização de modo adequado com vista a salvaguardar o seu interesse financeiro. De facto, o Tribunal alegou que o interesse financeiro não poderia ser fundamento que justificasse a restrição da livre circulação de capitais. Vejam-se os parágrafos 30.º a 32.º e 51.º e 52.º do referido acórdão.

¹⁷⁸ Vejam-se os parágrafos 32.º a 36.º do acórdão.

limitar o acesso dos capitais vindos de outros Estados-Membros aos mercados financeiros do país. Assim, este regime justificava-se por razões imperiosas de interesse geral, ligadas ao interesse estratégico e à necessidade de garantir a continuidade destes serviços¹⁷⁹.

Perante este argumento do Governo Espanhol, o Tribunal de Justiça chama à atenção para o facto de a empresa *Tabacalera SA* (produtora de tabaco) e o grupo *Corporación Bancaria de España SA* (grupo de bancos comerciais) – duas entidades envolvidas neste processo – não constituírem entidades que forneçam serviços públicos¹⁸⁰. Logo não se verificavam quaisquer razões imperiosas de interesse geral. Por outro lado, tal já aconteceria relativamente aos sectores do petróleo, telecomunicações e electricidade, onde por razões de ordem pública seria possível justificar o entrave à livre circulação de capitais. Porém, por falta de proporcionalidade, de transparência e de segurança jurídica, o Tribunal de Justiça condenou o Governo Espanhol¹⁸¹. Este de modo célere e diligente deu cumprimento a tal decisão.

b) *Partes: Comissão Europeia vs. Reino Unido da Grã-Bretanha e Irlanda do Norte – Processo: C-98/01*

Neste caso, o objectivo era analisar se seriam compatíveis com o Tratado os direitos especiais do Reino Unido inerentes à acção específica (*golden share*) que este detinha na sociedade *British Airports Authority plc*.

Estes direitos especiais, que estavam previstos nos estatutos, consistiam: i) na limitação da possibilidade de serem adquiridas acções com direito de voto na sociedade; ii) no processo de autorização relativo à cessão de activos da sociedade.

Para a Comissão, este era um caso de restrição injustificada da liberdade de circulação de capitais, visto que se tornava menos atractivo o exercício dessa liberdade. Além disso, estas disposições conferiam um poder discricionário ao Estado, limitando que outros accionistas participassem na gestão da sociedade¹⁸².

Para o Reino Unido esta argumentação não tinha sentido, visto que os problemas só se colocavam se houvesse uma venda de activos e como não existia

¹⁷⁹ Vejam-se os parágrafos 43.º e 44.º do referido acórdão.

¹⁸⁰ Veja-se o parágrafo 70.º do acórdão.

¹⁸¹ Vejam-se os parágrafos 71.º, 73.º a 75.º e 78.º do acórdão.

¹⁸² Vejam-se o parágrafo 20 a 23.º.

uma obrigatoriedade de venda de activos, não podia haver violação do princípio da livre circulação dos capitais, antes de os activos serem colocados no mercado¹⁸³.

No entanto, o entendimento do Tribunal de Justiça foi peremptório ao decidir que esta era uma clara situação que era susceptível de dissuadir os investidores de outros Estados-Membros de ali investirem o seu capital, condicionando o mercado¹⁸⁴.

Perante isto, o Reino Unido acatou a decisão e abdicou da *golden share*.

iv) Acórdão de 2 de Junho de 2005 – Partes: Comissão Europeia vs República Italiana – Processo: C-174/04

Estava, neste caso, em causa saber da compatibilidade com o Tratado, da medida, estabelecida pela Itália, que previa a suspensão automática dos direitos de voto inerentes às participações que excedessem o limite de 2% do capital social das sociedades que operassem nos sectores da electricidade e do gás.

Para a Comissão, esta medida “introduz um certo tratamento diferenciado e restritivo dos investimentos efectuados por uma categoria particular de investidores e obsta, portanto, à livre circulação de capitais na Comunidade”¹⁸⁵. Assim, verificava-se claramente um efeito dissuasor de investimentos naquele mercado.

O Governo Italiano defendeu, por outro lado, que esta medida era o único instrumento que permitia evitar que o mercado nacional fosse objecto de ataques especulativos anticoncorrenciais por parte de empresas públicas de outros Estados-Membros. Além disso, esta medida teria carácter temporário, isto é, vigoraria até que se realizasse um mercado interno plenamente liberalizado nos sectores do gás e da electricidade. Ainda assim, esta medida só se aplicaria às empresas públicas que gozassem no seu mercado nacional de uma posição dominante¹⁸⁶.

O Tribunal de Justiça refutou estes argumentos e deu razão à Comissão¹⁸⁷. Para o tribunal o Governo Italiano nunca conseguira demonstrar a indispensabilidade desta medida e nem sequer demonstrara porque é esta medida indispensável para assegurar o aprovisionamento de energia no país.

¹⁸³ Veja-se o parágrafo 30.º.

¹⁸⁴ Veja-se o parágrafo 47.º do acórdão.

¹⁸⁵ Veja-se o parágrafo 11.º do acórdão.

¹⁸⁶ Vejam-se os parágrafos 19.º, 21.º e 22.º do referido acórdão.

¹⁸⁷ Vejam-se os parágrafos 40.º e 41.º do acórdão.

v) ***Acórdão de 28 de Setembro de 2006 – Partes: Comissão Europeia vs Reino dos Países Baixos – Processos: C-282/04 e C-283/04***

Neste acórdão, o problema colocado era o de se saber se os direitos especiais contidos nos estatutos das sociedades *Koninklijke KPN NV* e da *TNT Post Groep NV* em favor do Estado Holandês seriam conforme o Tratado.

Estes direitos especiais concediam ao Estado um poder de aprovação prévia de certas decisões dos órgãos de ambas as sociedades, relativamente a matéria de: resgate e cedência da acção privilegiada, limitação ou supressão do direito de preferência dos accionistas, fusão e cisão, distribuição de dividendos, dissolução da sociedade, alteração do contrato de sociedade, entre outros¹⁸⁸.

A Comissão considerou que estávamos perante uma constituição de obstáculos injustificados à livre circulação de capitais, uma vez que estas medidas, mesmo que visassem a protecção de um interesse geral, eram desproporcionadas¹⁸⁹.

O Estado Holandês argumentou que estas medidas não desencorajavam os investimentos, visto que não seriam susceptíveis de dissuadir os investidores de adquirir participações nessas sociedades. Deste modo, a *golden share* era justificável com base em razões imperiosas e de interesse geral: a garantia do serviço postal universal¹⁹⁰.

Todavia, a decisão do Tribunal de Justiça foi ao encontro das pretensões da Comissão e condenou o Estado Holandês, uma vez que as acções privilegiadas em causa atribuíam ao Estado uma influência na gestão e controlo destas sociedades que era injustificada pela dimensão do seu investimento, visto que era “mais importante do que aquela que a sua participação ordinária normalmente lhe permitiria obter”¹⁹¹, conduzindo a uma diminuição da atractividade do investimento nestas sociedades.

Perante isto, o Estado Holandês acatou a decisão e abdicou da *golden share*.

¹⁸⁸ Veja-se a lista bem extensa dos direitos especiais em causa no parágrafo 9.º do acórdão.

¹⁸⁹ Veja-se o parágrafo 15.º.

¹⁹⁰ Vejam-se os parágrafos 16.º e 17.º.

¹⁹¹ Vejam-se os parágrafos 21.º a 24.º e 32.º a 39.º.

vi) **Acórdão de 23 de Outubro de 2007 – Partes: Comissão Europeia vs República Federal da Alemanha – Processo: C-112/05**

Nesta situação, cabia analisar se determinadas regras que surgiram aquando da privatização da *Volkswagen*¹⁹² seriam conforme o Tratado.

As regras estabeleciam: i) uma limitação do direito de voto a um máximo de 20%; ii) fixação de uma minoria de bloqueio de 20%; iii) a possibilidade conferida à República Federal da Alemanha e ao Land da Baixa Saxónia de nomear dois membros do conselho geral e de supervisão da sociedade.

A Comissão alegou que estávamos perante uma restrição injustificada da livre circulação de capitais, uma vez que estas medidas eram susceptíveis de dissuadir os investimentos directos na sociedade¹⁹³.

Para o Governo Alemão, estas medidas visavam sobretudo conjugar objectivos de política industrial com objectivos de política social, regional e económica, através de um justo equilíbrio de poderes que tenham em conta os interesses dos trabalhadores da *Volkswagen* e com vista a proteger os seus accionistas minoritários¹⁹⁴.

O Tribunal de Justiça aderiu aos argumentos da Comissão e defendeu que estas medidas permitiam limitar a possibilidade de outros accionistas participarem na sociedade para criarem laços económicos duradouros e directos e dissuadia os investimentos directos de outros Estados-Membros no capital dessa sociedade¹⁹⁵.

No entanto, o Governo Alemão ainda não acatou a decisão do tribunal, mantendo a *golden share*.

¹⁹² Sobre os antecedentes desta emblemática privatização, cf., ZUMBANSEN, Peer e SAAM, Daniel, *The ECJ, Volkswagen and European Corporate Law: Reshaping the European Varieties of Capitalism*, in *Comparative Research in Law and Political Economy*, vol. 3, n.6, 2007, disponível em: <http://ssrn.com/abstractid=1030652>, pp. 9-14; RINGE, Wolf-Georg, *The Volkswagen Case and the European Court of Justice*, in *Common Market Law Review*, vol. 45, 2008, pp. 537-544, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1153383>, p. 538

¹⁹³ Veja-se o parágrafo 9.º.

¹⁹⁴ Veja-se o parágrafo 70.º.

¹⁹⁵ Veja-se o parágrafo 66.º do acórdão.

vii) ***Acórdão de 6 de Dezembro de 2007 – República Italiana – Processos: C-463/04 e C-464/04***¹⁹⁶

Neste acórdão estava em causa saber se seria conforme o Tratado o artigo 2449.º do Código Civil Italiano que estabelecia a possibilidade de os estatutos de uma sociedade anónima conferirem ao Estado ou a um organismo público detentor de uma participação nessa sociedade o poder de nomear directamente um ou mais membros do conselho de administração desta¹⁹⁷.

No seguimento das decisões anteriores, o Tribunal de Justiça declarou que o disposto no artigo em causa consistia numa limitação ao princípio da liberdade do movimento de capitais consagrado no Tratado. De facto, o disposto neste artigo permitia que os accionistas públicos beneficiassem da possibilidade de participar na actividade do conselho de administração de uma sociedade anónima de uma forma mais significativa do que a sua qualidade de accionista normalmente o permitiria, sendo que os accionistas públicos teriam a possibilidade de exercerem uma influência que excede o investimento em causa¹⁹⁸. Desta forma, existia uma limitação da possibilidade de outros accionistas participarem na sociedade e com esta criarem e manterem laços económicos duradouros, dando-se um efeito dissuasor de investimentos na sociedade¹⁹⁹.

viii) ***Acórdão de 14 de Fevereiro de 2008 – Partes: Comissão Europeia vs Reino de Espanha – Processo: C-274/06***

Neste acórdão, estamos perante uma análise da conformidade com o Tratado de uma disposição legal espanhola²⁰⁰ que limita o direito de voto às acções

¹⁹⁶ A génese deste acórdão é diferente em relação aos acórdãos já analisados, na medida em que não estamos perante uma decisão do Tribunal de Justiça derivada de uma actuação da Comissão no sentido de condenação do Estado em causa, mas, por outro lado, numa situação em que o Tribunal é chamado a pronunciar-se em relação a algumas questões prejudiciais que lhe foram submetidas pelo *Tribunale amministrativo regionale per la Lombardia* (Itália), referente aos processos: *Federconsumatori, Adiconsum, ADOC, Ercole Pietro Zucca* (C-463/04) e *Associazione Azionariato Dif-fuso dell’AEM SpA, Filippo Cuccia, Giacomo Fracapane, Pietro Angelo Puggioni, Annamaria Sanchirico, Sandro Sartorio* (C-464/04) contra *Comune di Milano*.

¹⁹⁷ “Se o Estado ou outros organismos públicos detiverem acções numa sociedade anónima, os estatutos podem conferir-lhes poderes para nomear um ou mais administradores ou fiscais ou membros do órgão de fiscalização (...).”

¹⁹⁸ Vejam-se os parágrafos 23.º e 24.º do acórdão.

¹⁹⁹ Veja-se o parágrafo 29.º do acórdão.

²⁰⁰ Vigésima sétima disposição adicional da Lei 55/1999, de 29 de Dezembro, com a nova redacção dada pelo artigo 94.º da Lei 62/2003, de 30 de Dezembro de 2003.

detidas por entidades públicas nas sociedades espanholas que operam no sector energético.

Não obstante a argumentação proferida pelo Estado Espanhol²⁰¹, com vista a demonstrar que esta medida era justificada e adequada à segurança do abastecimento energético, na medida em que afectaria gravemente o sistema energético espanhol que entidades públicas que não operam num mercado competitivo no seu país de origem pudessem, sem controlo, realizar aquisições nesse sector em Espanha, o Tribunal de Justiça aderiu à posição defendida pela Comissão, no sentido de que esta disposição constituía uma restrição injustificada da livre circulação de capitais, visto que não seria pelo facto de as entidades que adquirissem uma participação significativa serem controladas por uma administração pública que se verificaria um risco adicional para a segurança do abastecimento energético, isto é, esta medida não era a adequada para que se garantisse a segurança do abastecimento energético²⁰².

ix) Acórdão de 17 de Julho de 2008 – Partes: Comissão Europeia vs Reino de Espanha – Processo: C-207/07

Neste caso, importava saber-se se estaria de acordo com o Tratado alguma legislação espanhola²⁰³ que submetia à autorização prévia da Comissão Nacional de Energia a aquisição de participações em empresas ligadas ao sector da energia.

Apesar da argumentação desenvolvida pelo Estado Espanhol, no sentido de que um regime de autorização prévia, apesar de ser restrição à liberdade de circulação de capitais, oferece mais segurança jurídica de que um regime de controlo *ex post* e que se fundamenta na garantia da segurança do fornecimento energético²⁰⁴, o Tribunal de Justiça aderiu ao defendido pela Comissão, no sentido de que existe uma restrição injustificada à livre circulação de capitais, uma vez que²⁰⁵: i) tem um efeito dissuasor no investimento que outros Estados-membros poderiam estar interessados em efectuar, visto que se limita a aquisição das participações nessas sociedades; ii) a mera aquisição de uma participação não constitui uma ameaça real e suficientemente grave à segurança do for-

²⁰¹ Vejam-se os parágrafos 31.º a 34.º.

²⁰² Vejam-se os parágrafos 35.º a 55.º do acórdão.

²⁰³ Especialmente o constante do Decreto-Lei n.º 4/2006, de 24 de Fevereiro, que veio alterar a Lei 34/1998, de 7 de Outubro.

²⁰⁴ Vejam-se os parágrafos 21.º e 27.º.

²⁰⁵ Vejam-se os parágrafos 39.º, 48.º a 52.º, 54.º, 55.º e 57.º.

necimento energético; iii) a medida em causa é desproporcional em relação ao fim que se pretende obter.

Até hoje, Espanha não acatou a decisão do tribunal e adivinham-se novos processos.

x) ***Acórdão de 26 de Março de 2009 – Partes: Comissão Europeia vs República Italiana – Processo: C-326/07***

Neste caso, importava saber se seria conforme o Tratado disposições que estabeleçam critérios para o exercício dos direitos especiais detidos pelo Estado em empresas privadas.

De facto, o Decreto-Lei n.º 332/1994, de 31 de Maio, consagrou os seguintes direitos especiais²⁰⁶: i) Oposição à aquisição por investidores de participações que representem, pelo menos, 5% dos direitos de voto ou uma percentagem inferior fixada pelo Governo; ii) Oposição à celebração de pactos ou de acordos entre accionistas que representem, pelo menos, 5% dos direitos de voto ou uma percentagem inferior fixada pelo Governo; iii) Veto das decisões de dissolução da sociedade, de fusão, de cisão, de transferência da sede social para o estrangeiro, de alteração do objecto social ou dos estatutos, que suprimam ou modifiquem os direitos especiais; iv) Nomeação de um administrador sem direito de voto. Desta forma, o Decreto de 2004, de 10 de Junho, no seu artigo 1.º, estabelecia que tais direitos só seriam exercidos quando se verificassem motivos relevantes de interesse geral, relativos à ordem pública, à segurança pública, à saúde pública e à defesa, e na medida proporcionada à protecção desses interesses²⁰⁷.

Na óptica da Comissão²⁰⁸, esta fixação dos critérios não era suficientemente determinada ou determinável, isto é, os potenciais investidores não conseguiam conhecer as situações concretas em que os direitos especiais podiam ser exercidos. Não era afastado o efeito dissuasor de investimentos que este tipo de direitos acarreta.

Apesar de o Estado Italiano²⁰⁹ defender que não seria possível determinar com mais exactidão as condições de exercícios destes direitos e, invocando o

²⁰⁶ BEKKUM, Jaron Van, *Golden Shares: A New Approach*, in *European Company Law*, vol. 7, n. 1, 2010, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1684030>, pág.2.

²⁰⁷ No n.º 2 do mesmo artigo são enumerados inúmeras situações que podem levar ao exercício dos direitos especiais.

²⁰⁸ Vejam-se os parágrafos 11.º a 19.º.

²⁰⁹ Vejam-se os parágrafos 20.º a 27.º.

princípio da subsidiariedade, que é a legislação nacional que está mais vocacionada para regulamentar questões que interajam com interesses vitais do Estado, o tribunal²¹⁰ aderiu à posição da Comissão, referindo que tais critérios foram elaborados sob uma formulação geral e imprecisa, não existindo um nexo entre os critérios e os poderes, sendo que tal conduziria a um exercício dicionário de tais direitos²¹¹. Perante isto, o Estado Italiano ainda não acatou a decisão do tribunal.

3.3. Síntese conclusiva da análise das decisões

Como ficou demonstrado, em todos estes casos, o Tribunal de Justiça considerou que as *golden shares* detidas pelos Estados comportavam uma restrição ao princípio da livre circulação de capitais, uma vez que tornavam menos atractivo o investimento dos demais Estados da União Europeia naquelas sociedades.

Além disso, exceptuando o caso Belga, o Tribunal de Justiça considerou que estas restrições ao princípio da livre circulação de capitais eram injustificadas, não cabendo na previsão da alínea b) do artigo 65.º do TFUE. A este nível, o Tribunal recusou, em regra, os argumentos dos Estados quanto à ordem pública (uma vez que só eram alegados motivos económicos), à segurança pública (em nenhum dos casos estávamos perante um caso grave e real) e quanto às tais razões imperiosas de interesse geral (que segundo o Tribunal naqueles casos não se verificavam).

Neste contexto, estas decisões são provam que, nesta matéria, a jurisprudência deste tribunal encontra-se sólida, no sentido de que se deve considerar injustificada a detenção destes direitos, salvo em casos excepcionais. É possível retirar os critérios que, caso se verifiquem, poderão justificar uma restrição à livre circulação de capitais.

Assim, a existência de *golden shares* não será incompatível se²¹²:

²¹⁰ Importa aqui referir que neste acórdão existe uma clara mudança de paradigma no que reporta-se à verificação da conformidade dos direitos especiais com os princípios dos Tratados. Isto é, ao contrário do que vinha acontecendo, neste caso o tribunal estabelece que a questão envolvendo o direito de veto deve ser apenas analisada no exclusivo domínio do princípio da liberdade de estabelecimento e não da livre circulação de capitais. Para maior aprofundamento, vejam-se os parágrafos 56.º a 74.º do acórdão e, ainda, BEKKUM, Jaron Van, *Golden Shares: A New Approach*, in *European Company Law*, vol. 7, n. 1, 2010, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1684030>, pp.4-6.

²¹¹ Vejam-se os parágrafos 40.º a 45.º.

²¹² Sobre este ponto V. RODRIGUES, Nuno Cunha, *As “Golden-Shares” no direito português*, in “Direito dos Valores Mobiliários”, Separata do Volume VII, Coimbra Editora, 2007, pp. 205-207;

i) ***Não for discriminatória***

Isto é, de harmonia com o princípio da não discriminação, a titularidade das *golden share*, por via dos direitos especiais em si consignados, devem afectar tanto nacionais como não-nacionais de modo indistinto. Assim, não deve haver discriminação em razão da nacionalidade²¹³.

ii) ***For justificada por razões previstas expressamente no Tratado ou por razões imperiosas de interesse geral***

A detenção de *golden shares* deve estar justificada na alínea b) do n.º 1 do artigo 65.º do TFUE, no sentido de a sua existência se dever a requisitos de ordem pública (que não sejam motivos económicos apenas) e de segurança pública (perante uma situação de ameaça real e suficientemente grave).

Para além disso, pode justificar-se em questões de interesse geral, questão que parece estar ligada com a política económica e social do país, mas que até agora não teve uma aceitação prática pelo tribunal.

iii) ***For adequada a garantir a realização dos objectivos prosseguidos***

Este é um critério de proporcionalidade, onde, por um lado, a restrição utilizada deve ser a mais adequada ao objectivo do Estado²¹⁴ (*critério da adequação*) e, por outro lado, essa medida que consubstancia a restrição deve ser necessária, não ultrapassando o necessário para se atingir o objectivo em causa (*critério da necessidade*).

do mesmo autor, “*Golden shares*”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, pp. 322-330; CÂMARA, Paulo, *The end of the “Golden” age of privatisations? – The recent ECJ decisions on Golden shares*, in *European Business Organization Law Review* 3, 2002, pp. 506-508; GAYDARSKA, Nadia e RAMMELOO, Stephan, *The Legality of the “golden share” under EC Law*, in *Maastricht Working Papers Faculty of Law*, vol.5, n.9, Maastricht University, 2009, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1426077>, pp.14-15 e SANTONASTASO, Felice, *La “saga” della “golden share” tra libertà di movimento di capitali e libertà di stabilimento*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 34.3, Maggio-Giugno 2007, pp. 320-328.

²¹³ Recorde-se que foi pela não verificação deste requisito que o Tribunal condenou Portugal em 2002, visto que o anterior n.º 3 do artigo 13.º da LQP previa a possibilidade de se proibir que investidores de outros Estados pudessem adquirir mais do que um número limitado de acções nas empresas a privatizar.

²¹⁴ Que, como relembramos, verificou-se no caso belga, segundo o Tribunal de Justiça.

Deste modo, impõe-se a ponderação de medidas alternativas e a verificação da existência de outra medida tão eficaz e menos lesiva.

iv) *A sua utilização não for discricionária*

Deve haver uma fundamentação e uma fiscalização da utilização da *golden share*. Isto será obtido através de uma tipificação dos casos em que pode e deve ser utilizada com vista a não cairmos no campo do arbitrário.

Desta forma, deve estar bem claro, na lei ou nos estatutos das sociedades, os casos específicos em que a *golden share* pode ser utilizada e as circunstâncias excepcionais em que tal deve acontecer, com vista a defender interesses de ordem nacional. Isto de forma a que também seja susceptível de um controlo jurisdicional eficaz por parte de órgãos jurisdicionais nacionais e da União Europeia.

4. Golden Shares em Portugal

4.1. Enquadramento Legal

Como já referido inúmeras vezes *supra*, a titularidade de participações sociais públicas minoritárias visa a prossecução de interesse público e a salvaguarda de interesses de carácter geral. Isto é, o principal objectivo da criação de *golden shares*, não é tão só consagrar um desejo de intervir nas empresas privatizadas porque assim é possível controlar a sua gestão, mas também é defender os sectores essenciais onde essas empresas exploram a sua actividade, de modo a que ataques externos e atitudes de puro “egoísmo empresarial” não conduzam à degradação social e económica da sociedade civil. É com o intuito de manter em actividade serviços públicos, estabilizar a economia e de ir controlando os processos de privatização (por regra, são longos, visto que são feitos de faseadamente), que um Estado cria as *golden shares*.

Além disso, como também já referimos, em Portugal, esta situação surgiu quando, após um desenfreado período de nacionalizações, o Estado Português deu início a um processo vasto de privatizações e reprivatizações, essencialmente na década de 90. Aliás, foi no início dessa década que entrou em vigor a LQP, após a revisão constitucional de 1989 que aboliu o princípio da irreversibilidade das nacionalizações.

Posto isto, em Portugal, por via legislativa, são reconhecidos, a título excepcional, privilégios ao Estado nas empresas privatizadas ou reprivatizadas. O fun-

damento legal para a criação das *golden shares* consta, como já foi referido, na LQP²¹⁵. As *goldens shares* têm de ser criadas de harmonia com o artigo 15.º da LQP.

Este artigo concede ao Estado a possibilidade de serem criados direitos especiais que concedam a hipótese de este, enquanto accionista minoritário, controlar a actividade e a gestão das empresas a privatizar ou a reprivatizar. Estes tipos de direitos são enquadráveis em duas categorias: i) a possibilidade de nomeação de um administrador – n.º 1²¹⁶; ii) a atribuição de um direito de veto relativamente a deliberações sobre assuntos cruciais da vida da sociedade (alterações do contrato de sociedade e outras que estejam tipificadas nos estatutos) – n.º 3²¹⁷. É esta segunda situação que corresponde tipicamente a uma *golden share stricto sensu*, visto que permite a intervenção do Estado, na qualidade de accionista, em assuntos tipificados nos estatutos, quando esteja em causa o interesse nacional, enquanto a primeira reflecte a necessidade do Estado fiscalizar a gestão da sociedade²¹⁸.

Desta forma, a lei portuguesa admite a criação de *golden shares* em empresas reprivatizadas ou privatizadas, sendo que o fundamento legal que concede essa possibilidade é o artigo 15.º da LQP (constitui mesmo uma permissão genérica), mais especificamente, o seu n.º 3. Contudo, note-se que este fundamento legal frisa explicitamente que as *golden shares* apenas podem ser criadas a título excepcional, sempre que razões de interesse nacional assim o exijam.

Analise agora as *golden shares* que recentemente eram tituladas pelo Estado Português.

²¹⁵ Recorde-se a querela exposta *supra* sobre o facto de as *goldens shares* não serem reconduzíveis ao prescrito no artigo 24.º do CSC.

²¹⁶ “1 – A título excepcional, e sempre que razões de interesse nacional o requeiram, o diploma que aprovar os estatutos da empresa a reprivatizar poderá prever, para garantia do interesse público, que as deliberações respeitantes a determinadas matérias fiquem condicionadas a confirmação por um administrador nomeado pelo Estado.”

²¹⁷ “3 – Poderá ainda o diploma (...), prever a existência de acções privilegiadas, destinadas a permanecer na titularidade do Estado, as quais, independentemente do seu número, concederão direito de veto quanto às alterações do pacto social e outras deliberações respeitantes a determinadas matérias, devidamente tipificadas nos mesmos estatutos.”

²¹⁸ Contudo, ao contrário do que defende CUNHA RODRIGUES, apesar de apenas o n.º 3 se referir explicitamente a “acções privilegiadas”, parece-nos que ambas as realidades enquadram situações reconduzíveis a *golden shares*, uma vez que a possibilidade de nomear um administrador é um dos poderes especiais típicos inseridos nas *golden shares* actuais, como se analisará adiante. V. RODRIGUES, Nuno Cunha, “Golden shares”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, pp. 351-352.

4.2. *Análise das golden shares (anteriormente) detidas pelo Estado Português e da sua conformidade com o Direito da União Europeia*

Até há muito pouco tempo, o Estado português era titular de 3 *golden shares*²¹⁹ nas sociedades Portugal Telecom, Energias de Portugal e Galp Energia. Todavia, devido ao recente acordo de pedido de ajuda externa assinado entre o Governo Português e a *Troika* (Fundo Monetário Internacional, do Banco Central Europeu e da Comissão Europeia) a realidade alterou-se e o Governo viu-se obrigado a eliminar os direitos especiais do Estado enquanto accionista nestas empresas. Assim o fez através do recente Decreto-Lei n.º 90/2011, de 25 de Julho, que revogou de todos os artigos dos decretos-lei que concediam ao Estado tais direitos. Também os estatutos destas sociedades foram alterados, por deliberação das assembleias gerais, para a eliminação de tais direitos.

Não obstante da recente eliminação, iremos analisar cada uma dessas *golden shares*, com vista a tentar entender esta figura e o porquê da sua recente extinção, tendo por critérios de análise 3 vectores: os direitos especiais aí criados, a sua recondução à figura de *golden share* e a sua conformidade com o Direito da União Europeia.

4.2.1. Portugal Telecom, SGPS S. A. – PT

O processo de privatização da PT demorou cerca de 5 anos, iniciando-se em 1995, num época em que o Estado já tinha começado a reestruturar todo o sector das telecomunicações, e concluindo-se em 2000. O processo comportou 5 fases e tinha por objectivo reduzir o peso do sector público empresarial, além da convicção de que tal era indispensável para a sobrevivência de um operador nacional de telecomunicações.

Assim, em 1995, entrou em vigor o Decreto-lei 44/95 de 22 de Fevereiro que regulava a 1.ª fase de privatização da PT²²⁰. No seu n.º 1 do artigo 20.º

²¹⁹ No entanto, é pertinente referir que existe quem entenda que haverá uma outra *golden share* na titularidade do Estado: na empresa REN. Cf., BRAZ, Manuel Poirier, *Sociedades Comerciais e Direitos Especiais*, Livraria Petrony, Lisboa, 2010, pág.100.

²²⁰ Na 1.ª fase de privatização deu-se a passagem para o sector privado de 51,8 milhões de acções (cerca de 27% do capital). Na 2.ª fase, em 1996, elevou-se a participação a 49% (93, 1 milhões de acções). Na 3.ª fase, em 1997, o capital da empresa nas mãos de privados já ascendia aos 75%. Por fim, nas últimas duas fases, em 1999 e 2000, a empresa ficou praticamente privatizada, excepto as 500 acções que, ainda hoje, permanecem na posse do Estado.

previa-se a possibilidade de existência de direitos especiais²²¹. Contudo, era alvo de discussão se estaríamos perante uma situação de *golden share*, fundada no n.º 3 do artigo 15.º da LQP, ou se, por outro lado, estaríamos perante direitos especiais tal como configurados no artigo 24.º do CSC. A nosso ver, parecemos claro que estávamos perante um permissão à criação de direitos especiais reconduzíveis a uma *golden share* nos estatutos da sociedade, uma vez que a *ratio* do próprio decreto-lei é separar o Estado de quaisquer outros accionistas²²².

221 “1 – Se o contrato de sociedade da Portugal Telecom previr a existência de acções a que correspondam direitos especiais, salvo o caso de acções com direito a dividendo prioritário, essas acções serão obrigatoriamente detidas, em maioria, pelo Estado ou outros entes públicos.” – Artigo recentemente revogado pelo Decreto-Lei, já referido, que põe fim nas *golden shares*.

222 NUNO CUNHA RODRIGUES defendia que se tratavam de direitos especiais do artigo 24.º do CSC (uma vez que o artigo 20.º referia-se a todos os direitos especiais, “salvo o caso das acções com direito a dividendo prioritário” e tal disposição permitia a detenção de direitos especiais por outros entes públicos que não o Estado ou até, em minoria, por entes privados, o que iria em confronto com o n.º 3 do artigo 15.º da LQP que estipula a regra de as *golden shares* estarem na titularidade do Estado, não sendo possível a sua detenção por entidades privadas. Cf., o seu, “Golden shares”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, 2004, p.367.) Já PEDRO DE ALBUQUERQUE e MARIA DE LURDES PEREIRA entendiam que estávamos perante a figura da *golden share* (pois o artigo 20.º impunha que as acções com direitos especiais deveriam manter-se maioritariamente na titularidade do Estado ou de outros entes públicos, isto é, o Estado não deveria alienar as acções enquanto não fosse operada a sua transformação em acções ordinárias, e tal está de acordo com o n.º 4 do artigo 24.º do CSC. Cf., o seu *As “golden shares” do Estado português em empresas privatizadas: limites à sua admissibilidade e exercício*, 2006, pp. 54-56). Aproximamo-nos desta segunda posição, apesar de defendermos um fundamento diferente, uma vez que, ao contrário dos autores, partimos da ideia de que as *golden shares* são uma realidade excepcional em relação ao CSC. De facto, a previsão do artigo 20.º parecia conceder a possibilidade de entes privados, em minoria, serem titulares de direitos especiais, o que seria contrastante com a ideia de as *golden shares* terem na sua particularidade o facto de serem detidas pelo Estado. Parece-nos que tal artigo deve ser devidamente interpretado, não se podendo dar uma elevada ênfase à interpretação literal, descurando a sua *ratio*. O artigo refere “acções serão obrigatoriamente detidas, em maioria, pelo Estado ou por outros entes públicos”, mas tal não será o suficiente para rejeitarmos a ideia de estarmos perante uma *golden share*. De facto, havia um claro intuito na lei e nos estatutos (que repetiam a expressão “maioritariamente”), de conferir aquelas acções à titularidade do Estado enquanto Estado e não ao Estado “enquanto um qualquer accionista”, sendo que este preceito é semelhante ao previsto nos estatutos e nestes o próprio NUNO C. RODRIGUES assume que estamos perante acções privilegiadas. Não vemos razões para discrepâncias de interpretação. Por outro lado, se o próprio decreto-lei quisesse apenas conceder a possibilidade de o Estado ser titular de direitos especiais reconduzíveis ao artigo 24.º do CSC porque haveria de prever essa possibilidade? Os simples direitos especiais que podem ser atribuídos a quaisquer accionistas não precisam de uma permissão legal anterior, a única exigência é que conste do contrato de sociedade (relembre-se o n.º 1 do artigo 24.º) nessa medida este artigo 20.º seria completamente inútil.

Nesta medida, os próprios Estatutos da PT conferiam ao Estado um conjunto de direitos especiais que eram reconduzíveis à figura da *golden share*²²³, uma vez que eram atribuídos especificamente ao Estado que até detinha uma participação minoritária²²⁴.

Esses direitos especiais consistiam na atribuição de direitos de veto²²⁵: i) Sobre as deliberações sobre a eleição da mesa da Assembleia Geral, Presidente da Comissão de Auditoria e do Revisor Oficial de Contas – *primeira parte do n.º 2 do artigo 14.º*; ii) Sobre deliberações da Assembleia Geral – *segunda parte do n.º 2 do artigo 14.º*²²⁶ – respeitantes a (*n.º 1 do artigo 15.º*): aplicação dos resultados do exercício [*alínea c*)], alterações de estatutos, aumentos de capitais, limitação/supressão do direito de preferência (*alínea d*)], emissão de obrigações ou outros valores mobiliários [*alínea e*)], autorizações sobre mudança de sede [*alínea f*] em conjugação com o *n.º 2 do artigo 2.º*], autorizações para que accionistas que exerçam actividade concorrente com a actividade desenvolvida pelas sociedades em relação de domínio com a PT possam ser titulares de acções ordinárias que representam mais de 10% do capital social [*alínea f*] em conjugação com o *n.º 1 do artigo 9.º*], aprovação de objectivos gerais e princípios fundamentais das políticas da Sociedade [*alínea i*)] e definição dos princípios gerais

²²³ Como vimos, NUNO CUNHA RODRIGUES tem uma opinião contrária à nossa, defendendo que estamos perante os direitos especiais do artigo 24.º, sendo que os direitos especiais que os estatutos da PT previam para o Estado, enquanto configurando uma *golden share*, não estariam justificados em acto legislativo anterior como estipula o *n.º 1 do artigo 15.º* da LQP, assim, face a essa inexistência de diploma legal habilitante a consagração de *golden shares* nos estatutos padece de ilegalidade (Cf., o seu, “Golden shares”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, 2004, p.368). Já PEDRO DE ALBUQUERQUE e MARIA DE LURDES PEREIRA discordam da existência de qualquer ilegalidade, visto que os estatutos concretizavam exactamente aquilo que o artigo 20.º do Decreto-Lei n.º 44/95 já previa, não havendo quaisquer alterações na sua natureza (Cf., o seu, *As “golden shares” do Estado português em empresas privatizadas: limites à sua admissibilidade e exercício*, 2006, pp. 54-56). Aderimos a esta última posição. Não encontramos diferenças entre o artigo 5.º dos Estatutos e o artigo 20.º do Decreto-lei. Em nossa opinião, pensamos que NUNO CUNHA RODRIGUES demonstra alguma incoerência ao, perante dois preceitos muito semelhantes, retirar duas conclusões diversas.

²²⁴ De facto, o Estado apenas detém 500 acções inerentes à designada categoria A. O Estado procedeu à eliminação dos direitos especiais, mas não transmitiu as acções de que é titular. Vejam-se a alínea b) do *n.º 2 do artigo 4.º* e o artigo 5.º dos Estatutos.

²²⁵ Tais direitos especiais foram eliminados na alteração dos estatutos, realizada a 26 de Julho de 2011.

²²⁶ “2 – (...) as deliberações sobre a eleição da mesa da Assembleia Geral, Presidente da Comissão de Auditoria e do Revisor Oficial de Contas, bem como sobre as matérias referidas nas alíneas c) a f), e i) a j) do artigo seguinte não serão aprovadas (...) contra maioria dos votos correspondentes às acções de categoria A.”

de política de participações em sociedades e sobre as respectivas aquisições e alienações [*alínea f*)]; iii) Sobre um terço do número total de administradores, incluindo-se o presidente do Conselho de Administração – *n.º 2 do artigo 19.*²²⁷.

Posto isto, torna-se agora pertinente recordar o caso do Verão de 2010 em que o Estado exerceu tais direitos para travar a concretização de um negócio querido pelos accionistas, que originou tanta controvérsia e que ainda desembocou numa decisão do Tribunal de Justiça da União Europeia sobre a conformidade desta *golden share*.

a) *Negócio PT/Vivo*

Para análise deste acontecimento, temos de remontar a 1998, quando a PT realizou o seu primeiro e maior investimento no Brasil, ao adquirir, conjuntamente com a sociedade espanhola Telefónica, o controlo da Telesp Celular. Este foi o primeiro passo para a constituição da actual maior operadora de comunicações móveis do hemisfério sul: a Vivo. A marca Vivo foi lançada no Brasil em 2003 e conta com mais de 50 milhões de clientes.

Em 2006 e em 2007, a SONAECOM lançou uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) contra a PT e teve a seu lado a Telefónica. Contudo, as OPA's falharam.

No ano passado, voltaram a confrontar-se a PT e a Telefónica, desta vez, não tendo esta como principal objectivo adquirir a primeira, mas sim adquirir a participação que a PT tinha na empresa Vivo (mais propriamente na Brasilcel, a *holding* que detinha a Vivo). Para tal foi apresentada uma proposta de 7,15 mil milhões de euros²²⁸.

Não querendo decidir sem ouvir os accionistas, uma vez que era contra a venda, o Conselho de Administração resolveu levar a questão à Assembleia Geral²²⁹. Num altura em que já pairava o medo de uma OPA hostil da Telefónica à PT.

²²⁷ “2 – Para a eleição de um terço do número total de Administradores (...) a maioria referida no número anterior deve incluir a maioria dos votos conferidos às acções pertencentes à categoria A.”

²²⁸ Recorde-se que a primeira oferta tinha sido de 5,7 mil milhões de euros (11 de Maio) que depois foi revista em alta para 6,5 mil milhões de euros, mas na véspera da Assembleia Geral de 30 de Junho voltou a subir para os tais 7,15 mil milhões de euros.

²²⁹ De facto a competência para aceitar ou recusar uma destas ofertas é do Conselho de Administração, contudo, uma vez que era um negócio astronómico, era preferível ouvir os accionistas, com vista a não correr o risco de a administração ser processada ou, até mesmo, destituída.

Na Assembleia Geral, grande maioria dos accionistas (cerca de 74%) aceitaram a oferta da sociedade espanhola. Porém, o Estado fez uso da sua *golden share*, impedindo que o negócio se concretizasse²³⁰. As razões da sua utilização foram: i) a Vivo constituía um activo importantíssimo na PT; ii) era fulcral na sua internacionalização; iii) era indispensável a manutenção de uma participação no mercado brasileiro; iv) a venda da Vivo constituiria uma grande perda de dimensão da PT no mercado das telecomunicações; v) logo, haveria um impacto negativo na economia portuguesa.

Como se toda a atenção mediática e toda a hostilidade entre PT e Telefónica e o papel interventivo dos Governos de Portugal e Espanha não bastassem para transformar este negócio numa causa nacional, uma decisão do Tribunal de Justiça nesta matéria veio dar mais ênfase a este acontecimento.

b) *Acórdão de 8 de Junho de 2010 – Partes: Comissão Europeia vs República Portuguesa – Processo: C-171/08*

Neste caso, pretendia saber-se se seriam conformes o Direito da União Europeia e, mais especificamente, o princípio da liberdade de circulação de capitais (consagrado no artigo 63.º do TFUE), as acções privilegiadas (“*golden shares*”) detidas pelo Estado português na Portugal Telecom, relativamente aos direitos especiais já enumerados e que correspondiam aos anteriores números 2 dos artigos 14.º e 19.º dos seus estatutos.

De acordo com a posição da Comissão²³¹, estávamos perante acções privilegiadas que não podiam ser consideradas de natureza exclusivamente privada, uma vez que não decorriam de uma aplicação normal do direito das sociedades. Assim, apesar de só estarem previstas nos estatutos, estávamos perante uma situação em que a titularidade destas acções era do Estado e estas eram intransmissíveis, configurando uma figura de *golden share* e não de acções privilegiadas de direito privado.

Por outro lado, uma vez que estávamos perante a concessão do direito de veto relativamente a determinadas deliberações, tal constituía num regime de

²³⁰ Contudo, apesar desta situação, a Telefónica manteve a oferta durante mais algum tempo, o que levou a que o negócio, de facto, se concretizasse (mas agora por 7,5 mil milhões de euros) e, por outro lado, conduziu a que a PT fizesse um investimento interessante (de cerca de 3,65 mil milhões de euros – correspondentes a 22,5 do capital social) na outra operadora de comunicações do Brasil, a empresa Oi.

²³¹ Vejam-se os parágrafos 31.º a 40.º do acórdão.

autorização administrativa. Desta forma, seria um entrave aos investimentos directos e de carteira na sociedade, o que constituía uma limitação à livre circulação de capitais, uma vez que limitava-se a possibilidade de participação efectiva dos accionistas na gestão e no controlo da sociedade e privando-os de tomarem decisões consideradas estratégicas.

Além disso, esta limitação deveria ter-se por injustificada, visto que: i) não existia a demonstração de que se estava perante uma *ameaça real e suficientemente grave* que pudesse por em causa o assegurar da disponibilidade da rede de telecomunicações; ii) não poderiam proceder argumentos sobre a necessidade de se assegurar a concorrência no mercado das telecomunicações ou sobre a necessidade de evitar perturbações no mercado de capitais, uma vez que não têm valor para o caso motivos de natureza económica; iii) esta restrição contraria o princípio da proporcionalidade, visto que o exercício destes direitos não estaria sujeita a qualquer condição, originando num poder discricionário que excederia o necessário para se atingir os objectivos em causa.

Segundo o Estado Português, os argumentos da Comissão²³² não eram válidos.

Em primeiro lugar, estas acções privilegiadas de direito privado não podiam ser reconduzidas à figura de *golden shares*, uma vez que o Decreto-Lei n.º 44/95 no seu artigo 20.º apenas admitia a possibilidade de se vir a prever acções privilegiadas nos estatutos da sociedade, mas não era imposta a sua criação, isto é, a sua criação era imputada à vontade da sociedade e não ao Estado²³³.

Em segundo lugar, mesmo que se admitisse que estávamos perante uma restrição ao princípio da livre circulação de capitais, esta deve ter-se por justificada, segundo 3 ordens de razões: i) a PT é proprietária do essencial das infra-estruturas de transporte e difusão das telecomunicações e, como tal, a detenção destes direitos justificar-se-ia por razões de segurança e ordem públicas, uma vez que o objectivo era garantir a prestação dos serviços de telecomunicações em caso de crise, guerra ou terrorismo; ii) existia a necessidade de se assegurar um determinado grau de concorrência no mercado das telecomunicações e de evitar-se uma possível perturbação do mercado de capitais; iii) estes direitos especiais eram completamente proporcionais em relação ao objectivo que visa-

²³² Vejam-se os parágrafos 41.º a 47.º da decisão.

²³³ Veja-se que aqui se recupera a questão desenvolvida *supra* sobre se estamos perante uma *golden share* ou simples direitos especiais previstos no CSC (opinião de NUNO CUNHA RODRIGUES). A nosso ver, voltamos a reafirmar que trata-se de uma situação de *golden shares*, uma vez que é essa a *ratio* do Decreto-Lei referido e dos próprios Estatutos da PT. Remete-se para o que foi discutido *supra*.

vam atingir, uma vez que se limitavam a situações muito particulares, que eram definidas antecipadamente e não era diferente de um regime de oposição *à posteriori* (semelhante ao regime em causa no caso belga).

Apesar de toda esta argumentação por parte do Estado Português, o Tribunal de Justiça veio dar razão à Comissão no que toca ao facto de estar-se perante uma restrição injustificada da livre circulação de capitais, levando à condenação do Estado português. Vejamos a fundamentação proferida pelo Tribunal.

Quanto à questão de saber se estávamos perante uma *golden share* ou meras acções privilegiadas de direito privado, o Tribunal defendeu a primeira situação, visto que estas acções privilegiadas para além de terem sido criadas pelo Estado, eram destinadas a permanecer na sua titularidade, não sendo transmissíveis²³⁴. Desta forma, a detenção destas acções pelo Estado seria susceptível de desencorajar os operadores de outros Estados-Membros de efectuar investimentos directos na PT, visto que não podiam concorrer na gestão e no controlo da sociedade na proporção do valor das suas participações, sendo uma clara restrição à livre circulação de capitais²³⁵.

No que toca à possível justificação desta restrição, o Tribunal recusou a procedência dos diversos argumentos alegados pelo Estado Português²³⁶: i) *quanto à salvaguarda das condições de concorrência do mercado*, o Tribunal decidiu que tal não constituía uma justificação válida para que se pudesse restringir a livre circulação de capitais; ii) *quanto à necessidade de evitar-se uma possível perturbação do mercado de capitais*, o Tribunal decidiu que motivos de natureza económica não eram justificações válidas para a restrição; iii) *quanto às exigências de segurança pública*, o Tribunal decidiu que, uma vez que o Estado Português não demonstrara como é que a detenção destes direitos especiais permitiria evitar uma afectação do sistema das telecomunicações, por via de uma guerra, crise ou terrorismo, tal argumento não poderia ser acolhido; iv) *quanto à questão da proporcionalidade*, Tribunal recusou que esta se verificasse uma vez que nem o Decreto-Lei n.º 44/95, nem os Estatutos da PT estabeleciam critérios quanto às circunstâncias em que estes direitos poderiam ser exercidos, existindo uma margem de apreciação discricionária que não poderia ser considerada proporcionada em relação aos objectivos que se pretendessem prosseguir.

Após toda esta discussão, como já foi referido, devido ao acordado com a *troika*, o Estado Português, através da alínea *b*) do artigo 3.º do Decreto-Lei n.º

²³⁴ Vejam-se os parágrafos 51.º a 55.º.

²³⁵ Vejam-se os parágrafos 57.º, 60.º e 61.º.

²³⁶ Vejam-se os parágrafos 69.º a 77.º da decisão.

90/2011, de 25 de Julho, revogou o artigo 20.º do Decreto-Lei n.º 44/95, de 22 de Fevereiro, acatando finalmente a decisão do Tribunal de Justiça²³⁷. Também a Assembleia Geral da PT aprovou, no passado dia 26 de Julho de 2011, uma alteração de estatutos que conduziu à eliminação das *golden shares*, através da revogação dos números 2 do artigo 14.º e 19.º.

4.2.2. Energias de Portugal, S. A. – EDP

Em 1991, a EDP foi transformada em sociedade anónima pelo Decreto-Lei n.º 6/91, de 8 de Janeiro. Contudo, só em 2000 é que se procedeu à criação de acções privilegiadas tituladas pelo Estado, através do Decreto-lei n.º 141/2000, de 15 de Julho, que procedia à regulação da 4.ª fase de privatização da sociedade²³⁸.

O artigo 13.º deste diploma atribuía ao Estado os seguintes direitos especiais²³⁹: i) direito de veto relativamente às deliberações da assembleia geral respeitantes a (n.º 1 do artigo 13.º²⁴⁰): alterações de contrato de sociedade, sejam aumentos de capital, sejam fusões, cisões ou dissolução da sociedade [alínea a)]; celebração de contratos de grupo paritário e de subordinação [alínea b)]; supressão ou limitação do direito de preferência dos accionistas em aumentos de capital [alínea c)]; ii) possibilidade de nomeação de um administrador (n.º 2 do artigo 13.º²⁴¹).

De facto, não existem dúvidas que estes direitos especiais constituíam uma *golden share*²⁴², uma vez que tais direitos estavam subordinados à participação do

²³⁷ Foram eliminados os direitos especiais, no entanto, o Estado mantém-se accionista minoritário.

²³⁸ “Não obstante, entendeu-se que o Estado, como é comum em circunstâncias semelhantes, embora sem ser accionista maioritário, deverá deter direito de veto num conjunto de deliberações essenciais, que são aquelas para as quais a lei ou o contrato de sociedade exijam maioria qualificada” – preâmbulo do referido Decreto-Lei.

²³⁹ Antes da sua recente revogação pelo Decreto-Lei n.º 90/2011, de 25 de Julho.

²⁴⁰ “1 – (...) as deliberações da assembleia geral a seguir referidas só se considerarão aprovadas se merecerem o voto favorável do Estado (...).”

²⁴¹ “2 – (...) o Estado (...) gozará ainda do direito de designar um administrador (...).”

²⁴² Nesta matéria, colocava-se outro problema: o facto de os Estatutos da EDP nada estipularem quanto à existência destes direitos especiais colocaria em causa a existência efectiva dos mesmos? A nosso ver tratava-se de uma falsa questão e de um argumento que demonstra de um modo mais efectivo o porquê de as *golden shares* não configurarem direitos especiais enquanto regulados no regime tipificado no CSC. As *golden shares* encontravam o seu fundamento legal no diploma legislativo que procedia à sua criação e não como sucede nos direitos especiais típicos do CSC que têm de estar estipulados no contrato de sociedade (n.º 1 do artigo 24.º). Por isso,

Estado na sociedade, estando inerentes a essa participação, visto que estes direitos especiais estavam direccionados para o Estado e não para qualquer outro accionista. Além do mais, era indiferente o peso da participação social do Estado na sociedade²⁴³.

Foi neste contexto que o Tribunal de Justiça se pronunciou sobre a sua conformidade com o Direito da União Europeia. Analisemos a referida decisão.

– Acórdão de 11 de Novembro de 2010 – Partes: Comissão Europeia vs República Portuguesa – Processo: C-543/08

Como já foi referido *supra*, o que está em causa era saber se seriam conformes o Tratado e, em especial, de acordo com o princípio da livre circulação de capitais, os direitos especiais detidos pelo Estado português na EDP, que estavam estipulados no referido artigo 13.º do Decreto-Lei 141/2000 de 15 de Julho.

Segundo a Comissão, a criação destas acções privilegiadas ia para além da aplicação normal do direito das sociedades, constituindo uma medida estatal abrangida pela aplicação do princípio da livre circulação de capitais (artigo 63.º do TFUE). Nessa medida, tanto o direito de veto como a possibilidade de nomear um administrador limitaria e restringiria a participação dos demais accionistas, privando-os de tomar decisões consideradas estratégicas para a sociedade e conduziam à afectação de investimentos que se pretendessem realizar, visto que podiam dissuadir os investidores²⁴⁴. A existência da *golden share* violava a livre circulação de capitais.

O Estado português refutou defendendo que a existência destes direitos especiais em nada condicionavam a participação dos demais accionistas e não desincentivavam o investimento directo ou de carteira que potencialmente pudesse ser realizado por outros investidores. Segundo o Estado, a existência do direito de veto tinha por objectivo único, no estrito cumprimento do interesse

não existia qualquer problema de validade e eficácia destes direitos especiais, visto que constituem uma *golden share* e, como tal, não têm de estar obrigatoriamente estipulados nos estatutos, mas devem estar previsto num diploma legislativo (cumprindo o n.º 1 do artigo 15.º da LQP). Cf., RODRIGUES, Nuno Cunha, “Golden shares”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, p. 370.

²⁴³ Veja-se que tanto no n.º 1 como no n.º 2 do artigo aparecem as seguintes expressões: “enquanto o Estado for accionista da sociedade, independente do número de acções de que for titular”. Apesar disso o Estado detinha 25,73% do capital social da empresa, através da Parpública – Participações Públicas SGPS, S.A. e da Caixa Geral de Depósitos, S.A.

²⁴⁴ Vejam-se os parágrafos 27.º a 30.º do acórdão.

público da protecção da segurança do abastecimento energético do País, proteger o País de deliberações da assembleia geral que pudessem colocar em risco a segurança deste. Isto é, não se privaria os accionistas de tomarem decisões estratégicas, desde que essas não colocassem em risco a segurança do abastecimento enérgico do País.

Além disso, no que toca ao direito de nomear um administrador, o Estado invocou uma interpretação actualista de acordo com o CSC, devendo ler-se que se trata de uma possibilidade de nomear um membro do Conselho Geral e de Supervisão. Nessa medida, visto que a participação do Estado neste órgão era mínima, tal não seria susceptível de ter impacto no interesse das empresas em adquirir participações desta, pois não existia uma influência determinante no órgão de administração da EDP²⁴⁵.

O Tribunal de Justiça decidiu que estávamos perante uma restrição à livre circulação dos capitais. Em primeiro lugar, defendeu que o referido direito de veto conferia ao Estado uma influência na gestão da empresa, sendo susceptível de desencorajar os operadores de outros Estados a efectuarem investimentos directos na empresa e, para além disso, pode ter um efeito dissuasivo nos investimentos de carteira na EDP, uma vez que a actuação do Estado poderia ter impacto no valor das acções e ter efeitos negativos na atractividade de um investimento nessas acções²⁴⁶.

Em segundo lugar, quanto à possibilidade de nomear um administrador, o Tribunal rejeitou a interpretação feita pelo Estado, defendendo que as disposições em causa previam expressamente a nomeação de um administrador e não de um supervisor. Desta forma, o direito de nomear um administrador constituía uma restrição à livre circulação de capitais, visto que era susceptível de dissuadir investimentos directos de outros Estados-Membros de investirem no capital da sociedade, existindo uma clara limitação de participação na gestão e controlo da sociedade²⁴⁷.

Verificando-se, deste modo, uma restrição à livre circulação de capitais, resta saber se essa restrição deve ou não ter-se por justificada.

Segundo a Comissão, as razões de segurança do abastecimento energético do país não eram procedentes porque não se enquadravam no âmbito de segurança pública, pois não se demonstrou haver uma ameaça real e suficientemente grave que afectasse um interesse fundamental da sociedade²⁴⁸. Além do mais, a

²⁴⁵ Vejam-se os parágrafos 31.º a 35.º do referido acórdão.

²⁴⁶ Vejam-se os parágrafos 55.º a 57.º.

²⁴⁷ Vejam-se os parágrafos 60.º e 63.º.

²⁴⁸ Veja-se o parágrafo 74.º.

actividade da EDP nem constitui uma actividade de serviço público, sendo que o fornecimento de energia eléctrica e de gás são serviços de interesse geral, mas não são serviços públicos²⁴⁹.

O Estado Português defendeu a justificação por razões imperiosas de interesse geral. Constituía um interesse de segurança pública, as medidas nacionais que se destinassem a garantir a segurança do abastecimento energético do país. Por outro lado, o Estado viu-se obrigado a criar estes direitos como defesa do interesse geral porque o Direito da União Europeia não prevê medidas que garantam suficientemente a segurança do abastecimento dos Estados-Membros, desta forma, tem de funcionar o direito nacional de cada Estado²⁵⁰.

Para o Tribunal de Justiça, esta era uma restrição injustificada.

No que toca à questão da necessidade de se garantir a segurança do abastecimento energético do País, em situações de crise, guerra ou terrorismo, o Tribunal concordou com o Estado Português quando este defendeu que era legítimo ao Estado dotar-se de meios necessários a garantir o interesse fundamental da segurança do abastecimento mesmo que não existe-se uma ameaça iminente, uma vez que tais ameaças são por regras súbitas e imprevisíveis, cabendo ao Estado assegurar que sejam implementados instrumentos adequados a permitir uma reacção rápida e eficaz para a segurança contínua desse abastecimento. Contudo, apesar disso, o Tribunal considerou que esta justificação não poderia proceder porque o Estado não demonstrou como é que os direitos especiais em causa permitiram evitar tamanha afectação deste interesse fundamental da sociedade²⁵¹.

Quanto à questão de o Direito da União não garantir suficientemente a segurança do abastecimento dos Estados-Membros em energia, obrigando a que os Estado adoptem medidas aptas a garantir a sua protecção, o Tribunal fugiu à questão e argumentou defendendo que, apesar de tudo, não existia qualquer proporcionalidade das medidas em relação ao seu fim e que não eram tipificados os casos em que estes direitos podem actuar, resultando numa margem de apreciação deveras discricionária.

Perante isto, o recente Decreto-Lei n.º 90/2011, de 25 de Julho, veio revogar os artigos dos diplomas que conferiam ao Estado estes direitos especiais. No mesmo sentido, no passado dia 25 de Agosto de 2011, a Assembleia Geral da EDP confirmou a eliminação destes direitos.

²⁴⁹ Veja-se o parágrafo 76.º.

²⁵⁰ Vejam-se os parágrafos 79.º e 80.º.

²⁵¹ Vejam-se os parágrafos 86.º e 87.º.

4.2.3. Galp Energia, SGPS S. A.

Foi em 1999 que o Decreto-Lei n.º 261-A/99, de 7 de Julho, que regulava a 1.ª fase de privatização da GALP, criou acções privilegiadas que atribuíam ao Estado direitos especiais, na sociedade, que configuravam uma figura de *golden share*²⁵².

Assim, o seu artigo 4.º estabelecia, antes da sua recente revogação pelo Decreto-Lei n.º 90/2011, de 25 de Julho, nos seus n.ºs 1 e 2²⁵³ a possibilidade de criação de acções privilegiadas, não podendo exceder 10% do capital social da sociedade.

Por outro lado, o n.º 3 do referido artigo enumerava os direitos especiais inerentes a essas acções que pertenciam ao Estado: i) direito de aprovar a eleição de um número de administradores não superior a um terço do total [alínea a)]; ii) direito de veto²⁵⁴ relativamente a deliberações respeitantes a: alterações do contrato, à celebração de contratos de grupo paritário ou de subordinação e que possam por em causa o abastecimento do País de petróleo, gás ou produtos derivados dos mesmo [alínea b)].

Também nos estatutos da sociedade estavam consagrados de acordo com esse diploma legal os direitos especiais inerentes às acções de categoria A tuteladas pelo Estado. O n.º 3 do artigo 4.º dos Estatutos estipulava que eram inerentes às acções de categoria A os seguintes direitos especiais: a) a eleição do presidente do conselho de administração só poderá ser aprovada com a maioria dos votos inerentes às acções de categoria A; b) quaisquer deliberações que visem autorizar a celebração de contratos de grupo paritário ou de subordina-

²⁵² Contudo, recorde-se que já aquando do processo de privatização da Petrolgal o Decreto-Lei n.º 353/91 de 20 de Setembro (que regulava a 1.ª fase de privatização) tinha atribuído direitos especiais ao Estado no seu artigo 15.º : “1- Enquanto o Estado for accionista, e independentemente do número de acções de que seja titular, o Governo terá o direito de nomear (...) um administrador (...); 2- Por força dos interesses nacionais em causa não se consideram tomadas contra o voto expresso das acções pertencentes ao Estado as deliberações sobre alteração dos estatutos, fusão, cisão, transformação, dissolução da sociedade, (...) ou quaisquer decisões que directa ou indirectamente possam pôr em causa o abastecimento normal do País(...)”

²⁵³ “1 – Antes de ser deliberado o aumento de capital através do qual se concretizará a 1.ª fase de privatização da GALP poderá ser criadas, por conversão de acções ordinárias, acções privilegiadas. 2- As acções privilegiadas (...) não poderão exceder 10% do actual capital social da GALP (...)”

²⁵⁴ Note-se que apesar de a lei referir “direito de aprovar” parece-nos que se trata de uma gralha e como tal deve ler-se “direito de veto”. Cf., RODRIGUES, Nuno Cunha, “Golden shares”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, p. 369.

ção e, ainda, quaisquer deliberações que possam pôr em causa a segurança do abastecimento do País de petróleo, de gás e de electricidade, ou produtos derivados dos mesmos, não poderão ser aprovadas, nem em primeira, nem em segunda convocação, contra a maioria dos votos inerentes às acções de categoria A.

Uma vez mais é inegável que estávamos perante um recurso à figura das *golden shares*, visto que estas acções de categoria A são inerentes à sua titularidade por parte do Estado²⁵⁵. Assim, era inculcido um carácter *intuitu personae* a estas acções contrariando a natureza do n.º 4 do artigo 24.º do CSC²⁵⁶.

Quanto à sua conformidade com o Tratado, não chegou a ser proferida uma decisão pelo Tribunal de Justiça, apesar da queixa apresentada pela Comissão, porém esta foi retirada devido à recente extinção desta figura pelo Estado Português, através do decreto-lei já referido. No passado dia 3 de Agosto de 2011, a Assembleia Geral da sociedade aprovou uma modificação de estatutos que eliminou estes direitos especiais.

4.3. O fim das golden shares

Como já foi referido, a figura da *golden share* faz, hoje, parte do passado no ordenamento jurídico português, uma vez que recentemente o Governo, através do Decreto-Lei n.º 90/2011, de 25 de Julho, eliminou todos os direitos especiais de que era titular na Portugal Telecom, na EDP e na GALP, colocando um ponto final nesta figura²⁵⁷.

De facto, esta eliminação deveu-se, sobretudo, a um acordo assumido entre Portugal e a *Troika* (Fundo Monetário Internacional, Banco Central Europeu e Comissão Europeia), referente ao recente pedido de ajuda externa, em que esta impôs ao Estado a adopção deste comportamento, dando seguimento às decisões proferidas nos últimos anos pelo Tribunal de Justiça. Deste modo, o Estado abdicou de tais direitos especiais por via legislativa e, posteriormente, as Assembleias Gerais das sociedades em causa confirmaram tal comportamento, alterando os seus estatutos.

²⁵⁵ Veja-se o n.º 5 do artigo 4.º dos estatutos: “(...)a titularidade das acções de categoria A terá de pertencer a entes públicos(...).”

²⁵⁶ Mais uma vez demonstramos que as *golden shares* não podem ser enquadráveis de forma ao seu regime ser submetido ao regime do CSC, uma vez que é especial em relação a este, é uma outra categoria de direitos especiais.

²⁵⁷ Porém, pensamos que, por mero lapso, o legislador se esqueceu de revogar o artigo 15.º da LQP, que como vimos é o fundamento legal da existência das *golden shares*.

No entanto, a discussão em torno das *golden shares* não termina aqui. Se é certo que no ordenamento português perderam destaque, no mundo do direito continuam, porém, a ter a sua importância e controvérsia, uma vez que extinguiram-se em Portugal, mas não em outros ordenamentos jurídicos europeus. De facto, ainda que de modo tardio e forçado, Portugal, uma vez mais, assumiu o papel de “aluno exemplar e cumpridor” ao acatar as decisões do Tribunal de Justiça, quando outros países também condenados, não o fizeram e reiteraram a recusa em fazê-lo. É esse o caso da Itália, no que toca à matéria do acórdão de 2009, da Alemanha, no que concerne à *golden share* detida na *Volkswagen* (decisão proferida em 2007) e da Espanha, referente aos direitos especiais da Comissão Nacional de Energia (decisão de 17 de Julho de 2008). Desta forma, assiste-se a algum abandono desta figura pela Europa, mas não se assiste a um total consenso na sua eliminação, uma vez que diversos países continuam a ser titulares de *golden shares* e estão reticentes a abdicar delas.

Porém, parece não restar dúvidas que estamos perante um verdadeiro ataque das instituições europeias a esta figura que, actualmente, não é bem-vinda, segundo princípios de liberdade de circulação de capitais e de livre concorrência. No entanto, coloca-se a questão de saber se, no meio de tanta controvérsia, existe alguma justificação possível para a detenção de *golden shares*, em prejuízo da restrição da liberdade de circulação de capitais. A nosso ver, como já referimos, essa não poderá ser outra que não as designadas “razões imperiosas de interesse geral”. De facto, existem situações em que é preciso haver uma sensibilidade no sentido de saber se estamos perante um serviço de cariz predominantemente público ou se pode haver um risco de falha na garantia da continuidade desse tipo de serviço. Desta forma, no nosso entendimento, uma *golden share* só pode ter-se como justificável se estiverem em causa sectores vitais de um Estado que se falharem podem colocar em causa a sua própria subsistência²⁵⁸. Recusamos qualquer tipo de justificação económica. Por isso, uma *golden share* que vise salvaguardar o abastecimento energético ou de petróleo de um país parece, em princípio, válida²⁵⁹.

²⁵⁸ Como refere Menezes Cordeiro, as *golden shares* podem ter-se por materialmente justificadas devido a visarem assegurar que alguns sectores vitais fiquem salvaguardados perante *raiders* que só visem lucros imediatos, colocando-se em causa serviços de interesse público assegurados por essas entidades. Por isso, constituem um mecanismo útil e necessário quando se trate de serviços de interesse público que possam ser afectados e prejudicados devido a um “engodo monetário”. Cf., no seu, *Código das sociedades comerciais anotado* (coordenação), Almedina, Coimbra, 2011, pp. 152-153.

²⁵⁹ O próprio Tribunal de Justiça entendeu assim no que concerne ao caso belga. No entanto, pensamos que essa linha de pensamento deveria ter sido seguida no caso francês de 2002 e no caso da EDP.

Recordemos o caso da Portugal Telecom. Nesta sequência de pensamento, não parece que o sector das telecomunicações seja à partida tão vital para a subsistência de um Estado, como o sector da energia ou do gás. Aliás, é isso mesmo que defende o Tribunal de Justiça nas suas decisões nesta matéria. No entanto, de facto, no caso do negócio PT/Vivo existiam algumas questões conexas de grande importância para o Estado Português. Nomeadamente, o facto de a PT ser uma sociedade que detém o controlo quase total das telecomunicações em Portugal ao nível do seu transporte e difusão, detendo um inegável poder na economia portuguesa; por outro lado, estávamos perante uma participação detida numa sociedade internacionalmente reconhecida e que era um grande activo financeiro para a sociedade. Desta forma, se entende que nem a administração da sociedade, nem o Estado vissem com bons olhos o negócio, em contraposição dos demais accionistas que estavam a ser aliciados com um grande lucro. Estávamos perante o confronto entre a perda de internacionalização da sociedade e a entrada de um importante lucro. Perante isto, parecemos que não estava em causa qualquer situação que pudesse reconduzir à insustentabilidade do próprio Estado. A perda do activo em causa (que foi recompensado) não reconduziria imediatamente à falha no sector das telecomunicações. Não entrando em questões políticas, objectivamente a utilização da *golden share* teve apenas um efeito: a venda do activo em causa por um valor mais elevado. Isto é, ainda que não tenha sido esse o propósito, a utilização da *golden share* apenas teve efeito em questões económicas e, como vimos, estas não devem justificar a existência nem a utilização de uma *golden share*. Assim, pensamos que esta *golden share* não era justificável, uma vez que não se enquadrava as tais razões imperiosas de interesse geral e este exemplo da sua utilização apenas demonstrou isso mesmo.

Já nos casos da EDP e GALP, parece-nos que o entendimento tem de ser diferente. Pensamos que sectores da energia e do gás são vitais para a subsistência de um Estado. Garantir a segurança do abastecimento energético e do petróleo do país constitui claramente uma razão imperiosa de interesse geral e de segurança pública. Nesta medida, não concordamos com a decisão do Tribunal de Justiça sobre o caso da EDP. A *golden share* da GALP não foi alvo de decisão, mas preparava-se para o ser e pensamos que é um caso idêntico ao belga e a decisão teria de ser idêntica, apesar de suspeitarmos que tal não aconteceria, segundo a jurisprudência dos últimos anos²⁶⁰.

²⁶⁰ Para PEDRO DE ALBUQUERQUE e MARIA DE LURDES PEREIRA, apenas o caso GALP é que deve ter-se por justificável, uma vez que as medidas são proporcionais em relação ao fim (garan-

Posto isto, com o fim destas *golden shares*, em Portugal, pode-se concluir que, por um lado, estas sociedades ganham maior atractividade de investimento e, por outro lado, podem, em certa medida, ter ficado mais vulneráveis a ataques externos com vista a conseguir o controlo da sociedade, acarretando alguma cautela por parte do Estado quanto a essa possibilidade. Pensamos que a regulação terá de ter um papel forte nestas situações, com vista a não se deixar fugir os grandes centros de decisão, de sociedades vitais, para o exterior. Porém, devido à crescente integração europeia e às regras da concorrência a nível europeu e nacional, parece-nos que, em princípio, não há que temer OPAs hostis entre sociedades vitais de cada Estado-Membro. No entanto, pensamos que o problema pode colocar-se em relação a outros mercados que não o europeu que podem ver com bons olhos um investimento sério numa dessas sociedades, com vista a controlar a sua gestão. De facto, até hoje não temos exemplos para referir, porém, nada impede que a globalização da economia e dos negócios, que trazem consigo a concorrência e, muitas vezes, a hostilidade, não torne esta hipótese numa realidade.

Posto isto, parece-nos que, em determinados casos, as *golden shares* podem ser uma arma importante para a conservação da efectividade de serviços de carácter predominantemente público e para a subsistência do próprio Estado. As *golden shares* podem, com vista a garantia do abastecimento energético e de petróleo, ser um mecanismo que defenda os interesses do país contra aquilo que muitas vezes acontece no domínio societário quando se vislumbra a possibilidade de grandes lucros: “egoísmo empresarial”.

V – Conclusão

Após o estudo *supra* enunciado, podemos concluir que de facto os direitos especiais são uma figura dotada de bastante complexidade, tendo diversas particularidades nas várias fases societárias. Nomeadamente, nas sociedades anónimas vimos que assume especial importância o facto de os direitos especiais serem atribuídos directamente a categorias de acções, em contraposição às sociedades por quotas, onde são atribuídas aos sócios em concreto, e o facto de existirem regras especiais quanto ao consentimento do sócio para a supressão

tir o fornecimento de serviços essenciais). As restantes são claramente desproporcionais e desnecessárias.

Cf., in *As “golden shares” do Estado português em empresas privatizadas: limites à sua admissibilidade e exercício*, Coimbra Editora, 2006, pp. 89-90.

do direito especial, em especial, no que concerne ao consentimento dado em assembleia especial.

Demonstrámos também que a figura das *golden shares* assume especial importância nesta matéria. Sendo que, apesar de não as considerarmos direitos especiais nos termos do artigo 24.º do Código das Sociedades Comerciais, consideramos serem uma categoria especial de direitos especiais que vai muito para além do código, isto é, acções privilegiadas não reconduzíveis ao regime do CSC. Justificando-se tal diferença com o facto de a natureza *intuitu personae* das *golden shares* não ser compatível com a natureza dos direitos especiais das sociedades anónimas previstas no Código das Sociedades Comerciais. Desta forma, as *golden shares* são direitos especiais, mas submetidos a princípios e regras diferentes, constituindo uma categoria especial.

No que toca à discussão sobre a admissibilidade da figura das *golden shares*, o Tribunal de Justiça nunca considerou de forma absoluta que estas são desconformes ao Direito da União Europeia, pelo contrário, nas suas decisões deixou sempre claro que estas eram admissíveis e válidas se fossem preenchidos determinados requisitos. No entanto, na prática, o facto de tais requisitos serem muito apertados determinou que apenas num caso se aceitasse como válida uma *golden share*: o caso belga. De facto, há uma clara tendência para declarar-se como injustificada a detenção de acções privilegiadas pelo Estado. Pensamos que nas próximas decisões será essa a linha a ser seguida, uma vez que existe um entendimento claro e objectivo direccionado para a proibição da detenção de *golden shares* pelos Estados.

De facto, em Portugal, depois de duas decisões (ambas em 2010) do Tribunal de Justiça condenando o Estado Português a abdicar das *golden shares* tituladas na Portugal Telecom e na EDP e numa altura em que já tinha sido apresentada queixa da Comissão quanto à *golden share* de que o Estado era titular na GALP, o Estado Português decidiu, finalmente, neste ano de 2011, cumprir as decisões do Tribunal de Justiça através da aprovação do Decreto-Lei n.º 90/2011, de 25 de Julho que revogou todos os artigos dos diplomas legislativos que conferiam ao Estado os referidos direitos especiais nessas sociedades. Nos dias que se seguiram, as sociedades em assembleia geral, alteraram os estatutos e aprovaram a eliminação de tais direitos especiais do Estado.

No entanto, o referido decreto-lei não eliminou as disposições constantes da Lei Quadro das Privatizações que a nosso ver são o fundamento legal da possibilidade de criação de *golden shares*. Pensamos ter sido um mero lapso do legislador e que será futuramente corrigido. Caso contrário, hoje eliminou-se uma figura que futuramente nada impede que possa voltar a ressurgir, uma vez que se mantém na lei portuguesa essa possibilidade.

Por outro lado, seria pertinente colocar-se a questão de saber se não fosse o acordo de ajuda externa efectuado com a *Troika* se o Estado Português abdicaria de tais direitos especiais. Se é bem verdade que o anterior Governo já tinha defendido que adoptaria tal comportamento, não sabemos o que aconteceria se não existisse o memorando de acordo com a *Troika*. A nosso ver, pensamos que o fim das *golden shares* em Portugal há muito tempo que estava anunciado, devido à pressão das instituições europeias, no entanto, pensamos que se este pedido de ajuda externa não acontecesse, Portugal, certamente, não seria tão célere e eficaz a abdicar de tais direitos. Teria, sem dúvida, um comportamento semelhante a muitos outros Estados-Membros que vão adiando a decisão sobre esta questão.

Certo ou errado, a verdade é que as figuras das *golden shares* desapareceram do nosso ordenamento, o que alegrou a Comissão Europeia e as sociedades em causa, defendendo-se que assim o valor destas aumentou e que está salvaguardada a liberdade de concorrência e da circulação de capitais. No entanto, há quem defenda que esta foi uma má actuação do Governo, até porque existem outros países como a Alemanha que não acataram as decisões do Tribunal de Justiça defendendo a existência de interesses estratégicos e que tal seria o caso nas sociedades portuguesas.

Pensamos que esta é uma figura em vias de extinção se avançarmos na integração europeia. Contudo, se a crise económica que atravessa, hoje, a Europa obrigar ao seu desmantelamento (mesmo que parcial), não temos quaisquer dúvidas que voltarão e com força redobrada.