

Ações sem valor nominal e direitos dos sócios

DR.^a MARIA JOÃO RODRIGUES

SUMÁRIO: 1. Nota introdutória – Delimitação do objeto do estudo. 2. Modalidades das ações sem valor nominal: 2.1. Ações-quota ou ações de quotidade (*quotenaktien*); 2.2. Ações-parcela (*stückaktie*); 2.3. Ações sem valor nominal próprias ou autênticas (*echte nennwertlose aktien* ou *true no par shares*); 2.4. Ações sem valor nominal impróprias ou não autênticas (*unechte nennwertlose aktien*). 3. A Segunda Diretiva de Direito das Sociedades – Diretiva 77/91/CEE, de 13 de dezembro de 1976 (*Kapital Richtlinie*). 4. As ações sem valor nominal em alguns ordenamentos estrangeiros: 4.1. Bélgica; 4.2. Luxemburgo; 4.3. Alemanha; 4.4. Itália; 4.5. França; 4.6. Estados Unidos da América; 4.7. Brasil; 4.8. Nota conclusiva sobre a figura das ações sem valor nominal nos ordenamentos jurídicos estrangeiros analisados. 5. Consagração das ações sem valor nominal no Direito Português: 5.1. Antecedentes; 5.2. O regime das ações sem valor nominal tal como previsto no Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de maio. 6. Direitos dos sócios: 6.1. Distribuição de lucros e participação nas perdas; 6.2. Entradas; 6.3. Aumento do capital social; 6.4. Redução de capital social; 6.5. Ações preferenciais sem voto. 7. Conversão de ações com valor nominal em ações sem valor nominal – alteração estatutária. 8. Prós e contras das ações sem valor nominal. 9. Conclusões.

1. Nota introdutória – Delimitação do objeto do estudo

Um dos aspetos mais interessantes na investigação jurídica prende-se com a análise/verificação da aptidão do Direito para conformar e disciplinar a realidade a que se aplica (em constante mudança). A consagração das ações sem valor nominal no nosso ordenamento jurídico constitui um bom exemplo dessa aptidão. Num contexto de crise financeira, o Decreto-Lei n.º 49/2010, de 16 de maio, veio consagrar no Direito português a admissibilidade de ações sem valor nominal, expressas pelo número de ações representativas do capital social de sociedades anónimas e de sociedades em comandita por ações (estas últimas por remissão para o regime aplicável às primeiras).

Para um adequado enquadramento desta matéria, notamos que a Segunda Diretiva sobre Sociedades – Diretiva do Conselho n.º 77/91/CEE, de 13 de dezembro de 1976 – prevê expressamente a possibilidade de os estados-membros¹ consagrarem ações sem valor nominal. No presente estudo, propomo-nos fazer uma apreciação sumária das matérias previstas na referida diretiva que assumem particular relevo no âmbito das ações sem valor nominal.

Dada a novidade do tema das ações sem valor nominal no nosso ordenamento jurídico, afigura-se pertinente iniciar este trabalho com uma breve apresentação das modalidades de ações sem valor nominal, a que se seguirá uma análise da forma como as mesmas se encontram consagradas em alguns ordenamentos jurídicos estrangeiros o que, a nosso ver, facilitará a apreensão dos seus traços essenciais e das motivações da sua admissibilidade em Portugal.

Assim, no capítulo 4 apresentaremos, de forma sumária, os traços e características mais relevantes das ações sem valor nominal, tal como previstas nas seguintes jurisdições: Bélgica, Luxemburgo, Alemanha, Itália, França, Estados Unidos da América e Brasil.

Após a apresentação do regime das ações sem valor nominal nas mencionadas jurisdições, avançar-se-á com uma análise das normas do Código das Sociedades Comerciais relativas à matéria central deste trabalho – as ações sem valor nominal –, em especial, na perspetiva dos direitos dos sócios. Seguir-se-á com um apontamento e análise das principais características e traços gerais das ações sem valor nominal, tal como previstas no Direito português.

Feita a análise do regime jurídico das ações sem valor nominal em diferentes ordenamentos jurídicos e a apresentação das suas principais características nos termos previstos no Decreto-Lei n.º 49/2010, avançar-se-á com a análise de algumas situações que, em nosso entendimento, poderão ter um impacto significativo nos direitos dos acionistas que detenham (ou, em virtude da sua conversão, passem a deter) ações sem valor nominal.

Apresentaremos ainda o regime relativo à conversão das ações com valor nominal em ações sem valor nominal e vice-versa. Note-se que o regime das ações sem valor nominal pode ser adotado quer por sociedades a constituir, quer por sociedades já existentes, as quais podem, a todo o momento, deliberar a conversão da totalidade das suas ações com valor nominal em ações sem valor nominal.

Por último, e em jeito de conclusão, terminaremos o presente estudo com uma ponderação e reflexão sobre as principais vantagens e desvantagens das ações sem valor nominal.

¹ Entre os quais se inclui Portugal.

2. Modalidades de ações sem valor nominal

Tendo por base o regime das ações sem valor nominal consagrado nalguns ordenamentos jurídicos estrangeiros a que aludiremos adiante², bem como a terminologia difundida na literatura estrangeira, podem-se distinguir as seguintes modalidades de ações sem valor nominal³:

- (i) ações-quota ou ações de quotidade (*quotenaktien*);
- (ii) ações-parcela (*stückaktien*);
- (iii) ações sem valor nominal próprias ou autênticas (*echte nennwertelose aktien* ou *true no par value shares*); e
- (iv) ações sem valor nominal impróprias ou não autênticas (*unechte nennwertelose aktien*).

Dedicaremos as próximas palavras à definição e caracterização das mencionadas modalidades de ações.

2.1. Ações-quota ou ações de quotidade (*quotenaktien*)

As ações-quota poder-se-ão definir como ações que apesar de não terem valor nominal, encerram em si uma referência à fração do capital social ou quando este não exista, do património social. Há quem refira que tais ações têm um “falso valor nominal”, uma vez que se limitam a refletir uma percentagem ou fração do capital social ou do património da sociedade.

Como tal, a flexibilidade que se pretende obter com as ações sem valor nominal não é plenamente alcançada com as ações-quota, cujo regime é muito semelhante ao das ações com valor nominal. Pense-se, por exemplo, nos casos de aumento ou redução de capital social, em que os títulos representativos das

² Cf. 4. *infra*.

³ Sobre esta matéria, vide PAULO CÂMARA e ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Ações sem valor nominal*, Coimbra Editora, 2010, 34 e 35; MENEZES CORDEIRO, *Ações sem valor nominal*, RDS, Ano II, 2010, 3/4, 502 ss.; PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Ações sem valor nominal*, DSR, Coimbra, 2010, 187 ss.; JOSÉ GABRIEL PINTO COELHO, *Estudo sobre as ações de sociedades anónimas*, sep. Revista de Legislação e Jurisprudência, anos 88-89, n.ºs 3056 a 3093, 337 ss., que considerava as por si designadas ações de quotidade, admissíveis entre nós, perante o regime resultante do Código Comercial de 1988. Na literatura estrangeira, vide BARBARA TREGGER-HUBER, in *Rechtliche Probleme Der Stückaktien*, Peter Lang Pub Inc, 2004, 10 ss.; PEDRO ALEMÁN LAIN, *Función del valor nominal en las acciones: una aproximación desde el derecho norteamericano*, Aranzadi, Navarra, 2003, 139 ss.; GIUSEPPE B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle tracking stocks*, in Riv. soc., 2002, 159 ss.; e FIGÀ-TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, in Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001 Giuffrè, Milano, 2001, 25 ss. e *Euro e azioni*, in Rivista delle società, Anno 46 (marzo-giugno), fascicolo 2.º-3.º, 322 ss.

ações-quota também têm que ser alterados, em virtude da alteração estatutária relativa ao aumento ou redução de capital social.

Na prática, ter ações que correspondem a 1/50 do capital social não é muito diferente de ter ações com o valor nominal de 100 euros num capital de 50.000,00 euros, por exemplo. Com efeito, o regime das ações-quotas é muito semelhante ao das ações com valor nominal.

2.2. *Ações-parcela (stückaktie)*

As ações-parcela (*stückaktie*) caracterizam-se pelo facto de as ações corresponderem, tão-somente, a um número ou quantidade de ações, por referência ao número global de ações emitidas por uma sociedade. Estão em causa ações que não se reportam diretamente à fração ou percentagem do capital social que representam, ou seja, a determinação dos direitos e deveres dos acionistas é feita por referência à universalidade das ações emitidas⁴.

Tratam-se, portanto, de ações que equivalem a um número de ações por referência à universalidade das ações estatutariamente previstas. Exemplificando, se tiverem sido emitidas 1.000 ações e um acionista for titular de 100 ações, deverá referir-se que o mesmo detém 100 em 1.000 ações.

Apesar de a função organizativa tradicionalmente atribuída às ações ser um pouco prejudicada neste tipo de ações, a verdade é que as mesmas são mais flexíveis do que as ações-quota, uma vez que permitem alterar o capital social e as ações sem necessidade de atualização ou modificação dos títulos representativos das ações, por exemplo.

Acresce que, salvo disposição legal ou estatutária em sentido contrário, em regra, tais ações não apresentam as limitações inerentes à proibição de emissão de ações abaixo do par. Como tal, as ações-parcela poderão ser emitidas pelo valor que em cada momento se considerar mais adequado.

Antecipando o que *infra* se deixará exposto em maior detalhe, notamos que no Decreto-Lei n.º 49/2010 se encontram consagradas as ações-parcela e não as ações-quota. No preâmbulo daquele diploma legal poderá ler-se que o mesmo “*vem permitir no direito português ações sem valor nominal, expressas apenas pelo número de ações do capital social da sociedade anónima.*”, ou seja, na terminologia ora adotada, as ações-parcela.

⁴ Como bem refere GIUSEPPE. B. PORTALE, *in Dal capitale «assicurato» alle tracking stocks*, op. cit., 160 ss., a medida dos direitos dos e deveres dos acionistas afere-se através da divisão do número de ações detidas por cada acionista pelo valor global das ações emitidas.

2.3. Ações sem valor nominal próprias ou autênticas (echte nennwertlose aktien ou true no par shares)

Como traço característico das ações sem valor nominal próprias ou autênticas, poderá apontar-se o facto de as mesmas não apresentarem qualquer ligação direta ao capital social. Neste tipo de ações poderemos fazer uma subdivisão de dois tipos de situações: (i) a sociedade não tem capital social, ou seja, a referida cifra contabilística é substituída por outra figura; ou (ii) a sociedade tem capital social, no entanto, não é possível estabelecer uma ligação entre as ações emitidas e o capital social.

Do que acabou de se referir resulta que nesta categoria de ações, não existindo qualquer referência ao capital social, não será possível atribuir-lhes um valor que resulte da relação entre o número de ações e o capital social. Naturalmente que as ações sem valor nominal autênticas ou próprias constituem o único tipo de ações que confere a flexibilidade pretendida com as ações sem valor nominal.

Tanto quanto nos foi possível apurar, até à data, esta figura das ações sem valor nominal autênticas ou próprias encontra-se consagrada apenas em alguns estados norte-americanos. Tal facto não é de estranhar e compreende-se no contexto norte-americano, em que o mercado de capitais é bastante dinâmico e a avaliação e princípios contabilísticos não estão centrados no património da sociedade, mas na sua capacidade de gerar lucros⁵. Trata-se, portanto, de uma realidade distinta da europeia que naturalmente não poderia ser replicada *tout court* na Europa.

A este propósito, notamos que à luz da Diretiva do Capital não são admitidas ações sem valor nominal próprias ou autênticas – a alínea c) do artigo 2.º da Diretiva do Capital determina que do ato constitutivo ou dos estatutos da sociedade, deverá constar a indicação do capital social.

2.4. Ações sem valor nominal impróprias ou não autênticas (unechte nennwertlose aktien)

As ações sem valor nominal impróprias ou não autênticas inserem-se numa estrutura societária em que se mantém a existência e referência ao capital social, pelo que uma simples operação aritmética de divisão do capital social pelo número de ações permite determinar o valor contabilístico de cada ação.

Exemplificando, numa sociedade com o capital social de 50.000,00 euros representado por 1.000 ações sem valor nominal, o valor de cada ação será de 5,00 euros.

⁵ Tal como bem salienta MENEZES CORDEIRO, in *Ações sem valor nominal*, RDS, 475 ss.

Em bom rigor, a principal diferença entre as ações sem valor nominal impróprias e as ações com valor nominal reside na ausência de referência expressa ao valor nominal das ações, dado que aquelas ações acabam por ter um valor formal que, como já referimos, resulta da divisão do capital social pelo número de ações emitidas.

Fazemos notar que tanto as ações sem valor nominal autênticas, como as ações sem valor nominal não autênticas podem ser ações-quota ou ações-parcela, pelo que poderão existir quatro cenários diversos que também corresponderão a realidades distintas. Poderá, assim, concluir-se que existe uma interligação entre as modalidades de ações-quota e ações-parcela, por um lado, e ações autênticas e não autênticas, por outro lado.

3. A Segunda Diretiva de Direito das Sociedades – Diretiva 77/91/CEE, de 13 de dezembro de 1976 (*Kapital Richtlinie*)

A nível de direito europeu, a figura das ações sem valor nominal encontra-se consagrada na Segunda Diretiva de Direito das Sociedades, comumente designada por Diretiva do Capital ou Segunda Diretiva⁶. Por uma questão de facilidade de referência, seguir-se-á uma breve análise das normas da Diretiva do Capital com maior relevo no âmbito do nosso estudo, ou seja, das ações sem valor nominal e direitos dos sócios.

No artigo 2.º da Diretiva do Capital encontram-se elencados os elementos que deverão constar obrigatoriamente do documento constitutivo de sociedade ou dos estatutos. Um desses elementos é precisamente o capital social [cf. alínea c) do artigo 2.º]. Daqui resulta que a indicação/existência da cifra de capital social é obrigatória e, como tal, a Diretiva do Capital admite apenas a existência de ações sem valor nominal não autênticas ou impróprias⁷.

⁶ Para mais detalhes sobre a Diretiva do Capital, veja-se MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu das Sociedades*, 2005, 207-231; ALEMÁN LAÍN, *Función del Valor Nominal en las Acciones. Una Aproximación desde el Derecho Norteamericano*, 2003, 207-214; RAUL VENTURA, *Adaptação do Direito Português à Segunda Diretiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades, Documentação e Direito Comparado*, 3, 1980, com particular interesse no âmbito do presente estudo, veja-se pp. 10-14, 26-27 e 67-72.

⁷ Sobre esta modalidade de ações, remete-se para o ponto 2.4.

Como bem sintetizam PAULO CÂMARA e ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, in *Ações sem valor nominal*, op. cit., 36, o Autor MARCO SEVERIO SPOLIDORO na sua obra *Capitale sociale, valore nominale delle azioni e delle quote e transizione all' euro*, 356-359 refere que “as verdadeiras ações sem valor nominal são incompatíveis com as regras da Segunda Diretiva. (...) na Europa, mais do que de ações sem valor nominal, deve falar-se de (facultativa) não indicação do valor nominal das ações nos estatutos e respetivos certificados acionistas, em respeito pelo princípio de que todas as ações são iguais frações do capital social, fixado estatutariamente”.

Na mesma linha, na al. c) do artigo 3.º da Diretiva do Capital encontra-se prevista a possibilidade de os estados-membros emitirem ações sem valor nominal – na referida alínea estabelece-se que dos estatutos da sociedade deve constar “*O número de ações subscritas sem menção de valor nominal, no caso de a legislação nacional autorizar a emissão destas*”. Com esta redação pretendeu acautelar-se a posição dos ordenamentos jurídicos em que a figura das ações sem valor nominal já se encontrava consagrada, ou seja, a Bélgica e o Luxemburgo.

No que respeita à (im)possibilidade de emissão de ações abaixo do seu valor nominal ou do seu valor de emissão, consoante se trate de ações com valor nominal ou de ações desprovidas de tal valor, merece destaque o artigo 8.º da Diretiva do Capital, no qual se determina que “*As ações não podem ser emitidas a um valor inferior ao seu valor nominal ou, na falta de valor nominal, ao seu valor contabilístico*”. Deste preceito legal parece-nos resultar, de forma cristalina, a proibição de emissão de ações abaixo do valor nominal ou do valor de emissão.

Refira-se que o mencionado artigo 8.º tem sido interpretado de formas diversas pelos vários estados-membros o que, naturalmente, se repercute na forma como a Diretiva do Capital tem sido transposta pelos mesmos. Em alguns ordenamentos jurídicos interpretou-se a referida norma no sentido de que a proibição de emissão de ações abaixo do par contabilístico se refere a todas as ações representativas do capital social da sociedade, pelo que se mantém mesmo no caso de aumento de capital social. Noutros, considerou-se que o par contabilístico de referência resulta da divisão do montante do aumento de capital pelo número de ações, admitindo-se, assim, a emissão de ações abaixo do valor contabilístico das ações anteriormente emitidas numa mesma operação de aumento de capital social (caso belga).

Não poderemos deixar de salientar que a interpretação do artigo 8.º da Diretiva do Capital poderá fazer toda a diferença no que diz respeito à função de financiamento das sociedades que, como veremos, é um dos principais objetivos da consagração das ações sem valor nominal⁸.

Tal como *infra* se explicitará em maior detalhe, a acomodação do n.º 3 do artigo 298.º do CSC – em que se prevê a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal a um valor de emissão inferior ao valor de emissão de ações

⁸ No preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010 pode ler-se o seguinte: “*As ações sem valor nominal alargam as hipóteses de financiamento das empresas, na medida em que facilitam a realização de aumentos de capital em situações que, de outro modo, estariam vedadas ou obrigariam a prévia redução do capital. Com efeito, a obrigatoriedade de valor nominal, aliada à proibição de emissão abaixo do par, dificultava a realização de operações de aumento de capital ou obrigava a uma prévia redução*”. De facto, uma leitura isolada dos referidos parágrafos permitiria concluir que a proibição de emissão de ações abaixo do par fazia parte de um regime que já não se encontra em vigor, o que estaria em clara contradição com a Diretiva do Capital.

anteriormente emitidas – ao artigo 8.º da Diretiva do Capital parece-nos bastante discutível.

Importa, ainda, frisar que vários artigos da Diretiva do Capital se referem ao “valor contabilístico”, como sendo uma figura que substitui o valor nominal das ações nos casos em que as mesmas sejam desprovidas de tal valor. A título exemplificativo, atente-se no estatuído no n.º 1 do artigo 9.º em que se poderá ler o seguinte: “(...) em proporção não inferior a 25 % do seu valor nominal ou, na falta de valor nominal, do seu valor contabilístico.”, no n.º 2 do artigo 10.º, bem como no n.º 2 do artigo 19.º em que também se faz menção ao “(...) valor nominal ou, na falta de valor nominal, do valor contabilístico de todas as ações”.

Sublinhe-se que na Diretiva do Capital não se define o mencionado “valor contabilístico”, sendo tal tarefa relegada para o legislador de cada um dos estados-membros, os quais não encontraram uma definição estável e uniforme, tendo usado aquela expressão para ilustrar situações que nem sempre coincidem, o que poderá suscitar algumas dúvidas. Parece-nos, no entanto, que da Diretiva do Capital resulta que um simples cálculo aritmético permite determinar o valor das ações sem valor nominal, que corresponderá ao aí denominado “valor contabilístico”.

Sendo a Diretiva do Capital um instrumento de harmonização mínima, cada estado-membro poderá densificar o conceito de “valor contabilístico” devendo, naturalmente, respeitar o princípio de conservação do capital social nela previsto. O legislador português adotou o conceito de “valor de emissão” que representa cada ação (cf. artigo 276.º do CSC).

Como nota conclusiva sobre a Diretiva do Capital, salientamos que os vários estados-membros transpuseram a Diretiva do Capital de diferentes formas. No capítulo seguinte apresentaremos uma breve análise dos aspetos mais relevantes do regime das ações sem valor nominal, tal como previsto em alguns estados-membros e ainda noutras jurisdições não europeias que consideramos ter especial interesse.

⁹ No designado Relatório *Winter II* elaborado por um grupo de ilustres especialistas em matéria de direito das sociedades, o *High Level Group of Company Law Experts, Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law In Europe*, 2002, é usada uma terminologia que nos parece mais adequada. Assim, em substituição da expressão “valor contabilístico” era usada a expressão “valor fraccional”, o que consideramos que representa de uma forma mais fiel o que se pretende referir, ou seja, uma fracção do capital social, pp. 13-14 e 82-83.

4. As ações sem valor nominal em alguns ordenamentos estrangeiros

4.1. *Bélgica*¹⁰

A figura das ações sem valor nominal encontra-se consagrada no ordenamento jurídico belga, desde 1913¹¹. O artigo 41 das *Lois coordonnées sur les sociétés commerciales* previa expressamente que o capital das sociedades anónimas se podia dividir em ações com ou sem valor nominal (tal artigo estatuiu o seguinte: “*Le capital des sociétés anonymes se divise en actions, avec ou sans mention de valeur.*”)

Assim, há muito que o legislador belga previu a possibilidade de as ações das sociedades anónimas e das sociedades em comandita por ações (por remissão do artigo 107 das *Lois coordonnées sur les sociétés commerciales*) terem valor nominal ou serem desprovidas de tal valor. Naquela lei admitiu-se a existência de ações representativas de determinada parcela de capital social, ou seja, as ações-quota a que nos referimos anteriormente (*actions de quotité*).

Aquando da adoção do Euro em que, entre outras medidas, se regulou o procedimento de adaptação da cifra de capital social àquela moeda, o legislador belga recordou a possibilidade de as ações representativas do capital social de sociedades anónimas e de sociedades em comandita por ações poderem não ter valor nominal, dado que tal possibilidade facilitaria o processo de redenominação.

Em virtude de um conjunto de alterações legislativas, a matéria das ações sem valor nominal passou a estar consagrada no *Code des Sociétés*.

No que respeita às sociedades anónimas e às sociedades em comandita por ações, a atual legislação belga determina que o capital social se divide em ações com ou sem valor nominal (o artigo 476 do *Code des Sociétés* estabelece que “*Le capital des sociétés anonymes se divise en actions librement cessibles, assorties ou non du droit de vote, avec ou sans mention de valeur.*”) Para as sociedades de responsabilidade limitada, o *Code des Sociétés* previu no seu artigo 238 um regime idêntico (não se faz menção a ações, mas a partes do capital social – “*Le capital se divise en parts égales, assorties ou non du droit de vote, avec ou sans mention de valeur. Les parts sont indivisibles*”).

¹⁰ Sobre o regime das ações sem valor nominal consagrado no regime belga, veja-se JEAN MARIE NELISSEN GRADE, *La détermination de la partie du capital représentée par une action sans désignation de valeur nominale dans la société anonyme*, in *Hommage a Jacques Heenen*, Collection de la Faculté de Droit de l’Université Libre de Bruxelles, Bruxelles, 1994, 337 ss., PORTALE, *Dal capital «assicurato»...*, op. cit., 161 ss. e FIGÁ-TALAMANCA, *Euro e azioni*, 326 ss.

¹¹ Como se poderá ler em THIERRY TILQUIN, *Les actions et parts sans valeur nominale en droit belge*, in *Bulletin Joly-Juillet*, 1998, 739 ss., a Lei de 18 de maio de 1873 parecia admitir a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal, no entanto, só em 1913 é que aquela figura passou a ser expressamente consagrada no ordenamento jurídico belga.

Como tal, a opção de emissão de participações sociais com ou sem valor nominal foi prevista no *Code des Sociétés*, não só para as sociedades anónimas e para as sociedades em comandita por ações, como também para as sociedades de responsabilidade limitada. Como veremos, trata-se de uma opção que não foi seguida na generalidade das jurisdições em que as ações sem valor nominal são admitidas. À semelhança do que já se encontrava previsto na *Lois coordonnées sur les sociétés commerciales*, o *Code des Sociétés* manteve a possibilidade de na mesma sociedade coexistirem participações com ou sem valor nominal.

Digno de realce é, ainda, o regime previsto para as ações sem valor nominal no âmbito de um aumento de capital social. Num cenário em que as participações sociais de uma sociedade não têm valor nominal, a operação de aumento de capital social assume especial importância, uma vez que a emissão de novas ações é feita por referência ao par contabilístico (*pair comptable*) que é um critério variável. Com efeito, a emissão de novas ações na sequência de um aumento de capital social poderá afetar o tratamento equitativo de todos os acionistas, uma vez que os acionistas que já eram titulares de participações antes do aumento de capital social podem, em consequência do mesmo, ver reduzidas as suas participações.

Assim, o problema da diluição das participações sociais assume especial acuidade na lei belga, uma vez que a mesma prevê a possibilidade de emissão de ações abaixo do par no âmbito de um aumento de capital social.

Para fazer face ao referido problema da diluição de participações sociais, o artigo 582 do *Code des Sociétés*¹² estabelece as seguintes regras a observar em caso de emissão de ações sem valor nominal abaixo do par:

- (i) a assembleia geral é o único órgão que pode deliberar sobre a emissão de ações sem valor nominal abaixo do par. Tal possibilidade não poderá ser delegada no Conselho de Administração (cf. artigo 606, 2.º do *Code des Sociétés*)¹³;

¹² O artigo 582 do *Code des Sociétés* determina que “*Lorsque l’émission d’actions sans mention de valeur nominale en dessous du pair comptable des actions anciennes de la même catégorie est à l’ordre du jour d’une assemblée générale, la convocation doit le mentionner expressément. L’opération doit faire l’objet d’un rapport détaillé du conseil d’administration portant notamment sur le prix d’émission et sur les conséquences financières de l’opération pour les actionnaires. Un rapport est établi par un commissaire ou à défaut, par un réviseur d’entreprise désigné par le conseil d’administration, ou par un expert-comptable externe désigné de la même manière, par lequel il déclare que les informations financières et comptables contenues dans le rapport du conseil d’administration sont fidèles et suffisantes pour éclairer l’assemblée générale appelée à voter cette proposition. Ces rapports sont déposés au greffe du tribunal de commerce conformément à l’article 75. Ils sont annoncés dans l’ordre du jour. Une copie peut en être obtenue conformément à l’article 535. L’absence du rapport prévu à l’alinéa 2 entraîne la nullité de la décision de l’assemblée générale.*»

¹³ O n.º 2 do artigo 606 do *Code des Sociétés* determina que o conselho de administração não pode deliberar sobre o aumento de capital social com emissão de ações sem valor nominal abaixo do

- (ii) a emissão de ações sem valor nominal abaixo do valor contabilístico deve constar expressamente da ordem de trabalhos da convocatória da assembleia geral (cf. artigo 582, I do *Code des Sociétés*); e
- (iii) a emissão de ações sem valor nominal abaixo do valor contabilístico deve ser objeto de um relatório detalhado do órgão de administração, no qual se deverá mencionar o valor da emissão e as consequências financeiras da transação para os acionistas. Este relatório é elaborado por um *commissaire* ou, na sua falta, por um auditor (*réviseur d'entreprise*) nomeado pelo órgão de administração, ou por um auditor externo (*expert-comptable externe*) nomeado da mesma forma, no qual este declara que as informações financeiras e contabilísticas incluídas no relatório do conselho de administração são verdadeiras e suficientes para informar a assembleia-geral convocada para deliberar sobre a proposta em causa (cf. artigo 582, II do *Code des Sociétés*).

Tal relatório, referido em (iii) supra, deverá ser arquivado na Secretaria do Tribunal do Comércio, podendo ser obtida uma cópia do mesmo pelos acionistas.

A ausência do mencionado relatório órgão de administração determina a nulidade da deliberação da assembleia geral sobre a emissão de ações abaixo do par (cf. artigo 582, IV do *Code des Sociétés*), o que reforça a importância que foi dada pelo legislador belga à prestação de informação clara e precisa dos sócios num potencial cenário de diluição de participações sociais.

Recorde-se que a Diretiva do Capital consagra o princípio da proibição de emissão de ações abaixo do par/valor de emissão visando, em particular, assegurar a igualdade de contribuição por parte dos acionistas. O regime belga parece não permitir assegurar (em absoluto) essa igualdade, pelo que tem sido discutido se o mesmo se conforma, na íntegra, com a Diretiva do Capital¹⁴.

Em face do exposto, poderá concluir-se que o Direito belga permite uma grande flexibilidade em matéria de financiamento das sociedades, no entanto, poderá facilitar a diluição das participações dos sócios predecessores ao aumento de capital social o que, de certa forma, é acautelado pelas regras previstas no artigo 582.º do *Code des Sociétés*.

par («L'autorisation visée à l'article 603 [autoriser le conseil d'administration à augmenter le capital] ne peut jamais être utilisée pour les opérations suivantes l'émission d'actions sans mention de valeur nominale en dessous du pair comptable des actions anciennes de la même catégorie»). Vide neste âmbito, FIGÀ-TALAMANCA, *Euro e azioni*, 328.

¹⁴ Veja-se a este propósito, as considerações de ALEMÁN LAÍN, in *Función del valor nominal*, 140 ss., e de PAULO DE TARSO DOMINGUES in *Acções sem valor nominal*, cit., 201 a 203, em que, em traços genéricos, o Autor questiona o integral cumprimento da Diretiva do Capital da qual resulta a proibição de emissão de ações abaixo do par.

4.2. *Luxemburgo*¹⁵

Desde 1915, que a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal se encontra plasmada no Luxemburgo. O artigo 37 da *Loi du 10 Août 1915* (alterada em 1983), determina que o capital das sociedades anónimas se divide em partes iguais, com ou sem valor nominal (“*le capital des sociétés anonymes se divise en actions d’égale valeur, avec ou sans mention de valeur*”). Por remissão legal, tal regime é aplicável às sociedades em comandita por ações.

Como tal, cada ação (com ou sem valor nominal) deverá representar a mesma percentagem de capital social.

O legislador luxemburguês estabeleceu um regime idêntico para as sociedades de responsabilidade limitada, em relação às quais se estabelece igualmente que o seu capital social se divide em partes iguais, com ou sem valor nominal (artigo 182 da *Loi du 10 août 1915* – “*Il [capital social] se divise en parts d’égale valeur, avec ou sans mention de valeur*”).

4.3. *Alemanha*

Na Alemanha, há muito que o tema das ações sem valor nominal é debatido pela doutrina. Foi no âmbito da preparação da implementação do Euro, que implicaria a redenominação do capital social das sociedades, que o legislador alemão veio a consagrar a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal¹⁶.

Na Alemanha, proibiu-se a emissão de ações sem valor nominal por um valor inferior e/ou superior ao valor contabilístico das ações anteriormente emitidas. Daí resulta que o regime previsto no ordenamento jurídico alemão é bastante rígido, uma vez que o valor contabilístico das novas ações terá que ser precisamente igual ao valor das ações já emitidas. Neste aspeto, o regime das ações sem valor nominal consagrado na Alemanha é similar ao das ações com valor nominal.

¹⁵ Sobre o regime das ações sem valor nominal previstas no ordenamento jurídico luxemburguês, vide MARK HERNEN/EMILE DENNEWALD, *Elements de droit commercial luxembourgeois: Les sociétés commerciales 2* (1985).

¹⁶ Cf. § 8 (1) e § 23 (3) e (4) AktG após as alterações introduzidas pela Gesetz über die Zulassung von Stückaktien, de 25 de março de 1998. Veja-se a este respeito o apontamento histórico sobre o tema das ações sem valor nominal no ordenamento jurídico alemão apresentado por MENEZES CORDEIRO, *Ações sem valor nominal*, in RDS op. cit., 477 ss. Como PAULO CÂMARA e ANA F. MORAIS ANTUNES referem “O problema fora, igualmente, equacionado aquando dos trabalhos preparatórios da Lei das Sociedades por Ações de 1965, sem que contudo tivesse chegado a adquirir forma de norma na nova disciplina das sociedades anónimas.” in *Ações sem valor nominal*, op. cit., 48.

Como tal, um dos principais objetivos que se pretende alcançar com as ações sem valor nominal – financiamento das sociedades – não é alcançado na sua plenitude naquele ordenamento jurídico.

Note-se que o § 8.º (1) da AktG estabelece que as ações podem ter valor nominal ou não (“*Die Aktien können entweder als Nennbetragsaktien oder als Stückaktien begründet werden*”). O AktG permite que as sociedades optem por ações com ou sem valor nominal e, ao contrário do que acontece na Bélgica, não é admitida a coexistência numa mesma sociedade de ações com e sem valor nominal.

De notar igualmente, que o § 8.º (3) da AktG determina que as ações sem valor nominal deverão ter um valor de emissão de, pelo menos, um euro (“*Stückaktien lauten auf keinen Nennbetrag. Die Stückaktien einer Gesellschaft sind am Grundkapital in gleichem Umfang beteiligt. Der auf die einzelne Aktie entfallende anteilige Betrag des Grundkapitals darf einen Euro nicht unterschreiten*”). Com esta limitação, visou-se evitar e prevenir as *penny-stocks*, ou seja, as ações com um valor bastante reduzido.

Atento o exposto, poderá concluir-se que no ordenamento jurídico alemão se previu a existência das denominadas ações-parcela (*stückaktien*). As ações são todas iguais e a medida da participação é aferida com base no número de ações detidas pelo acionista. Os direitos dos acionistas aferem-se por referência à fração do capital social representada pelas ações detidas pelo acionista em causa (resultante da divisão do capital pelo número de ações).

Tal como já se referiu, o legislador alemão não permite a emissão de ações sem valor nominal abaixo do par num aumento de capital social, tendo introduzido o conceito de *geringster Ausgabebetrag* no § 9 (1) AktG que corresponde à divisão do capital pelo número de ações. Reitere-se que na Alemanha não só não se podem emitir ações abaixo do par, como também não se podem emitir ações acima desse valor.

Em bom rigor, o legislador pretendeu manter inalterada a fração de capital correspondente a cada ação, consagrando as ações sem valor nominal na modalidade de ações parcela (*stückaktie*) e de ações não autênticas.

4.4. Itália

A oportunidade de introdução de ações sem valor nominal no ordenamento jurídico italiano foi prevista pelo legislador em 2001, na Lei n.º 366/2001 que veio possibilitar a implementação de uma reforma no direito societário italiano. No n.º 6 do artigo 4 daquela lei consagrou-se a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal (“*la possibilità di emettere azioni senza indicazione del valore nominale, determinandone la disciplina conseguente*”).

No entanto, só em 2003, com a revisão do CCit¹⁷, em matéria de sociedades, é que a figura das ações sem valor nominal foi introduzida em Itália. O legislador italiano optou por eliminar a obrigatoriedade da menção do valor nominal das ações, passando a estabelecer-se no artigo 2346 do CCit o seguinte:

[1] La partecipazione sociale è rappresentata da azioni; salvo diversa disposizione di leggi speciali lo statuto può escludere l'emissione dei relativi titoli o prevedere l'utilizzazione di diverse tecniche di legittimazione e circolazione.

[2] Se determinato nello statuto, il valore nominale di ciascuna azione corrisponde ad una frazione del capitale sociale; tale determinazione deve riferirsi senza eccezioni a tutte le azioni emesse dalla società.

[3] In mancanza di indicazione del valore nominale delle azioni, le disposizioni che ad esso si riferiscono si applicano con riguardo al loro numero in rapporto al totale delle azioni emesse.

[4] A ciascun socio è assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte del capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore a quello del suo conferimento. Lo Statuto (3) può prevedere una diversa assegnazione delle azioni.

Do referido dispositivo legal resulta que os direitos conferidos aos acionistas se deverão aferir com base no número de ações emitidas sendo que, ao abrigo do artigo 2348 do CCit, todas as ações conferem os mesmos direitos e têm o mesmo valor (“*le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti*”).

Para uniformização do regime legal, o artigo 2354, 3.º do CCit passou a determinar que as ações deverão indicar, *inter alia*, o valor nominal, ou no caso de ações sem valor nominal, o número total de ações emitidas e a fração de capital que representam. Com efeito, determina o referido preceito legal que os títulos representativos de ações devem indicar “*il loro valore nominale o, se si tratta di azioni senza valore nominale, il numero complessivo delle azioni emesse, nonché l'ammontare del capitale sociale*”.

Do artigo 2346 do CCit parece resultar que o legislador terá pretendido que as sociedades optassem por ações com valor nominal ou ações sem valor nominal, ou seja, a letra da lei (pouco clara) parece indicar que não se admite a coexistência desses dois tipos de ações na mesma sociedade. Autores como Giuseppe Portale¹⁸

¹⁷ Na sequência da revisão introduzida ao CCit operada pelo Decreto legislativo n.º 6 de 17 de janeiro de 2003. *Vide* neste âmbito, GIUSEPPE PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle tracking stocks*, op. cit., pp. 160 ss. e FIGÁ-TALAMANCA, *Euro e azioni*, op. cit., pp. 273 e ss e *Il valore nominale delle azione* op. cit., pp. 65-67.

¹⁸ *In Dal capitale «assicurato» alle tracking stocks*, op. cit., 162.

e Paolo Cendon¹⁹ defendem a impossibilidade de coexistência dos dois tipos de ações (com e sem valor nominal) numa mesma sociedade, com base no disposto no n.º 2 do artigo 2346.º do CCit.

Num outro prisma, notamos que do estudo que levamos a cabo sobre o regime das ações sem valor nominal em Itália, nos pareceu resultar que a lei não proíbe expressamente a emissão de ações sem valor nominal com um valor de emissão inferior ao das ações anteriormente emitidas.

Do anteriormente exposto resulta que o legislador italiano optou pelas ações sem valor nominal não autênticas e na modalidade de ações-quota.

4.5. França

Desde 1998 que o ordenamento jurídico francês prevê a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal. O artigo 228 do Código Comercial francês (*Code de Commerce*) no qual foi incorporada a lei que, em 1998, passou a prever as ações sem valor nominal (ou seja, *Loi n.º 98-546 de 1998*²⁰ que alterou a *Loi n.º 66-537 de 1996*), determina que a indicação do valor nominal das ações é meramente facultativa (artigo 228 do *Code de Commerce* – “*Le montant nominal des actions ou coupures d'action peut être fixe par les statuts. Cette opinion s'applique alors à toutes les émissions d'actions*”)²¹.

À semelhança de outros ordenamentos jurídicos europeus, a lei francesa também não admite a possibilidade de numa mesma sociedade coexistirem ações com e sem valor nominal, devendo as sociedades fixar nos respetivos estatutos o tipo de ações adotado. Note-se, ainda, que no ordenamento jurídico francês se prevê que os direitos correspondentes a cada ação se aferem com base na fração de capital que representam, ou seja, encontram-se consagradas as ações-quota.

No que respeita ao tema do aumento de capital social, que no âmbito das ações sem valor nominal assume especial relevo, o *Code de Commerce* determina nos artigos L-225-127 e ss. que o capital social pode ser aumentado através da emissão de novas ações ou do aumento do valor nominal das ações existentes. Caso o capital social seja aumentado através da emissão de novas ações, deverá ser pago um prémio de emissão (artigo L-225-128 – “*les actions nouvelles sont émises, soit à leur montant nominal, soit à ce montant majoré d'une prime d'émission*”).

¹⁹ *In Comentario al Codice Civile*, (organização), anotação ao artigo 2346, Giuffrè, Milão, 2010, 445.

²⁰ A *Loi n.º 98-546 de 1998* estabeleceu as regras necessárias à implementação do euro.

²¹ *Vide ALEMMAIN LAIN, Funcion del valor nominal*, op. cit., 142 ss. e FIGÁ TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, 58 ss.

4.6. *Estados Unidos da América*

As ações sem valor nominal surgiram nos Estados Unidos da América, com a Lei do Estado de Nova Iorque de 1912 que veio admitir as *no-par value shares*. A possibilidade de emissão de ações sem valor nominal estendeu-se aos demais Estados de tal forma que, em 1975, só o Estado do Nebraska ainda não consagrava as ações sem valor nominal. Atualmente, todos os Estados norte americanos prevêem a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal²².

Abordaremos, de seguida, as razões subjacentes à consagração das ações sem valor nominal pela Lei do Estado de Nova Iorque de 1912. Assim, era frequente fixar-se um elevado valor nominal das ações (*high par value*), uma vez que era comum associar o valor nominal à estabilidade financeira de uma sociedade²³.

O elevado valor nominal das ações viria a desencadear alguns problemas relacionados com (i) a emissão e colocação de ações, em particular, nas situações em que o seu valor de mercado era inferior ao par, (ii) a responsabilidade dos acionistas inerente às ações com valor nominal muito superior ao valor real (designadas *watered shares*) e (iii) as dificuldades que as ações com valor nominal elevado (*high par value shares*) poderiam colocar à distribuição de dividendos, uma vez que as mesmas determinam normalmente um capital social elevado (que se assume como o limiar de distribuição de bens aos sócios).

Em traços genéricos, e como o próprio nome indicia, a designação de *watered shares* deve-se ao facto de se entender que as ações eram parcialmente pagas com “água”, à semelhança do que acontecia com as mercadorias aguadas para aumentar o seu peso antes da venda²⁴.

A sobreavaliação das entradas em espécie levou a que a se passasse a prever a obrigatoriedade de os acionistas pagarem a diferença entre o valor efetivo da sua participação e o valor das entradas. Foi nesse contexto que se passou a verificar a situação precisamente inversa, ou seja, passou a recorrer-se a ações com valor nominal muito baixo, as então denominadas *low par stock* ou *penny stocks*, dado que, dessa forma, o valor nominal das participações estaria coberto pelo valor

²² Na lei das sociedades de Nova Iorque de 1912 podia ler-se que “*any or all of the shares of any stock corporation, other than a moneyed corporation, may be issued with or without par value*”. Veja-se a propósito do regime estadunidense acerca destas matérias CARLOS ISRAELS, *Problemes of Par and No-Par Shares: a Repraisal*, Columbia Law Review XLVII, 1947, em que se poderá ler o seguinte “*No-par shares were first authorised by the New York Stock Corporation Law in the year 1912. Since that time the laws of all but two of the states have been amended to permit the issuance of shares without par value (...)*”, pp. 1279-1300.

²³ Cf. MANNING/HANKS JR., *Legal Capital*, 28 ss.

²⁴ Sobre a temática das *watered shares* veja-se ALEMMAIN LAIN, *Función del valor nominal...* op. cit., 76 ss. e MANNING/HANKS JR., *Legal capital*, op. cit., 49.

dos bens com que o sócio tivesse entrado para a sociedade e, por outro lado, permitiam alguma flexibilidade na fixação do valor de emissão das ações em posteriores aumentos de capital.

Com a criação das *no-par value shares* pretendeu-se fazer face aos problemas que a sobreavaliação de entradas em espécie e inerente emissão de ações com valor superior ao das respectivas entradas tinham vindo a suscitar (as então denominadas *watared shares* ou *watared stocks*). Como tal, um dos principais objetivos da introdução de ações sem valor nominal nos Estados Unidos foi o de facilitar o financiamento das sociedades, uma vez que se permitiu contornar a exigência de emissão por um preço pelo menos equivalente ao valor nominal das ações já existentes, nos casos em que o valor real das ações era inferior ao respetivo valor nominal.

À semelhança da opção belga a que nos referimos anteriormente, alguns Estados norte-americanos também admitem a possibilidade de coexistência de ações com e sem valor nominal numa mesma sociedade.

Na sequência de algumas reformas e alterações legislativas, o *Revised Model Business Corporation*²⁵ deixou de distinguir ações com e sem valor nominal, bem como de estabelecer um preço mínimo de emissão para as ações e, consequentemente, previu a responsabilidade pela emissão de ações abaixo do par.

Realce-se, ainda, que nos Estados Unidos da América, o conceito de “capital social” (*legal* ou *stated capital*) deixou de ter a importância que tradicionalmente lhe era atribuída e passou a ser substituído por outras figuras. Após algumas alterações legislativas, a exigência de inclusão no documento constitutivo de sociedade da cifra de capital autorizado foi substituída pelo número de ações que a sociedade está autorizada a emitir.

Para minimizar o risco de diluição de participações acionistas, exige-se que o aumento ou redução do número de ações autorizadas seja aprovado pela assembleia geral e, dependendo dos casos, exige-se o voto separado do grupo afetado com a alteração em apreço. Para além da referida exigência, será ainda necessário que em momento prévio à emissão de ações, o conselho de administração declare que o valor é adequado, o que suscita a questão relativa aos

²⁵ Disponível para consulta em <http://apps.americanbar.org/buslaw/committees/CL270000pub/nosearch/mbca/assembled/20051201000001.pdf>. Do referido documento resulta que os seguintes 29 estados adotaram o *Revised Model Business Corporation* (total ou parcialmente): Alabama, Arizona, Arkansas, Connecticut, Florida, Georgia, Idaho, Iowa, Kentucky, Maine, Mississippi, Montana, Nebraska, New Hampshire, Carolina do Norte, Oregon, Carolina do Sul, Tennessee, Utah, Vermont, Virginia, Washington, Wisconsin e Wyoming. Nos Estados de Alaska, District of Columbia, New Mexico e South Dakota ainda vigora legislação baseada na versão do *Model Business Corporation* de 1969.

deveres fiduciários (*fiduciary duties*) dos administradores²⁶, em particular, em relação aos anteriores acionistas.

Neste particular, impõe-se concluir que um sistema com ações sem valor nominal autênticas (*true no par shares*) implica um reforço dos deveres fiduciários dos administradores e uma maior responsabilização dos mesmos, bem como dos acionistas majoritários, uma vez que inexistindo um valor mínimo de subscrição de ações, os administradores gozam de uma certa autonomia na fixação do valor de emissão de novas ações²⁷. Tal como resulta do anteriormente exposto, o modelo norte-americano de ações sem valor nominal possibilita uma grande flexibilidade em relação aos preços de emissão de ações, dado que não se exige um mínimo de contribuição de capital.

As ações sem valor nominal norte-americanas são, portanto, do tipo autêntico ou puro, dado que refletem os direitos que lhes são inerentes, sem que a sociedade tenha capital social ou sem que haja uma relação direta entre as ações emitidas e a cifra de contabilística de capital social.

4.7. *Brasil*

No Brasil, a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal encontra-se expressamente consagrada na Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, alterada pela Lei n.º 9.457, de 1997. O artigo 11 daquele diploma legal determina que “O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal.” E no § 1.º do mesmo artigo poderá ler-se que “Na companhia com ações sem valor nominal, o estatuto poderá criar uma ou mais classes de ações preferenciais com valor nominal.”

No artigo 14 da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 concretiza-se o regime das ações sem valor nominal, uma vez que se estabelece que “O preço de emissão das ações sem valor nominal será fixado, na constituição da companhia, pelos fundadores, e no aumento de capital, pela assembléia-geral ou pelo conselho de administração (artigos 166 e 170, § 2.º). *Parágrafo único.* O preço de emissão pode ser fixado com parte destinada à formação de reserva de capital; na emissão de ações preferenciais com prioridade no reembolso do capital, somente a parcela que ultrapassar o valor de reembolso poderá ter essa destinação.”

²⁶ Sobre deveres fiduciários previstos nos Estados Unidos, atente-se na análise de PEDRO CAETANO NUNES, in *Corporate Governance*, Almedina, 2006, 22 ss.

²⁷ Vide Section 8.30 do *Revised Model Business Corporation* relativo às regras de atuação dos administradores (*standards of conduct for directors*).

Merece ainda especial destaque o regime previsto na lei brasileira, no âmbito de aumentos de capital social. A esse propósito, atente-se no teor do artigo 170 da lei anteriormente referida que determina que:

Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

§ 1.º *O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas*, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

I – a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II – o valor do patrimônio líquido da ação;

III – a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

§ 2.º A assembléia-geral, quando for de sua competência deliberar sobre o aumento, poderá delegar ao conselho de administração a fixação do preço de emissão de ações a serem distribuídas no mercado.

§ 3.º A subscrição de ações para realização em bens será sempre procedida com observância do disposto no artigo 8.º, e a ela se aplicará o disposto nos §§ 2.º e 3.º do artigo 98.

§ 4.º As entradas e as prestações da realização das ações poderão ser recebidas pela companhia independentemente de depósito bancário.

§ 5.º No aumento de capital observar-se-á, se mediante subscrição pública, o disposto no artigo 82, e se mediante subscrição particular, o que a respeito for deliberado pela assembléia-geral ou pelo conselho de administração, conforme dispuser o estatuto.

§ 6.º Ao aumento de capital aplica-se, no que couber, o disposto sobre a constituição da companhia, exceto na parte final do § 2.º do artigo 82.

§ 7.º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1.º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspetos econômicos que determinaram a sua escolha. (Incluído pela Lei n.º 9.457, de 1997). (Itálico nosso)

Com efeito, o legislador brasileiro não adotou um conceito estanque e contabilístico de valor de emissão, dando prevalência aos fatores que permitam aferir a posição da sociedade no mercado, tendo em conta os direitos dos sócios, na medida em que se prevê expressamente que se deverá afastar a diluição injustificada das participações sociais. Parece-nos, pois, que se trata de uma opção de aplaudir, uma vez que a lei brasileira determina expressamente que se deverá atender a diversos fatores que permitam aferir a situação da sociedade e encontrar um equilíbrio entre a situação da sociedade e a posição dos sócios.

4.8. *Nota conclusiva sobre a figura das ações sem valor nominal nos ordenamentos jurídicos estrangeiros analisados*²⁸

Feita esta breve incursão por alguns ordenamentos jurídicos em que a figura das ações sem valor nominal se encontra consagrada, cumpre-nos apresentar as nossas conclusões. Assim, neste ponto, salientaremos os principais traços característicos das ações sem valor nominal, tal como previstas nos estados anteriormente mencionados.

Nos ordenamentos jurídicos analisados, o regime das ações sem valor nominal está longe de ser um regime exaustivo e pormenorizado, tendo os legisladores optado por conferir alguma liberdade na concretização do “modelo” a adotar por cada sociedade, nomeadamente, em sede estatutária. Tal é, aliás, a opção adotada na Diretiva do Capital, em que se encontram previstos apenas alguns “pilares” essenciais das ações sem valor nominal (e.g. proibição de emissão de ações abaixo do par).

Um dos traços comuns a todas as jurisdições analisadas, parece-nos ser o da (aparente) “substituibilidade” das funções tradicionalmente atribuídas ao valor nominal, a que *infra* nos referiremos mais detidamente. De facto, da análise do regime das ações sem valor nominal nos diversos ordenamentos jurídicos anteriormente mencionados, parece resultar que as funções comumente atribuídas ao valor nominal poderão ser desempenhadas por outras “figuras”. Por exemplo, a medida dos direitos dos sócios pode ser aferida não apenas pelo valor nominal das participações detidas, mas também pela percentagem de capital ou do número de ações detidas.

De outra perspetiva, a análise efetuada permitiu concluir que em matéria de ações sem valor nominal, o regime europeu e o norte-americano apresentam diferenças significativas, desde logo por que a Diretiva do Capital não permite

²⁸ Como nota prévia sobre este ponto, cumpre-nos salientar que atendendo aos constrangimentos inerentes a um estudo desta natureza, não nos foi possível traçar uma análise, ainda que sucinta, do regime das ações sem valor nominal previsto noutros ordenamentos jurídicos relevantes, como por exemplo, no Canadá, no Japão e na Austrália em que, tanto quanto nos foi possível apurar, a figura das ações sem valor nominal também se encontra prevista.

Apesar de extravasar o âmbito direto do ponto 4.8. relativo aos ordenamentos jurídicos estrangeiros analisados, não poderemos deixar de salientar o facto de no Reino Unido e em Espanha ainda existir a obrigatoriedade de todas as ações terem valor nominal. Neste âmbito, veja-se com especial interesse o relatório elaborado para o Governo do Reino Unido, denominado *Modern company law for a competitive economy*, de 2001, em que se tecem algumas considerações sobre a possibilidade de consagração das ações sem valor nominal no Reino Unido. O referido relatório encontra-se disponível em <http://www.bis.gov.uk/files/file23279.pdf>. Em Espanha, o legislador consagrou expressamente a proibição de emissão de ações sem valor nominal no artigo 21 da Ley 46/1998, de 17 de diciembre.

a consagração de ações sem valor nominal autênticas ou próprias, existentes em vários estados norte-americanos. Por outro lado, e com exceção da Bélgica e de alguns estados norte-americanos, na generalidade das jurisdições não é permitida a coexistência de ações com valor nominal e sem valor nominal.

Outro aspeto que assume particular relevo no âmbito das ações sem valor nominal reside na (im)possibilidade de emissão de ações abaixo do par, nomeadamente em sede de aumento ou redução de capital social, uma vez que poderá estar em causa uma diluição das participações acionistas.

Nos Estados Unidos da América essa possibilidade de emissão de ações abaixo do par encontra-se expressamente consagrada (com algumas cautelas para minimizar o tal risco de diluição: voto separado da classe ou do grupo afetado e declaração do conselho de administração sobre a adequação dos valores em causa).

Na Bélgica também se previu a possibilidade de emissão de ações abaixo do par, acompanhada de medidas que visam afastar o risco de diluição (relatório do conselho de administração e determinadas menções na convocatória da assembleia em causa). No entanto, tal possibilidade poderá não se conformar com a Diretiva do Capital.

Por seu turno, na Alemanha previu-se um regime mais rígido, uma vez que o valor da emissão de ações não só não pode ser inferior ao das ações anteriormente emitidas, como também não pode ser superior, devendo ser precisamente igual ao das emissões anteriores, o que configura um regime bastante rígido, mas em perfeita consonância com a Diretiva do Capital.

Uma última nota digna de realce prende-se com o facto de não termos notícia de nenhuma jurisdição em que a figura das ações sem valor nominal se encontrasse consagrada, tenha passado a prever a obrigatoriedade de as ações terem valor nominal, ou seja, não detetámos nenhuma jurisdição em que se tivesse recuado na consagração da figura das ações sem valor nominal. Nesse ponto, o saldo é claramente positivo, o que poderá ser um indicador igualmente positivo relativamente à admissibilidade da figura das ações sem valor nominal em Portugal.

5. Consagração das ações sem valor nominal no Direito Português

5.1. *Antecedentes*

5.1.1. *Ponderação da possibilidade de consagração de ações sem valor nominal no âmbito do processo de introdução do Euro*

A admissibilidade das ações sem valor nominal no ordenamento jurídico português foi ponderada na fase preparatória da adoção do Euro – no quadro

da adaptação do sistema jurídico nacional à terceira fase da União Económica e Monetária –, nos finais da década de noventa²⁹.

Compreende-se que a permissão de ações sem valor nominal tenha sido analisada nessa fase, uma vez que as mesmas facilitariam o processo de redenominação do capital social e das ações (necessário no contexto da adoção do Euro). Se as participações sociais deixassem de ter valor nominal, esse valor poderia ser substituído pela referência percentual que as ações representavam no capital social.

Entidades como a Federação Bancária da União Europeia, a Federação Europeia de Bolsas de Valores, o Banco de Inglaterra e a Bolsa de Amesterdão alertaram os estados-membros para as vantagens que a permissão de ações sem valor nominal poderia trazer no contexto da introdução do Euro³⁰. Entre nós, a oportunidade de consagração das ações sem valor nominal também foi analisada pela CMVM, pelo Banco de Portugal e pela denominada Comissão do Euro que demonstraram ser favoráveis à sua introdução no nosso ordenamento jurídico.

Nessa senda, foi preparado um projeto legislativo no qual se consagrava a figura das ações sem valor nominal, no entanto, o Governo optou por não introduzir quaisquer alterações sobre essa matéria, mantendo-se a obrigatoriedade de as ações serem representadas por um valor nominal.

5.1.2. *Regime excecional e temporário de redução do valor nominal previsto no Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de março*

Por razões diversas das anteriormente referidas (relativas à implementação do Euro em Portugal), em 2009, voltou a analisar-se a matéria relativa ao valor nominal das ações. Como veremos, não se ponderou a possibilidade de suprimir o valor nominal, tendo-se admitido apenas a permissão de redução desse valor.

²⁹ Veja-se sobre este tema SIMÕES PATRÍCIO, *O Regime Jurídico do Euro*, Coimbra, 1998, com particular interesse no âmbito do presente estudo, 17-33, 200 e 292-299, bem como o relatório designado por “A Introdução da Moeda Única e o Mercado de Valores Mobiliários” – 2.º Relatório de Progresso – CMVM, janeiro de 1998, elaborado pelo Grupo de trabalho da CMVM, BVL, BDP e Interbolsa, bem como PAULO CÂMARA e ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Ações sem valor nominal*, op. cit., 81-85. Como se viu anteriormente, estados como a Alemanha e Itália previram a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal, precisamente nesse contexto da implementação do euro.

³⁰ Neste âmbito, atente-se nas recomendações da Federação Bancária da União Europeia constantes do documento *Redenomination and other harmonisation issues in the changeover to EMU* e ainda no documento emitido pela Federação Europeia de Bolsas de Valores denominado *The transition to the Euro: the views of the federation on trading, settlement and the redenomination of Securities*, maio de 1997, 9-12, disponível em http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication1036_en.pdf.

Por uma questão de facilidade de análise, faremos de seguida um breve enquadramento da conjuntura em que surgiu o Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de março.

Como é consabido, a crise que eclodiu em finais de 2007 afetou de forma adversa os mercados. Desde essa altura que se assistiu a uma quebra significativa do valor de mercado de ações de sociedades cotadas que viram a cotação das suas ações (significativamente) abaixo do seu valor nominal. Tendo em conta que, nos termos dos artigos 298.º e 25.º do CSC, a emissão de ações abaixo do par “era” absolutamente proibida, as sociedades que se pretendessem financiar através de aumentos de capital social deparavam-se com algumas dificuldades, uma vez que muito dificilmente o público subscreveria ações a um preço superior ao que poderia comprar no mercado bolsista.

Perante tais dificuldades, o legislador português consagrou no Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de março, alguns mecanismos extraordinários e temporários³¹ que visavam a redução (e não a supressão) do valor nominal das ações de sociedades anónimas, de modo a facilitar eventuais aumentos de capital social³².

Note-se que, ao contrário do que se refere no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010, no Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de março não se consagrou a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal, mas tão-somente uma diminuição extraordinária do valor nominal das ações. Com efeito, não nos parece correta a menção constante do preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010, no qual se refere que se considera oportuno permitir a emissão de ações sem valor nominal, conferindo carácter genérico à solução que já havia sido consagrada no Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de março.

Parece-nos, pois, que as palavras traíram o legislador, tal como se poderá constatar na breve incursão pelo Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de março (em vigor até 31 de dezembro de 2009) que se segue:

Artigo 1.º determina que o objecto do diploma é o estabelecimento de mecanismos extraordinários de diminuição do valor nominal das ações das sociedades anónimas;

Artigo 2.º prevê a redução de capital social por diminuição do valor nominal das ações, desde que um montante igual ao montante da redução seja

³¹ O artigo 5.º do Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de março determina que as medidas extraordinárias previstas nesse diploma vigoravam para as operações de redução do valor nominal “realizadas até 31 de dezembro de 2009”.

³² Veja-se a propósito do Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de março, o artigo de PAULO CÂMARA, *O Decreto-Lei n.º 64/2009: Diminuição Extraordinária do Valor Nominal das Ações*, in RDS n.º 2, 2009, 327-338 e o artigo de PAULO DE TARSO DOMINGOS, *O Capital social como entrave ao financiamento das sociedades. Os novos conceitos e regime de capital social introduzidos pelo Decreto-Lei n.º 64/2009 são solução?*, in DSR, Ano 1, Vol. 2, outubro de 2009, Almedina Coimbra, 175-200.

simultaneamente levado a uma reserva especial, que deverá estar sujeita ao regime do capital social, no que respeita às garantias perante os credores. Neste artigo dispensavam-se alguns formalismos previstos no CSC em sede de redução de capital social;

Artigo 3.º possibilita a diminuição do valor nominal das acções sem redução do capital, desde que se encontrem verificados determinados requisitos, nomeadamente os seguintes: o valor nominal antes da diminuição seja igual ou inferior ao valor contabilístico das acções constante de balanço e seja simultaneamente deliberado o aumento de capital mediante novas entradas em dinheiro, ficando a deliberação condicionada à realização do aumento de capital social. Neste artigo previam-se ainda regras aplicáveis apenas às instituições de crédito;

Artigo 5.º estabelece que o Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de março é aplicável às operações realizadas até 31 de dezembro.

Tanto quanto nos foi possível apurar³³, o Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de março nunca foi aplicado, o que se compreende, uma vez que o regime excepcional nele previsto era, em alguns aspetos, demasiado permissivo, o que suscitava dúvidas quanto à sua transparência, de um ponto de vista de direito societário e, por outro lado, a reserva especial também constituiu um factor de desincentivo ao recurso das medidas nele previstas.

Como Paulo Câmara concluiu num estudo dedicado ao diploma legal ora em apreço, afigura-se “*como inevitável no desenvolvimento futuro do direito societário português: o da permissão de acções sem valor nominal*”³⁴, o que de facto viria a acontecer com o Decreto-Lei n.º 49/2010.

5.1.3. *Motivações da consagração das acções sem valor nominal no ordenamento jurídico português*

A atual crise financeira que se iniciou por volta do ano de 2007, intensificou o debate sobre a oportunidade da adoção de acções sem valor nominal. Como já se referiu, algumas sociedades com acções admitidas à negociação em mercado regulamentado têm-se confrontado com um cenário em que as suas acções se encontram reiteradamente a ser negociadas a um valor inferior ao respetivo valor nominal.

³³ No mesmo sentido, atente-se nas palavras de MENEZES CORDEIRO, in *Acções sem valor nominal* op. cit., 501 e 502.

³⁴ In *O Decreto-Lei 64/2009: Diminuição extraordinária do valor nominal das acções*, RDS n.º 2, 2009, 338.

Ora, as sociedades cotadas que necessitavam de se financiar através da emissão de novas ações, deparavam-se com as seguintes dificuldades:

- (i) Se emitissem ações a um preço superior ao respetivo valor nominal, a sua colocação no mercado estaria bastante dificultada ou praticamente impossibilitada, uma vez que o público dificilmente subscreveria ações a um preço superior ao que poderia comprar no mercado bolsista; e
- (ii) Por força da (anterior) redação do artigo 298.º do CSC, não podiam emitir ações abaixo do seu valor nominal.

De forma a ultrapassar tais dificuldades, as sociedades viam-se quase “forçadas” a concretizar uma operação de redução de capital social seguida de um aumento de tal cifra, as designadas “operações harmónio”. No preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010, o legislador apresenta a justificação para a admissibilidade de ações sem valor nominal.

A primeira razão apontada prende-se com o aumento das facilidades de financiamento das sociedades, na medida em que as ações sem valor nominal facilitam a realização de aumentos de capital social em situações em que numa sociedade cujo capital se encontrasse representado por ações com valor nominal não seria possível ou seria necessário proceder a uma operação prévia de redução do capital social.

Associada à referida justificação, poderá, ainda, ler-se no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010 que a admissibilidade das ações sem valor nominal também permite uma simplificação dos atos societários na medida em que evita, *inter alia*, a concretização de operações harmónio.

Neste contexto, merece especial destaque a atual situação das instituições de crédito, cujas necessidades de financiamento foram agudizadas por alterações às regras prudenciais, em particular, pelo aumento do *ratio* mínimo de base (*rácio Tier 1*). Tendo em conta que o *rácio* de solvabilidade *Tier 1* se afere entre, por um lado, o capital realizado, reservas e resultados transitados e, por outro, os ativos da instituição de crédito, o aumento de requisitos do *Tier 1* gerou a necessidade de aumentos de capital social por parte de algumas instituições de crédito³⁵.

³⁵ Neste âmbito, atente-se na Instrução do Banco de Portugal n.º 12/2011, de 15 de julho de 2011 que determina que, para efeitos das alíneas *a* e *j*) do n.º 1 do artigo 3.º do Aviso n.º 6/2010, de 31-12, devem ser tidas em consideração as orientações publicadas pela EBA (Autoridade Bancária Europeia), em 14.06.2010 e 10.12.2009 relativas aos elementos para o cálculo dos fundos próprios de base, as quais se encontram disponíveis em http://www.eba.europa.eu/documents/Publications/Standards---Guidelines/2010/Guidelines_article57a/Guidelines_article57a.aspx, na Instrução do Banco de Portugal n.º 13/2011, de 15 de julho de 2011 que, por sua vez, determina, para efeitos das

Note-se que no âmbito do Comité de Basileia³⁶, do “*Memorando de Políticas Económicas e Financeiras – FMI*”³⁷ e do “*Memorando de entendimento sobre as Condicionalidades de Política Económica*”³⁸ se prevêem exigências prudenciais adicionais. Nesse contexto, o Aviso n.º 3/2011 do Banco de Portugal veio estabelecer que “*Os grupos financeiros sujeitos à supervisão em base consolidada do Banco de Portugal que incluam alguma das instituições de crédito referidas nas alíneas a) a c) do artigo 3.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro, devem reforçar os seus rácios core tier 1, em base consolidada, para um valor não inferior a 9%, até 31 de dezembro de 2011, e a 10%, até 31 de dezembro de 2012.*”

Como tal, a consagração das ações sem valor nominal pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, terá especial interesse para as instituições de crédito.

Para além da justificação referida nos parágrafos anteriores, que se prende essencialmente com o financiamento das sociedades, o legislador apresenta uma segunda razão relacionada com o aumento da competitividade das sociedades

alíneas d) e e) do n.º 2 do artigo 2.º e da alínea e) do n.º 1 do mesmo artigo 2.º e do n.º 3 do artigo 5.º do Aviso n.º 7/2010, de 31-12, devem ser tidas em consideração as orientações publicadas pelo EBA (Autoridade Bancária Europeia), em 28.07.2010 e 11.12.2009, disponíveis em http://www.eba.europa.eu/documents/Publications/StandardsGuidelines/2009/Largeexposures_all/Guidelineson-Large-exposures-connected-clients-an.aspx, bem como na recente Instrução do Banco de Portugal n.º 18/2011, de 16 de agosto de 2011 que determina que, relativamente à avaliação e gestão da exposição ao risco operacional, as instituições devem ter em consideração as orientações emitidas pelo CEBS (Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária) – EBA, em 12.10.2010, sob o título “*Guidelines on operational risk management in market related activities*”, quais se encontram disponíveis em [http://www.eba.europa.eu/documents/Publications/Standards---Guidelines/2010/Management-of-op-risk/CEBS-2010-216-\(Guidelines-on-the-management-of-op-.aspx](http://www.eba.europa.eu/documents/Publications/Standards---Guidelines/2010/Management-of-op-risk/CEBS-2010-216-(Guidelines-on-the-management-of-op-.aspx).

³⁶ Para informações detalhadas sobre a *Basel Committee on Banking Supervision* atente-se documento oficial revisto em junho de 2011, disponível em <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.

³⁷ Na versão portuguesa do referido memorando poderá ler-se o seguinte: “*Para reforçar a resiliência do sector bancário, estamos a pedir aos bancos que reforcem ainda mais o seu buffer de capital, ao mesmo tempo que aumentamos o mecanismo de apoio à solvabilidade bancária*” e “*Dar instruções a todos os grupos bancários, sob supervisão do Banco de Portugal, para atingirem um rácio de capital core Tier 1 de 9% até ao fim de 2011 e de 10 % até ao fim de 2012 e para o manterem no futuro. Os bancos terão de apresentar, até ao fim de junho de 2011, planos que descrevam como tencionam atingir os novos requisitos de capital.*”, 10, 11 e 20. Documento disponível em <http://www.min-financas.pt/informacao-economica/informacao-economica-diversa/memorando-de-politicas-economicas-e-financeiras-fmi> .

³⁸ Na versão portuguesa do documento pode ler-se o seguinte: “*O BdP dará instruções a todos os grupos bancários, sob sua supervisão, para atingirem um rácio de capital core Tier 1 de 9% até ao fim de 2011 e de 10% até ao fim de 2012, e para o manterem no futuro*”, 7 e 8.

Documento disponível em <http://www.min-financas.pt/informacao-economica/informacao-economica-diversa/memorando-de-entendimento-sobre-as-condicionalidades-de-politica-economica> .

portuguesas face às sociedades com sede noutros países. Desta forma, o legislador português pretendeu “*eliminar assimetrias legislativas aplicáveis ao tecido empresarial nacional, atendendo, sobretudo, ao facto de as ações sem valor nominal serem já reconhecidas, nomeadamente na Alemanha, na Bélgica, em Itália e nos Estados Unidos da América.*”

Segundo as palavras do legislador, as ações sem valor nominal também contribuem para um “*reforço da transparência, ao permitir a eliminação do conceito de «valor nominal», que não representa um parâmetro fiável de representação do valor das ações.*”

Em suma, as motivações apresentadas pelo legislador prendem-se essencialmente com o financiamento das sociedades, a simplificação de algumas operações societárias, em particular, de aumento e redução de capital, a supressão de desvantagens competitivas face a outros ordenamentos jurídicos em que as ações sem valor nominal se encontram consagradas e, bem assim, um reforço de transparência.

Ao ler as motivações apresentadas pelo legislador no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010, urge questionar o seguinte: por que razão não se proibiram as ações com valor nominal? Parece-nos, pois, que o legislador empolou demasiado as vantagens das ações sem valor nominal que, como veremos, também apresentam algumas fragilidades, em particular, por poderem originar a diluição das participações acionistas.

5.2. O regime das ações sem valor nominal tal como previsto no Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de maio

5.2.1. Quadro Geral

Tal como resulta do seu preâmbulo e do seu artigo 1.º, o Decreto-Lei n.º 49/2010 transpõe para a ordem jurídica interna a Diretiva n.º 2007/36/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de julho, relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas das sociedades cotadas, designada por Diretiva dos Direitos dos Acionistas, bem como, parcialmente a Diretiva n.º 2006/123/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro, prevendo ainda a admissibilidade de ações sem valor nominal. Em linhas gerais, com o Decreto-Lei n.º 49/2010 o legislador visou alcançar dois objetivos essenciais: (i) regular determinados direitos dos acionistas de sociedades cotadas e (ii) consagrar a figura das ações sem valor nominal. Atendendo ao objeto deste trabalho, centraremos a nossa análise apenas nas disposições do Decreto-Lei n.º 49/2010 relativas às ações sem valor nominal.

À semelhança do que aconteceu em ordenamentos jurídicos estrangeiros, nomeadamente na Alemanha, o legislador não consagrou a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal em diploma legal avulso, tendo optado por

introduzir alterações ao CSC, o que nos parece correto. Neste âmbito, notamos que o CVM não sofreu qualquer alteração em virtude da permissão das ações sem valor nominal, uma vez que no mesmo já se fazia menção ao valor nominal ou percentual (cf. n.º 1 do artigo 44.º do CVM) e já se encontrava prevista a possibilidade de os valores mobiliários (em que se incluem as ações, tal como previsto no artigo 1.º do CVM) não terem valor nominal (cf. artigo 237.º-A do CVM que já fazia menção aos “valores mobiliários sem valor nominal”).

Nesta senda, notamos que no artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 49/2010 se alteram vinte e dois artigos do CSC, sendo que a maioria das alterações introduzidas visa acomodar as normas legais preexistentes à figura das ações sem valor nominal. Como veremos ao longo deste capítulo, o legislador manteve intocadas algumas normas que nos parece que deveriam ter sido objeto de alteração, tendo em vista a sua acomodação à possibilidade de emissão de ações sem valor nominal.

5.2.2. *Ações sem valor nominal no Direito Português*

5.2.2.1. Proibição da coexistência de ações com valor nominal e ações sem valor nominal

Nos termos dos n.ºs 1 e 2 do artigo 276.º do CSC, as ações das sociedades anónimas³⁹ podem ser ações com ou sem valor nominal, sendo que na mesma sociedade não poderão coexistir ações com e sem valor nominal (por remissão do artigo 478.º do CSC, também as sociedades em comandita por ações poderão emitir ações sem valor nominal).

Com efeito, como novo princípio estruturante em matéria de direito das sociedades, poder-se-á apontar o princípio da proibição da coexistência de ações com e sem valor nominal numa mesma sociedade⁴⁰. Tal princípio resulta do n.º 2 do artigo 276.º do CSC que determina que “*Na mesma sociedade não podem coexistir ações com valor nominal e ações sem valor nominal*”. Ainda que o legislador não tivesse previsto tal princípio de forma expressa, o mesmo resultaria do n.º 1 do mesmo artigo que prevê que “*As ações das sociedades anónimas podem ser ações com valor nominal ou ações sem valor nominal*” (realce nosso).

Assim, à semelhança do que acontece nos ordenamentos jurídicos europeus em que as ações sem valor nominal são admitidas (com exceção da Bélgica), entre nós, também não podem coexistir na mesma sociedade ações com e sem valor

³⁹ Independentemente da dimensão da sociedade ou de se tratar de sociedade com o capital aberto ou fechado ao público.

⁴⁰ PAULO CÂMARA e ANA FILIPA MORAIS ANTUNES referem que se trata do princípio da exclusividade. *Vide Ações sem valor nominal*, op. cit., 104 e 105.

nominal. Neste particular, consideramos que a opção do legislador português é de aplaudir, uma vez que a coexistência dos dois tipos de ações numa sociedade constituiria um factor de complexidade acrescido que certamente dificultaria a sua compreensão e adoção, num ambiente societário em que tradicionalmente as ações sem valor nominal não eram admitidas. De facto, a admissibilidade de ações com e sem valor nominal numa mesma sociedade acarretaria dificuldades de apreensão do regime por parte dos acionistas, o que nada os beneficiaria, pelo contrário⁴¹.

Assim, caso uma sociedade pretenda converter as ações com valor nominal em ações sem valor nominal ou vice-versa, tal conversão terá de aplicar-se à totalidade das ações que representem o respetivo capital social e, bem assim, às ações que venham a ser emitidas no âmbito de um aumento de capital (independentemente de conferirem direito de voto).

5.2.2.2. Equivalência de regime aplicável a ações com valor nominal e ações sem valor nominal

De um outro prisma, cumpre-nos salientar que, na medida do possível, as ações sem valor nominal deverão ser funcionalmente equivalentes às ações com valor nominal. Com exceção dos aspetos que pressuponham a existência de valor nominal, o regime das ações sem valor nominal deverá ser equivalente ao das ações com valor nominal.

Nesta medida, e de forma a assegurar o tratamento equitativo dos acionistas (que poderão ser titulares de ações com ou sem valor nominal), deverá ser salvaguardada uma unidade do regime jurídico aplicável a ações com valor nominal e a ações sem valor nominal, em particular, nas matérias que não pressuponham a existência de valor nominal. Situações idênticas deverão ser tratadas de forma idêntica e situações diversas deverão ser tratadas de forma diferente, só assim se assegurando a igualdade de tratamento dos sócios.

5.2.2.3. Opção entre ações com valor nominal e ações e sem valor nominal

Tal como acontece em todos os ordenamentos jurídicos europeus analisados no presente estudo, o legislador português também conferiu às sociedades a possibilidade de optarem por ações com ou sem valor nominal. Assim, salvo no caso das sociedades de investimento mobiliário e das sociedades de investimento

⁴¹ PAULO CÂMARA e ANA FILIPA MORAIS, *in Ações sem valor nominal*, op. cit., 105 e PAULO DE TARSO DOMINGUES *in Ações sem valor nominal*, RDS op. cit., 212, também concordam com a opção do legislador sobre esta questão.

imobiliário, a que *infra* nos referiremos mais detidamente, o legislador conferiu aos sócios total autonomia na escolha do tipo de ações (com ou sem valor nominal) que representarão o seu capital social.

Com efeito, os acionistas poderão optar por uma de duas possibilidades: o capital social da sociedade é representado por ações com valor nominal ou por ações sem valor nominal. Do que acaba de se referir resulta que a decisão dos sócios nesse âmbito é absolutamente livre (cf. artigo 276.º do CSC)⁴², salvo nos casos excepcionais a que adiante se aludirá.

Trata-se, portanto, de uma opção favorável aos sócios que dispõem de total autonomia nesta matéria, assim se respeitando os sócios mais conservadores e com maior resistência à mudança, bem como os que considerarem que o regime das ações sem valor nominal atualmente vigente apresenta algumas fragilidades que poderão pôr em causa os seus direitos.

Do que acabou de se referir poderá retirar-se que as sociedades cujo capital social se encontre representado por ações com valor nominal, podem livremente converter as suas ações em ações sem valor nominal o que, como veremos, implicará uma alteração estatutária⁴³.

Passemos, então, à análise da exceção à liberdade de escolha entre ações com valor nominal e ações sem valor nominal a que se aludiu anteriormente. A exceção à regra geral aplica-se a alguns tipos de organismos de investimento coletivo, mais concretamente, às sociedades de investimento mobiliário (“SIM”) e às sociedades de investimento imobiliário (“SIIMO”)⁴⁴. Para um adequado enquadramento do regime aplicável a estas sociedades, notamos que as SIM e as SIIMO podem ser constituídas com capital variável, existindo também nesse aspeto um desvio ao regime geral (nestes casos, estão em causa os organismos de investimento coletivo de capital variável).

No que diz respeito à matéria que nos ocupa – ações sem valor nominal – notamos que o artigo 81.º-C do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de outubro, tal como

⁴² Nalguns ordenamentos jurídicos como o Canadá, tal possibilidade de escolha entre ações com e sem valor nominal não existe, uma vez que apenas são admitidas ações sem valor nominal. Noutros casos, como no Reino Unido e Espanha, apenas são admitidas ações com valor nominal.

⁴³ Sobre a matéria da conversão de ações, *vide* o capítulo 7.

⁴⁴ O Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de outubro aprova o regime jurídico dos organismos de investimento coletivo e suas sociedades gestoras e transpõe para a ordem jurídica nacional as Diretivas n.ºs 2001/107/CE e 2001/108/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de janeiro de 2002, que alteram a Diretiva n.º 85/611/CE, do Conselho, que coordena as disposições legislativas.

alterado pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de junho⁴⁵, determina que “As SIM são divididas em ações nominativas de conteúdo idêntico, representativas do seu capital social, **sem valor nominal** (...)” (realce nosso).

Relativamente às SIIMO, o Decreto -Lei n.º 60/2002, de 20 de março, tal como alterado pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de junho, também prevê no seu artigo 58.º-D que “As SIIMO são divididas em ações nominativas de conteúdo idêntico, representativas do seu capital social, **sem valor nominal**.” (realce nosso).

Das normas legais *supra* referidas resulta que nas SIM e nas SIIMO, as ações não têm (imperativamente) valor nominal.

Note-se que nos termos do disposto nos artigos 58.º-A e 81.º-A do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo, às SIM e às SIIMO aplicam-se as regras do CSC, salvo nos casos em que o regime preveja regras específicas que não se coadunem com o disposto naquele código (uma dessas exceções prende-se precisamente com a obrigatoriedade de as ações não terem valor nominal). Como bem referem Paulo Câmara e Ana Filipa Morais Antunes “As ações das SIM e das SIIMO são marcadas por um assinalável hibridismo. É-lhes aplicável, salvo disposição em contrário, o regime jurídico das unidades de participação, nomeadamente no que respeita à sua emissão, avaliação e comercialização”⁴⁶.

A opção do legislador pela obrigatoriedade de ações sem valor nominal nas SIM e nas SIIMO de capital variável parece-nos perfeitamente compreensível e adequada, uma vez que a existência de capital variável também consubstancia, por si só, uma exceção à regra geral. Já nos casos em que tais sociedades não tenham capital variável não se compreende o desvio ao regime geral consagrado pelo legislador⁴⁷.

Sem prejuízo do referido anteriormente, somos de opinião que a obrigatoriedade de ações sem valor nominal nas SIM e nas SIIMO não prejudica os sócios das referidas sociedades, cujo regime é marcado por uma certa singularidade e por desvios aos padrões comuns das sociedades anónimas, com que os sócios dessas sociedades estão, em regra, familiarizados.

⁴⁵ O Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de junho de 2010 veio possibilitar a constituição de organismos de investimento coletivo e de fundos de investimento imobiliário (FII) sob forma societária, designando-os respetivamente por sociedades de investimento mobiliário (SIM) e por sociedades de investimento imobiliário (SIIMO), alterando, para o efeito, o regime jurídico dos organismos de investimento coletivo, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 252/2003, de 17 de outubro e o regime jurídico dos fundos de investimento imobiliário aprovado pelo Decreto -Lei n.º 60/2002, de 20 de março.

⁴⁶ *In* Acções sem valor nominal, op. cit., 121.

⁴⁷ PAULO CÂMARA e ANA FILIPA MORAIS ANTUNES também parecem perfilhar esta opinião relativamente às SIM e SIIMO de capital não variável, *in* Acções sem valor nominal, op. cit., 122.

5.2.2.4. Valor nominal *vs.* valor de emissão, valor contabilístico e valor percentual tal como previstos no CSC

Ao consagrar as ações sem valor nominal, o legislador introduziu três novos conceitos: o valor percentual⁴⁸, o valor de emissão⁴⁹ e valor contabilístico⁵⁰. Para uma correta apreensão do regime das ações sem valor nominal, seguir-se-á uma breve descrição dos referidos conceitos.

Valor percentual: Como o próprio nome indica, o valor percentual corresponde à proporção entre a participação social e o capital social, ou seja, o valor percentual resulta da divisão entre a cifra de capital social e o valor das ações emitidas.

Valor de emissão: Tal como resulta dos artigos 25.º, n.º 2 e 298.º, n.º 1 do CSC, o valor de emissão corresponde à parte de capital representada por cada ação sem valor nominal. Como tal, esse valor corresponderá igualmente ao valor das entradas dos sócios que é levado a capital social. À semelhança do que acontece com as ações com valor nominal, nas ações desprovidas de tal valor, os sócios podem efetuar entradas de valor superior ao valor de emissão – o montante que não é imputado no capital social será levado a ágio ou prémio de emissão [cf. artigo 295.º, n.º 3, als. *a*) e *d*)].

Nos termos do n.º 3 do artigo 276.º do CSC, o valor de emissão mínimo é de um cêntimo, o que confere alguma flexibilidade quanto aos modos de financiamento das sociedades. À semelhança do que acontece com as ações com valor nominal, também as ações desprovidas desse valor podem ser *penny shares*, ou seja, ações com um valor de emissão muito baixo.

O valor de emissão corresponde a uma referência em cada emissão de ações, seja no momento da constituição da sociedade, seja em eventuais aumentos de capital ou em qualquer outra operação. Do que acabou de se expor resulta que tanto o valor percentual como o valor de emissão se reportam ao valor entre a divisão do capital social e o valor das ações emitidas.

Valor contabilístico: A expressão “valor contabilístico” é enganosa, uma vez que poderá ser confundida com os valores usados pelos contabilistas relacionados com o capital próprio ou situação líquida da sociedade expressa nas contas da mesma o que, naturalmente, não corresponde ao que se pretende no contexto das ações sem valor nominal.

A expressão “valor contabilístico” também consta da Diretiva do Capital e representa o quociente entre a cifra de capital social e o número de ações emitidas⁵¹.

⁴⁸ Cf. artigo 22.º do CSC.

⁴⁹ Cf. artigos 25.º, 28.º, 276.º, 277.º, 279.º, 295.º, 298.º, 341.º, 342.º e 345.º do CSC.

⁵⁰ Cf. artigo 92.º do CSC.

⁵¹ No mesmo sentido, veja-se PAULO CÂMARA e ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *in Ações sem valor nominal*, op. cit., 108 e PAULO DE TARSO DOMINGUES, *in Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Coimbra, 2010, 367.

5.2.2.5. Novo conceito de capital social

O capital social é tradicionalmente definido como uma cifra contabilística abstrata que representa a soma dos valores nominais das participações sociais⁵². Naturalmente que ao desaparecer o valor nominal e a manter-se a cifra de capital social, a referida noção deverá ser alterada e adaptada, uma vez que já não é possível determinar o capital social através da soma do valor nominal das participações sociais.

Num cenário de ações sem valor nominal impróprias – como o que é admissível no ordenamento jurídico português –, o valor do capital social passa a ser o valor declarado e já não corresponde à soma do valor nominal das participações. Com efeito, numa sociedade com ações sem valor nominal, a cifra do capital social já não corresponde à soma do valor nominal das participações, mas ao valor declarado pela sociedade (*stated share capital*). Em bom rigor, é a sociedade que determina o montante das entradas realizadas pelos acionistas que é levado a capital social e a prémio de emissão, caso este exista.

Tal é o que resulta do n.º 2 do artigo 25.º do CSC que determina que “No caso de ações sem valor nominal, o valor da entrada do sócio deve ser pelo menos igual ao montante do capital social correspondentemente emitido” e do n.º 1 do artigo 298.º do CSC, do qual resulta que “É proibida a emissão de ações abaixo do par ou, no caso de ações sem valor nominal, abaixo do seu valor de emissão”.

Note-se que o capital social continua a ser uma cifra constante dos estatutos da sociedade, necessariamente expressa em euros⁵³ e fixada livremente pela sociedade, devendo respeitar-se o valor mínimo de € 50.000,00 previsto no artigo 276.º, n.º 3 do CSC para as sociedades anónimas.

Do anteriormente exposto resulta que a noção tradicional de capital social se deverá acomodar à possibilidade de o capital social de uma sociedade se encontrar representado por ações sem valor nominal. Neste particular, aderimos à definição ensaiada por Paulo de Tarso Domingues que refere que “O capital social pode, pois,

⁵² ADELAIDE MENEZES LEITÃO e JOSÉ ALVES DE BRITO, in *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Coordenação de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, 2009, Almedina, 101, em anotação ao artigo 9.º do CSC referem o seguinte: “O capital social configura igualmente uma menção obrigatória do contrato de sociedade, consistindo na cifra numérica de valor constante, em dinheiro, expresso em euros, correspondente ao património de constituição de sociedade, i.e., à soma de todas as participações dos sócios (14.º); Em anotação ao artigo 14.º do CSC os referidos Autores, in op. cit., 117 concluem que o “o capital social é uma unidade complexa, com uma vertente formal, enquanto elemento do pacto – 9.º/1/f) – representativa da soma de valores nominais das participações sociais fundadas em entradas de bens avaliáveis em dinheiro (14.º) e com uma vertente real (...). FERRER CORREIA também definiu o capital social como “a cifra representativa da soma das entradas dos sócios”, in *Lições de Direito Comercial*, Lex-Edições Jurídicas, 1994, 329. Note-se, no entanto, perante a ausência de definição legal de capital social, têm sido inúmeras as divergências acerca da definição daquela cifra.

⁵³ Cf. artigo 14.º do CSC.

agora – para as sociedades que adotem a figura das ações sem valor nominal – definir-se como o elemento do pacto, que se consubstancia numa cifra, necessariamente expressa em euros que é livremente fixada pela sociedade, e que determina o valor mínimo das entradas a realizar pelos sócios”⁵⁴.

6. Direitos dos sócios

Em matéria de direitos dos sócios, importa reter que no artigo 21.º do CSC se encontram elencados alguns direitos dos sócios, sendo que ao longo daquele código se encontram consagrados outros direitos que não se encontram enunciados naquela norma e, além disso, poderão ser criados direitos especiais.

Neste âmbito, saliente-se que o artigo 21.º do CSC estabelece que os sócios têm direito a: (i) quinhão nos lucros, (ii) participar nas deliberações sociais, (iii) obter informações sobre a vida da sociedade e (iv) ser designados como membros dos órgãos sociais. Como se referiu, nos estatutos poderão ainda ser criados direitos especiais de alguns sócios (cf. artigo 24.º do CSC), sendo que nas sociedades anónimas, os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de ações. A doutrina tem entendido que se podem distinguir as seguintes três categorias de direitos dos sócios: direitos patrimoniais, direitos organizacionais e direitos pessoais⁵⁵.

Neste capítulo, iremos dedicar uma especial atenção aos direitos dos sócios em que a consagração das ações sem valor nominal tem (ou poderá ter) um impacto e/ou relevo mais significativo. Na medida do possível, seguiremos a sistematização dos direitos dos sócios prevista no CSC.

6.1. Distribuição de lucros e participação nas perdas

Estatui o artigo 22.º do CSC que, salvo disposição legal ou convenção em contrário, os sócios participam nos lucros (e nas perdas) da sociedade de acordo com a “proporção dos valores das suas participações sociais”. Como tal, a proporção na participação nos lucros (e nas perdas) equivale à proporção da participação do sócio em causa no capital social (recorde-se que o artigo 9.º, n.º 1, al. g) da Diretiva do

⁵⁴ *In Ações sem Valor Nominal*, DSR, op. cit., 190 e 191.

⁵⁵ A propósito dos direitos dos sócios, veja-se ainda ALEXANDRE SOVERAL MARTINS/ELISABETE RAMOS, *As participações sociais*, in Estudos de direito das sociedades, coordenação de Coutinho de Abreu, AAVV, Coimbra, 9.ª edição, 2008, 131-171; CARLOS OLAVO, *Deveres e direitos dos sócios*, CJ XI, 1986, 5, 9-14 e PEDRO PAIS VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., 2006, 69 ss. e 256 ss.

Capital determina que um dos elementos que deverão constar obrigatoriamente do contrato de sociedade é precisamente a “*quota de capital (...) de cada sócio*”).

Assim sendo, no cálculo dos dividendos a atribuir a cada acionista, deverá ter-se por base o valor percentual que o acionista tem no capital social, tanto no caso das ações com valor nominal, como nas ações desprovidas desse valor, uma vez que no n.º 1 do artigo 22.º do CSC se deixou de fazer menção ao valor nominal, aludindo-se apenas ao valor da participação no capital social. Naturalmente, no caso das ações com valor nominal, poderá continuar a recorrer-se ao respetivo valor nominal para se determinar a medida do direito ao dividendo.

Na prática, operou-se apenas uma alteração formal que em nada afeta o direitos dos sócios, neste aspeto particular relacionado com o critério de distribuição de lucros e participação nas perdas – substituiu-se a proporção dos valores nominais pela proporção dos valores das participações no capital.

Questão diferente será a relacionada com a possibilidade de diluição das participações sociais que as ações sem valor nominal poderão originar, e que poderá afetar o direito a receber dividendos. Todavia, essa questão coloca-se a jusante e não a montante, ou seja, em termos conceptuais, o critério de distribuição de dividendos e participação nos lucros parece-nos adequado, no entanto, numa fase posterior, em virtude de uma eventual diluição, o direito ao dividendo poderá ser indiretamente afetado.

A propósito da alteração introduzida no artigo 22.º do CSC pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, afigura-se relevante deixar uma nota sobre a posição de Paulo de Tarso Domingues que considera desadequada a expressão do legislador “*proporção dos valores das suas participações sociais*”. O referido Autor defende que o que está em causa é o valor contabilístico da participação que corresponde ao quociente entre o capital social e as ações emitidas⁵⁶.

À semelhança de Paulo Câmara e Ana Filipa Moraes Antunes⁵⁷, não acompanhamos aquele Autor, por considerarmos que com a proporção dos valores das participações se alcança a proporcionalidade que deverá estar subjacente à distribuição de lucros. Acresce que o entendimento de Paulo de Tarso Domingues não parece ter aderência com o elemento literal da lei e, como tal, nos termos do artigo 9.º do Código Civil⁵⁸, consideramos que a sua interpretação do artigo 22.º do CSC será de afastar.

⁵⁶ Em comentário ao artigo 22.º do CSC, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Coimbra 2010, Almedina, 367.

⁵⁷ In *Ações sem valor nominal*, op. cit., 109.

⁵⁸ Ou seja, de acordo com os elementos da hermenêutica jurídica consagrados no artigo 9.º do Código Civil.

No que respeita às sociedades anónimas, a matéria relativa à participação nos lucros encontra-se complementada nos artigos 294.º a 297.º do CSC. De entre os referidos artigos, o único que sofreu alterações em virtude da admissibilidade das ações sem valor nominal foi o artigo 295.º do CSC relativo à reserva legal.

O n.º 2 do artigo 295.º do CSC determina que a reserva constituída com o valor relativo aos ágios obtidos na emissão de ações fica sujeita ao regime da reserva legal. No n.º 3 do mesmo artigo passou a estabelecer-se que no caso das ações sem valor nominal, tais ágios consistem na diferença entre o “*montante do capital correspondentemente emitido*” e a quantia que os acionistas tiverem desembolsado para as adquirir. O referido critério é igualmente usado no caso de obrigações com direito de subscrição de ações e de obrigações convertíveis em ações e ainda quanto às entradas em espécie.

Também em relação a esta matéria dos ágios que integram reservas sujeitas ao regime da reserva legal, não nos parece que os direitos dos sócios sejam afetados, uma vez que o fundamento subjacente ao regime previsto no n.º 3 do artigo 295.º do CSC – constitui ágio a diferença para mais entre o valor da participação (com repercussão na cifra do capital social) e a quantia que o acionista tiver efetivamente pago – se mantém intocado.

Com efeito, a admissibilidade de ações sem valor nominal não nos parece afetar (diretamente) os direitos dos acionistas em matéria de distribuição de lucros e participação nas perdas da sociedade.

6.2. *Entradas*

A obrigação de entrada constituiu a primeira obrigação dos sócios. À luz dos quadros tradicionais, essa obrigação assumia uma espacial relevância, pois entendia-se que dela dependeria, em grande medida, a dotação da sociedade com os meios necessários ao início da sua atividade. Atualmente, com a possibilidade de constituição de sociedades com um capital social de (apenas) um euro⁵⁹, a referida importância tradicionalmente atribuída à cifra de capital social e indiretamente às entradas dos sócios deverá ser adaptada e mitigada. É certo que esse regime que permite a constituição de sociedades com um capital social reduzido não é aplicável às sociedades anónimas, no entanto, entendemos que se deverá olhar para o regime legal em vigor na sua globalidade. Na verdade, parece-nos inegável que a possibilidade de se constituir uma sociedade com o capital social de apenas um euro veio introduzir uma importante alteração nos quadros e paradigmas societários tradicionais.

⁵⁹ Possibilidade introduzida no ordenamento jurídico português pelo Decreto-Lei n.º 33/2011, de 7 de março.

Ora, no n.º 2 do artigo 25.º do CSC estabelece-se que sempre que o capital social de uma sociedade se encontre representado por ações sem valor nominal, o valor da entrada deve ser pelo menos igual ao montante do capital social correspondentemente emitido. O número 1 daquele artigo prevê uma regra idêntica para o caso de ações com valor nominal, cujo valor também não pode exceder o valor real da entrada. Assim, dos artigos 25.º, n.º 2 e 298.º, n.º 1 do CSC resulta que é o valor de emissão que corresponde ao valor das entradas dos sócios.

De acordo com a regra consagrada nos artigos 25.º, n.º 1 e 298.º, n.º 1 do CSC, não são permitidas entradas abaixo do par ou da emissão, caso se trate de ações com ou sem valor nominal pretendendo-se, dessa forma, assegurar o princípio da exata formação do capital social⁶⁰. Note-se que a emissão de ações pode, no entanto, ser acima do par ou da emissão, nos casos em que haja um ágio ou prémio de emissão. Como vimos, o prémio de emissão fica sujeito ao regime da reserva legal, nos termos do n.º 3 do artigo 295.º do CSC.

No caso de entradas em dinheiro, o seu valor corresponde à importância em dinheiro e no caso de entradas em espécie, ao valor atribuído aos bens no relatório do revisor oficial de contas, nos termos dos artigos 25.º, n.º 1 e 28.º do CSC. Tal como já se encontrava previsto no caso das ações com valor nominal, sempre que o valor dos bens que ingressam no património da sociedade a título de entradas em espécie, não seja suficiente para cobrir o valor de emissão das respetivas entradas, aplica-se o regime da responsabilidade pela diferença (*differenzhaftung*), nos termos do n.º 3 do artigo 25.º do CSC.

No artigo 25.º do CSC o legislador consagrou o princípio da conservação do capital social, nos termos do qual o valor das entradas realizadas pelos sócios deverá, no mínimo, respeitar o valor do capital social correspondentemente emitido. A este propósito, fazemos notar que somos de opinião que, ao contrário do que o legislador anuncia no Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010, o valor de emissão não está relacionado com o princípio da intangibilidade do capital social⁶¹, mas com o mencionado princípio da conservação do capital social, dado que nos parece que o que efetivamente se pretende é garantir que as quantias ou bens que são levados a capital social ingressam, de facto, no património da sociedade aquando da sua constituição ou, posteriormente, caso haja diferimento de parte das entradas.

⁶⁰ Sobre o princípio da exata formação do capital social veja-se PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Do capital, noção, princípios e funções*, BFDUC, *Studia Iuridica*, 33, 2.ª ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2004.

⁶¹ Sobre o princípio da intangibilidade do capital social, veja-se PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Do capital, noção, princípios e funções*, op. cit., p.132 ss.

Com a introdução da figura das ações sem valor nominal, o referido princípio não sofreu qualquer alteração, uma vez que se mantém a correspondência entre o valor de cada ação e a fracção de capital social que a mesma representa, tal como previsto no n.º 4 do artigo 276.º do CSC que determina que “*Todas as ações devem representar a mesma fracção no capital social e, no caso de terem valor nominal, devem ter o mesmo valor nominal.*”.

Tendo em conta que se manteve inalterado o princípio de que cada ação representa a mesma fracção de capital social, não nos parece que os direitos dos sócios sejam afetados neste âmbito.

6.3. *Aumento do capital social*⁶²

É no âmbito do aumento do capital social e da emissão de ações preferenciais sem direito de voto que o tema das ações sem valor nominal parece requerer maior ponderação e nos suscita maiores dúvidas, em particular, do ponto de vista da proteção dos direitos dos sócios. Nos artigos 87.º a 94.º do CSC encontram-se previstas as regras gerais aplicáveis ao aumento de capital social. De entre tais normas, o artigo 92.º do CSC cuja epígrafe é “*Aumento das participações dos sócios*”, foi o único alterado pelo Decreto-Lei n.º 49/2010.

Antes de avançarmos com a análise das alterações introduzidos no artigo 92.º do CSC, cumpre-nos apenas fazer um breve apontamento sobre o artigo 87.º, n.º 1 do CSC em que se encontram enunciados os elementos que deverão constar da deliberação de aumento de capital social. Na alínea *c*) desse artigo manteve-se inalterada a referência ao “*montante nominal das novas participações*” [cf. al. *c*) daquele artigo]. Ora, no caso de ações sem valor nominal não poderá, naturalmente, incluir-se na deliberação de aumento de capital social, a referência ao “*montante nominal*”, uma vez que o mesmo não existirá. Julgamos que se trata de um mero lapso do legislador e, como tal, no caso de emissão de ações sem valor nominal, se deverá ler “valor de emissão” e não “valor nominal”.

Passemos, então, à análise do artigo 92.º do CSC, cuja epígrafe é “Aumento das participações dos sócios”. No n.º 1 desse artigo poderá ler-se que “*Ao aumento do capital social por incorporação de reservas corresponde o aumento da participação de cada sócio, **proporcionalmente ao seu valor nominal ou ao respetivo valor contabilístico**, salvo se, estando convencionado um critério diverso de atribuição de lucros, o contrato o mandar aplicar à incorporação de reservas ou para esta estipular algum critério especial*”.(realce nosso).

⁶² Como anteriormente se mencionou, no CSC foram consagradas as ações impróprias ou não autênticas, pelo que a obrigatoriedade da cifra de capital social se mantém no nosso ordenamento jurídico – a Diretiva do Capital assim o impõe.

Na acomodação do sistema societário à figura das ações sem valor nominal, o legislador usa a expressão “valor contabilístico” como forma de equivalência entre a disciplina das ações com valor nominal e as ações sem valor nominal apenas no artigo 92.º do CSC. Uma vez que no CSC não se define “valor contabilístico”, poderá questionar-se por que razão se faz menção a tal valor apenas no artigo 92.º do CSC e nas normas legais similares se alude ao valor percentual da ação ou ao valor de emissão.

Julgamos que a expressão “valor contabilístico” introduzida no artigo 92.º do CSC se deve a uma tradução literal da Diretiva do Capital. Por uma questão de uniformização e de igualdade de tratamento de situações equivalentes, não vislumbramos qualquer razão para que o “valor contabilístico” previsto no artigo 92.º do CSC não corresponda ao valor que corresponderia ao “valor nominal”. Com efeito, parece-nos que no n.º 1 do artigo 92.º do CSC o que estará em causa é o valor de emissão correspondente ao quociente entre o capital social e o número de ações emitidas⁶³.

Os números 2 e 4 do artigo 92.º do CSC passaram a estabelecer que se estiverem em causa ações sem valor nominal, o aumento de capital social pode realizar-se sem alteração do número de ações. Assim, na deliberação de aumento de capital deverá indicar-se se serão criadas novas ações, sendo que na falta de indicação, o número de ações se mantém inalterado⁶⁴. Como tal, as ações sem valor nominal simplificam o aumento de capital social por incorporação de reservas, dado que não impõem a emissão de novas ações.

No âmbito do aumento de capital social, não poderá deixar de se fazer menção ao regime previsto no artigo 298.º do CSC, que regula o valor de emissão das ações. Tal como anteriormente se referiu, o n.º 1 desse artigo proíbe a emissão de ações abaixo do par ou, no caso de ações sem valor nominal, abaixo do seu valor de emissão. O valor de emissão funciona, assim, como teto mínimo que impede a emissão de ações a um valor inferior a esse limite.

Não obstante, no n.º 3 do artigo 298.º do CSC o legislador previu um desvio a essa regra, ao admitir a emissão de ações sem valor nominal “a um valor de emissão inferior ao valor de emissão de ações anteriormente emitidas”, caso o conselho de administração elabore um relatório sobre o valor fixado e sobre as consequências financeiras da emissão para os acionistas.

Em bom rigor, o legislador veio admitir a fixação de diferentes valores de emissão para as ações sem valor nominal, sendo que na emissão de ações no âmbito

⁶³ Vide no mesmo sentido, PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, op. cit., 367.

⁶⁴ Tratando-se de uma emissão de ações com direitos especiais, nomeadamente ações preferenciais sem atribuição do direito de voto, a emissão implicará, em princípio, a emissão de novas ações.

da mesma operação, não é possível fixar valores diversos, com o que se pretende assegurar a igualdade de tratamento dos acionistas. Sublinhe-se que nos termos do n.º 3 do artigo 276.º do CSC o valor de emissão não poderá ser inferior a um cêntimo.

De facto, a emissão de ações sem valor nominal a um valor de emissão inferior ao valor de ações anteriormente emitidas, tem a grande vantagem de permitir uma maior flexibilidade no financiamento da sociedade o que, aliás, era um dos principais objetivos do legislador enunciados no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010. Todavia, a essa possibilidade está associado um risco de diluição das participações sociais dos acionistas ao tempo do aumento de capital social.

Ciente dessa possibilidade, o legislador tentou acautelar os direitos dos acionistas, prevendo no n.º 3 do artigo 298.º do CSC que “*Se a emissão de ações sem valor nominal for realizada a um valor de emissão inferior ao valor de emissão de ações anteriormente emitidas, deve o conselho de administração elaborar um relatório sobre o valor fixado e sobre as consequências financeiras da emissão para os acionistas.*”⁶⁵.

Da letra da lei não nos parece resultar, de forma clara e inequívoca, as situações em que o conselho de administração se deve pronunciar sobre o valor fixado e sobre as consequências financeiras da emissão para os acionistas, nos termos do n.º 3 do artigo 298.º CSC. A propósito dessa norma, poderá (e deverá) questionar-se se com a menção ao “*valor de emissão de ações anteriormente emitidas*” o legislador pretendeu que se tivesse por referência uma das seguintes alternativas:

- (i) Apenas o valor de emissão da emissão imediatamente anterior à nova emissão projetada?
- (ii) O valor de emissão inicial, ou seja, aquando da constituição ou transformação da sociedade ou da sua primeira conversão em ações sem valor nominal?
- (iii) O valor de emissão mais baixo de qualquer outra emissão anterior? ou
- (iv) O valor médio de emissão de todas as emissões anteriores?

O cenário mais favorável aos acionistas⁶⁶ parece ir ao encontro de uma resposta positiva à alternativa (iii) *supra*, ou seja, o conselho de administração deveria pronunciar-se no relatório previsto no n.º 3 do artigo 298.º do CSC sempre que se pretendesse emitir ações sem valor nominal a um valor inferior a qualquer outra emissão de ações anteriormente realizada. Com esse relatório pretende-se informar e esclarecer os sócios sobre o valor de emissão fixado e apresentar uma

⁶⁵ À semelhança do que acontece na Bélgica – cf. 4.1. *supra*.

⁶⁶ Que já o eram antes da operação de aumento/redução de capital social.

justificação económica para a fixação de um valor de emissão inferior ao de anteriores emissões⁶⁷.

Apesar de esta solução nos parecer absolutamente defensável, em particular, por estar em causa uma potencial diluição da participação acionista (que o legislador pretendeu claramente acautelar), reconhecemos que a mesma não permite alcançar o objetivo de “facilitação” de financiamento das sociedades, que se pretendeu com a consagração das ações sem valor nominal no Decreto-Lei n.º 49/2010.

Tendo em conta que, com a consagração da obrigatoriedade da elaboração do relatório do conselho de administração, se pretendeu primordialmente esclarecer os acionistas sobre o impacto que a emissão de ações a um valor inferior ao de emissões anteriores poderia ter nas suas participações, a solução que nos parece mais equilibrada e correta é a seguinte: o conselho de administração deverá elaborar o relatório previsto no n.º 3 do artigo 298.º do CSC sempre que emissão de ações sem valor nominal for realizada a um valor de emissão inferior ao valor médio de emissão de todas as emissões de ações anteriores.

Na verdade, se se atendesse apenas ao valor de emissão imediatamente anterior, poderia abrir-se a porta a fraudes e a reduções de capital social camufladas, nos casos em que o que se pretendia não seria propriamente reduzir o capital social, mas reduzir o valor de emissão das ações para, numa fase posterior, se realizar um aumento de capital social que implicaria uma significativa diluição das participações sociais, sem que o conselho de administração tivesse a obrigação de se pronunciar sobre o valor fixado e sobre as consequências financeiras da emissão para os acionistas, nos termos legalmente previstos. Assim, parece-nos que esse entendimento será de afastar, uma vez que não permite assegurar a igualdade de tratamento dos acionistas que o legislador pretendeu alcançar.

Atendendo à importância da matéria em causa, e ao facto da redação do n.º 3 do artigo 298.º do CSC se prestar a interpretações diversas, que poderão conduzir a resultados significativamente diferentes, parece-nos que ao regime previsto naquele normativo legal está associado um risco significativo de litigância. A título meramente exemplificativo, pense-se na situação em que se considere que se deverá atender apenas ao valor de emissão da emissão imediatamente anterior à nova emissão projetada que, por sua vez, resultou de uma operação de redução de capital social “camuflada”. Nesse caso, estaríamos perante uma situação de diluição (injustificada) das participações acionistas, em que o conselho de administração nem sequer teria tido a “oportunidade” de se pronunciar e contribuir para o cabal esclarecimento dos acionistas.

Ultrapassada esta questão relativa aos casos em que o conselho de administração se deverá pronunciar sobre o valor fixado e sobre as consequências financeiras

⁶⁷ No mesmo sentido, veja-se PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Ações sem valor nominal*, op. cit., 208.

de emissão de ações sem valor nominal a um valor de emissão inferior ao valor de emissão de ações anteriores, cumpre-nos analisar o regime previsto no n.º 3 do artigo 298.º do CSC de uma “perspetiva” dos administradores, a quem competirá elaborar o relatório a que nos temos vindo a referir.

Assim, em linha com os objetivos delineados pelo legislador no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010, cremos poder entender-se como fundamento atendível para a emissão de um relatório favorável à concretização de uma operação que implique a emissão de ações sem valor nominal a um valor de emissão inferior ao de emissões anteriores, nos casos em que o valor de cotação das ações seja reiterada e prolongadamente inferior ao respetivo valor contabilístico⁶⁸.

De facto, apesar de a decisão final sobre a emissão de ações abaixo do seu valor de emissão anterior, caber aos acionistas da sociedade, o legislador confiou ao conselho de administração a tarefa de os “alertar” para o problema da diluição e de justificar economicamente a emissão de ações abaixo do valor de emissão, o que poderá suscitar problemas de responsabilidade dos administradores⁶⁹.

Assim, antes de emitir o mencionado relatório, o conselho de administração deverá ponderar, analisar e avaliar devidamente a situação da sociedade, com observância dos seus deveres fundamentais, nomeadamente nos termos do disposto na alínea *b*) do n.º 1 do artigo 64.º do CSC. Sublinhamos que, por se tratar de uma matéria com um grande relevo, em particular, do ponto de vista dos direitos dos sócios, nos parece que será adequado e aconselhável que

⁶⁸ A esse propósito, MENEZES CORDEIRO refere o seguinte: “A “injustiça” deixará, efetivamente, de o ser se valor contabilístico ou o que é mais frequente hoje em dia – o valor da cotação estiver estruturalmente abaixo do valor nominal ou, melhor, do valor das anteriores emissões. Nessa altura, é possível, sem atingir direitos, aumentar o capital com recursos a emissões mais realistas, o que será vantajoso para todos. Caberá ao conselho de administração ajuizá-lo e preconizá-lo e à assembleia geral responsabilizar os administradores pelo que tenha feito.”, in *Ações sem valor nominal*, op. cit., 507.

⁶⁹ Apesar de a especificidade deste tema requerer uma análise detalhada do mesmo, a qual são se compadece com um trabalho desta natureza, não podemos deixar de trazer à colação o tema da responsabilidade dos administradores perante a sociedade, bem como a natureza fiduciária da relação de administração – os acionistas “delegam” a gestão de uma sociedade nos administradores, confiando-lhes a tarefa de prosseguir o interesse da sociedade e os seus interesses enquanto acionistas, entre outros (os seguidores das teses contraturalistas sustentam que o interesse da sociedade equivale ao interesse geral dos sócios; já para os institucionalistas, o interesse da sociedade reside *prima facie* na defesa dos interesses dos sócios da sociedade e dos demais *stakeholders*). Sobre esta matéria da responsabilidade dos administradores veja-se, ADELAIDE MENEZES LEITÃO, *Responsabilidade dos Administradores para com a Sociedade e os Credores Sociais por Violação de Normas de Proteção*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano I (2009), Número 3, Almedina, 2009; RICARDO COSTA, *Responsabilidade dos Administradores e a Business Judgement Rule*, in *Reformas do Código das Sociedades*, IDET – Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho, Colóquios, n.º 3, Almedina, 2007 e PEDRO MAIA, *Função e Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima*, Boletim da Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 2002.

o conselho de administração solicite a auditores/técnicos externos a elaboração de pareceres que justifiquem economicamente a fixação de um valor inferior ao de emissões anteriores⁷⁰.

Notamos, no entanto, que se deverá ter sempre presente que a elaboração de um relatório nos termos previstos no artigo 298.º do CSC, não exclui a possibilidade de os acionistas se considerarem lesados pela deliberação de aumento de capital que venha a ser tomada e contra ela queiram reagir. De igual modo, não será de afastar a possibilidade de um acionista vir invocar abuso de direito em virtude da diluição da sua participação acionista. Nesse caso, estaremos perante direitos gerais que, por natureza, não podem ser excluídos.

Quando exigível, a falta de relatório do conselho de administração previsto no n.º 3 do artigo 298.º do CSC, parece-nos gerar a nulidade da deliberação social⁷¹, nos termos da al. d) do n.º 1 do artigo 56.º do CSC, uma vez que se está perante um preceito legal que não pode ser derogado, nem sequer por vontade unânime dos sócios⁷².

Em sentido diverso, Paulo Câmara e Ana Filipa Morais Antunes, consideram que a falta do relatório do órgão de administração gera a anulabilidade da deliberação, nos termos do artigo 58.º, n.º 1, al. c) do CSC. Pelas razões aduzidas no parágrafo anterior, não concordamos com esta posição.

Por último, não poderemos deixar de nos referir à competência para deliberar sobre o aumento de capital social, nos casos em que esteja em causa uma emissão de ações com um valor de emissão inferior ao de emissões anteriores. Como é consabido, a deliberação sobre o aumento de capital social cabe aos sócios, salvo nos casos em que a lei permita a cumulação dessa competência com o conselho de administração dentro de determinados limites (cf. artigos 85.º, n.º 1 e 456.º do CSC)⁷³.

⁷⁰ No que respeita a este ponto específico relativo ao relatório do conselho e administração, não poderemos deixar de notar que o regime belga (em que o nosso legislador se parece ter inspirado sobre este matéria) previu algumas cautelas adicionais que nos parecem adequadas. De entre tais cautelas, destacamos o facto de o relatório dever ser elaborado por um *commissaire* ou, na sua falta, por um auditor (*réviseur d'entreprise*) nomeado pelo órgão de administração (cf. 4.1), o que não se encontra previsto no CSC.

⁷¹ No artigo 582 do *Code de Sociétés* belga também se prevê que a ausência do relatório do conselho de administração nos casos legalmente exigíveis gera a nulidade da deliberação tomada pela assembleia geral.

⁷² Sobre esta matéria relativa à impugnação de deliberações sociais *vide*, em termos genéricos, LOBO XAVIER, *Anulação das Deliberações Sociais e Deliberações Conexas*, Almedina, Coleção de Teses, 1999 e PEDRO MAIA, *Deliberações dos Sócios*, in Estudos de Direito das Sociedades, Coordenação de Coutinho de Abreu 10.ª ed., 2010.

⁷³ Possibilidade prevista no n.º 2 do artigo 25.º da Diretiva do Capital.

Apesar de a lei permitir que, por via estatutária, se confira ao órgão de administração a faculdade de aumentar o capital social da sociedade, nos casos em que está em causa uma emissão de ações a um valor de emissão inferior ao valor de ações anteriormente emitidas, consideramos que o conselho de administração não tem competência para deliberar sobre essa matéria, por se tratar de uma competência exclusivamente reservada aos sócios⁷⁴. Essa solução também se encontra prevista para as deliberações de eliminação do direito de preferência estabelecida no n.º 3 do artigo 460.º do CSC, em que também se pretende acautelar a diluição das participações sociais⁷⁵.

Como nota final relativa a este tema, salientamos que o aumento de capital social através da emissão de ações preferenciais sem direito de voto e sem valor nominal merece uma atenção particular. Por essa razão, tal modalidade de aumento de capital será objeto de análise autónoma no capítulo 6.5. *infra*.

6.4. *Redução de capital social*

O Decreto-Lei n.º 49/2010 não introduziu qualquer alteração às regras gerais previstas nos artigos 94.º a 96.º do CSC. Salientamos, no entanto, que a al. b) do n.º 1 do artigo 94.º do CSC deveria ter sido objeto de alteração, dado que no mesmo apenas se faz menção ao “*valor nominal das participações*”. Naturalmente que num ambiente com ações sem valor nominal não se poderá proceder a uma redução de capital social, através da redução do valor nominal das participações.

Mais uma vez, julgamos que se trata de um lapso do legislador que terá pretendido manter o critério aplicável às ações com valor nominal. Nesta senda, consideramos que se deverá admitir a redução do valor que decorre do quociente entre o capital social e o número de ações emitidas, mantendo-se a possibilidade de a redução ocorrer através do reagrupamento ou extinção de participações.

⁷⁴ Tal como RAUL VENTURA bem salienta, deve fazer-se uma distinção entre a possibilidade conferida pelo artigo 456.º do CSC e o sistema de capital autorizado, *in Adaptação do Direito Português à Segunda Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades*, 1980, 68. Fazendo novamente o paralelismo com o ordenamento jurídico belga, recordamos que o artigo 606, 2.º do *Code des Sociétés* determina que a assembleia geral é o único órgão que pode deliberar sobre a emissão de ações sem valor nominal abaixo do par, não podendo tal possibilidade ser delegada no Conselho de Administração. Mais uma vez, a opção do legislador belga em prever expressamente a impossibilidade de o conselho de administração deliberar sobre o aumento de capital social com emissão de ações sem valor nominal abaixo do par, parece-nos bastante adequada e que deveria ter sido seguida pelo nosso legislador.

⁷⁵ Nesse sentido, *vide* PAULO DE TARSO DOMINGUES *op. cit.*, 209.

6.5. *Ações preferenciais sem voto*

Tal como já se havia mencionado, a consagração das ações sem valor nominal no nosso ordenamento jurídico poderá suscitar algumas dificuldades no âmbito das ações preferenciais sem direito de voto. Para facilidade de análise desta matéria, faremos de seguida um breve enquadramento do regime das ações preferenciais sem voto, tal como previsto no CSC.

As ações preferenciais sem voto encontram-se previstas nos artigos 341.º a 344.º do CSC e revestem a natureza de ações privilegiadas, ou seja, de ações às quais se encontra associado um privilégio patrimonial. Como “contrapartida” desse privilégio patrimonial, as ações preferenciais sem voto encontram-se desprovidas de direito de voto.

No que respeita às condições de emissão deste tipo de ações, as mesmas só podem ser emitidas se os estatutos o permitirem e não podem exceder metade do capital social, tal como previsto no n.º 1 do artigo 341.º do CSC.

A *ratio* da limitação quantitativa das ações preferenciais sem voto é a preservação de um equilíbrio razoável entre, por um lado, os “investidores” (ou seja, os acionistas, independentemente dos tipos de ações de que forem titulares) e, por outro, os votantes (ou seja, os que exercem o controlo da sociedade). Não se acautelando esse equilíbrio, poderia, por exemplo, uma sociedade emitir ações preferenciais sem voto que representassem 80% do seu capital social, sendo os destinos da sociedade apenas determinados pelos titulares dos restantes 20%.

A este propósito, atente-se nas palavras de Raul Ventura que refere que o limite previsto no n.º 1 do artigo 341.º do CSC visa “evitar que a diferenciação entre os investidores e os dominantes da sociedade atinja graus em que uma pequena fracção de acionistas com direito de voto, tendo efetuado um pequeno investimento, disponha da sociedade que financeiramente vive à custa dos acionistas sem direito de voto”⁷⁶.

A razão anteriormente apontada justifica, ainda, a conclusão de que a percentagem estabelecida no n.º 1 do artigo 341.º do CSC se deve calcular sobre o montante do capital social após a emissão das ações preferenciais sem voto: é essa a realidade quantitativa por referência à qual o legislador estabeleceu o limite⁷⁷.

⁷⁶ In *Estudos Vários sobre Sociedades Anónima*, Almedina 1992, 428.

⁷⁷ Tal é o entendimento propugnado por RAUL VENTURA, que refere que “A meu ver a interpretação correta é a segunda, o que significa que o número das ações preferenciais sem voto pode ser igual ao número das outras ações então existentes. (...) Para mim, o fundamento decisivo desta interpretação consiste em que, para a finalidade do preceito, interessa não a proporção entre as ações que, por definição, desaparece, mas sim a proporção que ficará a existir e que permanecerá durante a vida da sociedade.” in *Estudos Vários sobre Sociedades Anónima*, Almedina 1992, 428.

Num ambiente societário de ações com valor nominal, o critério de “metade do capital social” parece adequado, uma vez que a soma do valor nominal das ações corresponde sempre ao montante do capital social da sociedade, pelo que seria indiferente afirmar que apenas poderiam ser emitidas ações sem voto até ao montante de metade do capital social ou até metade do número de ações emitidas ou ao valor correspondente a metade do valor nominal das ações.

Todavia, perante a possibilidade de o capital de uma sociedade ser representado por ações com diferente valor de emissão, a soma do valor de emissão das ações poderá já não corresponder ao valor do capital social, pelo que o tal equilíbrio entre, por um lado, os “investidores”, ou seja, os acionistas, independentemente dos tipos de ações de que forem titulares e, por outro, os votantes, ou seja, os que exercem o controlo da sociedade, poderá ser posto em causa.

Como tal, parece-nos que não será de excluir a possibilidade de se entender que num cenário de ações sem valor nominal e de existência de ações com diferentes valores de emissão, o limite máximo previsto no n.º 1 do artigo 341.º do CSC (o qual não sofreu qualquer alteração em virtude da consagração de ações sem valor nominal), estará apenas cumprido num dos seguintes casos:

- a) emissão de ações preferenciais sem voto até ao montante representativo de metade do valor da cifra do capital social (sendo que, como já se referiu, nos casos em que o capital da sociedade se encontre representado por ações sem valor nominal, a soma do valor de emissão das ações pode não corresponder a metade do capital da sociedade);
- b) emissão de ações preferenciais sem voto até metade do valor real da sociedade, independentemente da cifra do capital social, uma vez que, como vimos, o n.º 1 do artigo 341.º do CSC visa obstar a que se neutralize mais de metade do investimento dos acionistas e não mais de metade do capital social;
- c) emissão de ações preferenciais sem voto até metade do número de ações emitidas pela sociedade; ou
- d) emissão de ações preferenciais sem voto até metade da soma do(s) valor(es) de emissão das ações.

Se se tiver em conta apenas o teor da letra da lei⁷⁸, sem se atender à *ratio* do limite previsto no n.º 1 do artigo 341.º do CSC (nem às alterações introduzidas no CSC pelo Decreto-Lei n.º 49/2010), defender-se-á a posição referida em a) *supra*. Essa é a interpretação que corresponde à *ratio legis* tal como a mesma era compreendida no sistema de valor nominal e de (absoluta) proibição de emissão de

⁷⁸ Adotando-se, assim, uma posição mais formal ou até mesmo numérica.

ações a um valor inferior às emissões anteriores⁷⁹ que, como vimos, já não corresponde ao regime legal atualmente em vigor.

Já se à semelhança do defendido pela doutrina majoritária⁸⁰ em matéria de ações sem valor nominal, se considerar que o limite previsto no n.º 1 do artigo 341.º do CSC visa impedir a neutralização de mais de metade do investimento dos acionistas e não propriamente mais de metade do capital social, deverá entender-se como mais adequada a interpretação referida em *b) supra*. Segundo tal posição, o limite máximo estaria cumprido se se emitissem ações até ao montante até metade do valor real da sociedade, independentemente da cifra que representa o seu capital social.

Antecipamos, desde já, que consideramos defensável a posição referida no parágrafo anterior, uma vez que, idealmente, a neutralização dos votos inerente às ações preferenciais sem voto deve corresponder a metade do valor real da sociedade e não propriamente a metade do capital social enquanto (mera) cifra contabilística abstrata. Tal é, sem dúvida, o entendimento que conduz a um resultado mais justo e equilibrado, em particular, perante a *ratio* do limite previsto no n.º 1 do artigo 341.º do CSC.

Uma das razões que nos parece que melhor justifica esse entendimento prende-se com o facto de as ações preferenciais sem voto serem, no rigor dos princípios, ações com potencial direito de voto. Isto porque, nos termos do n.º 3 do artigo 342.º do CSC, se o dividendo prioritário não for integralmente pago durante dois exercícios consecutivos, as ações preferenciais passam a conferir direito de voto, nos mesmos termos que as ações ordinárias. Tal situação poderia conduzir a que um eventual acionista detentor da maioria ou mesmo da totalidade

⁷⁹ Veja-se o seguinte exemplo: Numa sociedade constituída com um capital de € 50.000,00 representado por 50.000 ações (que até então tinham um valor de emissão de € 1,00) e os acionistas pretendessem aumentar esse capital para € 1.000.000,00, por emissão de novas ações, umas ordinárias e outras preferenciais sem voto, poderiam ser emitidas ações preferenciais sem voto até ao montante de € 500.000,00 independentemente do seu valor de emissão ou do número de ações a que a emissão corresponda. Será assim se concluirmos que a limitação se calcula por referência ao capital social e não por referência a qualquer outro critério (número de ações, valor real da sociedade ou valor de emissão). Note-se que não parece fazer sentido defender que a sociedade que passaria a ter um capital de 1 milhão de euros só poderia emitir, no aumento de capital do exemplo, ações preferenciais sem voto representando um valor nominal global de € 25.000,00, ou seja metade do capital social inicial.

⁸⁰ Veja-se: MENEZES CORDEIRO, *Ações preferenciais sem voto*, ROA III, 2000, 1001-1056; anotação ao artigo 341.º do CSC, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Coimbra, 2000, 1001-1056, 829-832; PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos especiais nas sociedades anónimas: as ações privilegiadas*, Coimbra, 1993, 20 ss.; e RAUL VENTURA, *Ações preferenciais sem voto; ações preferenciais remíveis; amortização de ações (ações de fruição)*, in *Estudos vários sobre Sociedades Anónimas*, Coimbra, 1992, 413-451.

das ações preferenciais sem voto, com um investimento inferior – por ter subscrito as ações a um valor inferior ao valor de emissão(ões) anterior(es), pudesse, na prática, vir a controlar a sociedade.

Para facilitar a compreensão destas situações, atente-se no seguinte exemplo, em que se toma por base uma sociedade com um capital de € 50.000,00 representado por 50.000 ações e os acionistas pretendem aumentar esse capital para € 1.000.000,00, por emissão de novas ações, umas ordinárias e outras preferenciais sem voto:

O valor de emissão (anterior valor nominal) das ações da sociedade é de € 1,00 e o seu valor real (ou até o seu valor de cotação) será de € 0,25. Teoricamente, o valor patrimonial dessa sociedade diminuiu para 1/4 do seu valor inicial, pelo que o aumento de capital social até metade teria de corresponder não a metade da cifra do capital social após o aumento (ou seja, € 500.000,00) mas, no limite, a metade do seu valor “real”, que seria metade de € 250.000,00 (valor real da sociedade, neste cenário, correspondente a 1/4 do valor do capital após o aumento).

Não poderá, no entanto, deixar de se salientar que o entendimento a que nos temos vindo a referir nos parágrafos anteriores, tem o inconveniente de a referência ao valor real da sociedade implicar uma grande incerteza jurídica, uma vez que a sua determinação nem sempre é fácil. Com efeito, reconhecemos que tal entendimento poderá levantar sérios problemas práticos na determinação do valor real da sociedade.

Por outro lado, poderá gerar alguma estranheza a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem voto em montante muito superior à cifra de capital social, nos casos em que o valor intrínseco da sociedade seja muito superior ao seu capital social.

A posição apresentada em *c) supra* parece-nos de afastar, já que a admitir-se que o limite seria colocado sobre o número de ações, teríamos de admitir que em situações em que o valor de emissão seja superior ao valor de emissão das ações anteriores, fossem emitidas ações preferenciais sem voto em montante muito superior a metade do capital social.

A aceitarmos que a limitação à emissão se referiria ao número de ações, teríamos que aceitar que, tendo sido emitidas 100.000 ações, representativas de € 100.000,00 de capital social, poderiam ser emitidas até 50.000 ações, independentemente do seu valor de emissão. Esta posição levanta a seguinte dificuldade: na prática, tal implicaria que poderia ser emitido capital em mais de € 50.000,00 – bastaria para tanto que o valor de emissão por ação fosse superior ao valor de emissão anterior, o que não se coaduna com o limite previsto no n.º 1 do artigo 341.º do CSC.

A posição que consideramos que se deve adotar é a referida em *d) supra*. Com efeito, somos de opinião que o montante máximo de emissão de ações preferenciais sem voto sem valor nominal, se deve aferir pela soma dos valores de emissão⁸¹, dado que tal posição nos parece ser a que melhor se coaduna com a *ratio* do limite estabelecido no n.º 1 do artigo 341.º do CSC a que se aludiu anteriormente.

Na verdade, apesar de considerarmos que a solução que, em tese, conduziria a um resultado mais justo, seria a referida em *b) supra*, ou seja, o aumento corresponde a metade do valor “real” da sociedade, independentemente da cifra do capital social, reconhecemos que tal posição é de difícil implementação prática. Por essa razão, parece-nos que o critério que conduz a uma solução mais equilibrada e que se deverá adotar será o da soma dos valores de emissão. Naturalmente, não se deverão considerar eventuais prémios de emissão.

Como nota final relativa à matéria das ações preferenciais sem direito de voto, chamamos a atenção para o facto de no n.º 2 do artigo 341.º do CSC, o legislador ter previsto um regime especial para as ações sem valor nominal. Para tais ações previu-se um dividendo prioritário de 5% do valor de emissão deduzido de eventual prémio de emissão.

Tal solução não se encontra prevista para as ações com valor nominal, o que não se compreende, uma vez que tal desigualdade fere o princípio da igualdade de tratamento. Julgamos ser defensável que as palavras tenham traído o legislador e que tal como Paulo de Tarso Domingues bem refere, o requisito adicional previsto para as ações sem valor nominal, ou seja, a dedução do valor do ágio ao valor de emissão – “*se deve ter por não escrito, atento o princípio de igualdade de tratamento entre sócios.*”⁸².

Em face do exposto, poderá concluir-se que o legislador deveria ter acautelado devidamente a igualdade de tratamento dos acionistas no âmbito de emissões de ações preferenciais sem voto uma vez que, como vimos, o critério previsto no n.º 1 do artigo 341.º do CSC poderá conduzir a que um acionista com um esforço inferior aos acionistas predecessores passe a deter uma posição significativa (e injustificadamente) superior a este últimos. Além disso, também discordamos do aparente regime diferenciado criado em sede de cálculo do dividendo prioritário, previsto no n.º 2 do artigo 341.º do CSC.

⁸¹ PAULO CÂMARA e ANA FILIPA MORAIS ANTUNES também defendem esta posição, *in Ações sem valor nominal*, op. cit., pp. 117 e 118.

⁸² *In Ações sem valor nominal*, op. cit., 205, nota 120.

7. Conversão de ações com valor nominal em ações sem valor nominal – alteração estatutária

O regime da conversão de ações com valor nominal em ações sem valor nominal e vice-versa é muito simples. Tendo em conta que o n.º 2 do artigo 272.º do CSC estabelece que dos estatutos da sociedade deverá constar o número de ações e, se existir, o respetivo valor nominal, a conversão de ações com valor nominal em ações desprovidas desse valor implicará necessariamente uma alteração estatutária.

Com efeito, compete aos sócios deliberar sobre a conversão de ações, nos termos do disposto no artigo 85.º do CSC. No que respeita ao quórum, em primeira convocação, a deliberação sobre a conversão em ações sem valor nominal (ou vice-versa) só será válida se estiverem presentes acionistas que detenham ações correspondentes a, pelo menos, dois terços do capital social e se for aprovada por dois terços dos votos emitidos, tal como previsto nos artigos 383.º, n.º 2 e 386.º, n.º 3 do CSC.

Os sócios poderão manter o “valor contabilístico” das ações sem valor nominal tendo por referência o valor nominal anteriormente existente ou alterar o “valor contabilístico” das ações, sendo que para o efeito deverão apenas estabelecer que o capital social passa a estar representado por um número maior ou menor de ações. Trata-se apenas de uma alteração formal.

Recorde-se que a deliberação relativa à conversão de ações deve incidir sobre todas as ações representativas do capital social da sociedade, dado que na mesma sociedade não podem coexistir ações com e sem valor nominal. A propósito desta matéria, julgamos oportuno esclarecer que se se pretender fazer um aumento de capital de uma sociedade cujo capital social se encontre representado por ações com valor nominal mediante a emissão de ações sem valor nominal, antes do aumento de capital projetado, deverão converter-se as ações existentes em ações sem valor nominal. Tal decorre da impossibilidade de na mesma sociedade coexistirem os dois tipos de ações.

Em termos de procedimento, parece-nos que nada obsta a que na mesma assembleia geral se delibere a conversão das ações e no âmbito do ponto seguinte da ordem de trabalhos se delibere que em decorrência do que se deliberou anteriormente, as ações a emitir no âmbito do aumento de capital social são desprovidas de valor nominal.

Por último, reiteramos que não existe qualquer impedimento a que qualquer conversão de ações com valor nominal em ações sem valor nominal seja revertida, dado que o legislador conferiu total autonomia e liberdade aos acionistas nessa matéria. Com efeito, se os acionistas de determinada sociedade vierem a considerar

que perante determinados condicionalismos específicos⁸³, será mais adequado ter ações com valor nominal (ou vice-versa), nada impede que deliberem numa nova conversão, nos termos anteriormente descritos.

8. Prós e contras das ações sem valor nominal

Ao capital social é comum atribuir as funções de organização, financiamento e garantia (apesar de existirem entendimentos diversos neste âmbito).

A função organizacional do capital social⁸⁴ tem sido entendida como instrumento moderador dos direitos e deveres dos sócios, uma vez que normalmente tais direitos e deveres eram fixados de acordo com o valor nominal das participações sociais detidas, apesar de haver desvios a esse princípio, como, por exemplo, no caso das ações preferenciais sem voto.

É certo que o valor nominal das participações sociais tem a vantagem de facilmente permitir determinar a medida dos direitos e dos deveres dos sócios, por referência ao valor do capital social, o que já não acontece com as ações sem valor nominal. Todavia, de uma outra perspectiva, a ausência de valor nominal tem a vantagem de afastar a informação falaciosa que muitas vezes se encontra associada ao valor nominal das ações que, na maior parte dos casos, não corresponde ao valor real das participações sociais.

Note-se, no entanto, que a função de organização é perfeitamente cumprida pelas ações sem valor nominal impróprias – que, como vimos, se encontram previstas no nosso ordenamento jurídico –, cujo valor contabilístico é facilmente determinável, tal como *supra* se referiu.

O valor nominal assume igualmente alguma relevância em matéria de tratamento equitativo dos acionistas uma vez que (i) com a emissão de ações com valor nominal e (ii) com a proibição de emissão de novas ações abaixo do seu valor nominal, se pretende que os “novos” acionistas não venham a adquirir o mesmo número de ações por um valor inferior ao pago pelos “anteriores” acionistas. Naturalmente que essa dificuldade poderá ser relativamente ultrapassada pela fixação de diferentes ágios para distintas subscrições de ações.

Como tal, do ponto de vista da função de organização, não nos parece que haja qualquer vantagem em eliminar o valor nominal.

O mesmo já não se poderá afirmar em relação à função de financiamento que é atribuída ao capital social. Tal como anteriormente se expôs, foi precisamente

⁸³ Nomeadamente para evitar a diluição das suas participações num cenário muito particular a que a sociedade se encontre exposta.

⁸⁴ Sobre a função organizacional do capital social veja-se FIGA-TALAMANCA, *Euro e azioni* op. cit., 318.

a preocupação com o financiamento das sociedades que esteve na origem da consagração das ações sem valor nominal entre nós.

A proibição de emissão de ações abaixo do seu valor nominal ou valor de emissão, consoante se trate de ações com ou sem valor nominal, obsta a que as sociedades emitam novas ações nos casos em que a sua cotação é inferior a esse valor nominal – dificilmente se encontraria alguém com interesse em comprar ações ao par quando as poderia adquirir por um valor mais baixo no mercado. Ora, como também já vimos, muitas sociedades cotadas com necessidades de financiamento viam-se forçadas a reduzir o seu capital social antes de emitirem novas ações por um valor mais baixo, ou seja, um valor mais próximo do seu valor de cotação.

Nesse aspeto, parece-nos inegável que as ações sem valor nominal vieram flexibilizar tais operações de aumento de capital e emissão de novas ações, uma vez que já não será necessário recorrer às designadas operações harmónio. Assim, a ausência de valor nominal facilita o financiamento das sociedades, ao permitir colocar no mercado ações pelo preço que, em cada momento, considere mais atrativo para os investidores. Nesses casos, deverá, no entanto, evitar-se a diluição das participações sociais.

Neste âmbito, recorde-se o que se referiu anteriormente a propósito das dificuldades de regime das ações sem valor nominal (impróprias) previstas na Diretiva do Capital⁸⁵.

9. Conclusões

Em Portugal, a admissibilidade de ações sem valor nominal constitui uma absoluta novidade que nos parece digna de aplauso. Trata-se de uma medida positiva que assume particular relevo na atual conjuntura, marcada por uma grave crise financeira.

De facto, as ações sem valor nominal vieram imprimir alguma sofisticação e modernização no nosso ordenamento jurídico, em particular, no Direito societário. Além disso, a consagração de tais ações veio permitir a diminuição de uma desvantagem competitiva das sociedades anónimas portuguesas face às sociedades sedeadas em países estrangeiros, em que as mesmas já eram admitidas, tal como o legislador enuncia no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010 (desde que as ações sem valor nominal sejam adoptadas de forma cautelosa e equilibrada).

Naturalmente, não deverão ser descurados os direitos dos sócios e os interesses da própria sociedade, devendo ter-se sempre presentes as fragilidades do (atual)

⁸⁵ Cf. 3 *supra*.

regime das ações sem valor nominal que, como vimos ao longo deste estudo, poderá causar a diluição das participações sociais e criar algumas desigualdades (injustificadas), nomeadamente, em matéria de ações preferenciais sem direito de voto.

Nesse âmbito, reitera-se que, a nosso ver, determinados preceitos legais, tais como, o artigo 298.º do CSC (em matéria de emissão de ações) e o artigo 341.º do CSC (em matéria de ações preferenciais sem voto), deveriam ter sido objeto de uma cuidadosa alteração, de forma a que, tanto os interesses da sociedade, como os direitos dos sócios e dos seus credores (e outros *stakeholders* relevantes), fossem devidamente salvaguardados, o que consideramos que não acontece atualmente. Como tal, à interpretação e aplicação de tais normas, parece-nos estar associado um significativo risco de litigância, com os inerentes inconvenientes para todos os interessados, em particular, para os sócios e para a sociedade.

Deverá igualmente salientar-se o facto de a consagração das ações sem valor nominal ter possibilitado a existência de sociedades de investimento mobiliário e imobiliário de capital variável, alargando-se, dessa forma, o leque de possibilidades de captação de aforro coletivo, o que nos parece positivo.

Merece, ainda, especial destaque o facto de, tanto quanto nos foi possível apurar, nenhum ordenamento jurídico, de entre os analisados no âmbito do presente estudo, em que a figura das ações sem valor nominal se encontra consagrada, ter recuado na opção tomada nesse âmbito, voltando ao sistema de exclusividade de ações com valor nominal. Em abstrato, tal é um bom indício da opção tomada pelo legislador português. Naturalmente que em cada jurisdição a realidade é diferente e não se deve transpor, acriticamente, os preceitos legais de outros ordenamentos jurídicos.

Sem prejuízo do que se referiu nos parágrafos anteriores, não poderíamos terminar este trabalho sem refletir um pouco sobre os motivos que terão levado o legislador português a “resistir” durante tantos anos à figura das ações sem valor nominal – recorde-se que a Segunda Diretiva há muito prevê a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal.

Como se mencionou, aquando da adoção do Euro foi ponderada a possibilidade de consagração das ações sem valor nominal, o que facilitaria o processo de redenominação das participações. No entanto, na altura não se considerou oportuno introduzir tal figura no nosso ordenamento jurídico. Ora, por que se terá resistido durante tanto tempo (tendo por referência os EUA) à introdução das ações sem valor nominal na Europa e, em particular, em Portugal?

Parece-nos que a resposta passa, em grande medida, pelo regime previsto na Diretiva do Capital a que se aludiu anteriormente⁸⁶. Como vimos, aquela diretiva não permite a (efetiva) flexibilidade de financiamento que se pretende alcançar

⁸⁶ Cf. 3.

com as ações sem valor nominal, pelo que não excluimos a possibilidade de nas jurisdições que resistiram mais tempo à consagração das ações sem valor nominal (entre as quais Portugal), se ter entendido que não existiria grande vantagem em consagrar tais ações, tendo em conta o estabelecido na Diretiva do Capital.

De facto, em jurisdições como a espanhola e a inglesa⁸⁷, a figura das ações sem valor nominal continua a ser proibida, o que julgamos dever-se, em grande medida, ao previsto na Diretiva do Capital. Percebemos que se se cumprir literalmente as “orientações” previstas na Diretiva do Capital, em matéria de ações sem valor nominal, o resultado alcançado com tais ações é praticamente igual ao das “tradicionais” ações com valor nominal. Tal é o que acontece na Alemanha, em que, como vimos, o regime das ações sem valor nominal é muito similar ao das ações com valor nominal⁸⁸.

Além da referida justificação para a delonga na adoção de ações sem valor nominal, também se poderá apontar uma certa resistência à mudança dos quadros societários tradicionais. De facto, não é fácil implementar novos modelos organizativos em matéria de direito das sociedades (trata-se de uma espécie de “*path-dependency*”⁸⁹).

Apesar de extravasar o objeto da nossa análise – centrada nos direitos dos sócios –, não poderemos deixar de referir que a consagração das ações sem valor nominal também deverá ser devidamente ponderada e analisada em sede de proteção dos credores. As novas emissões de ações sem valor nominal não poderão, em caso algum, prejudicar os credores.

Em jeito de apreciação final, notamos que o saldo relativo ao regime aplicável às ações sem valor nominal nos parece claramente positivo. Todavia, consideramos que algumas normas do CSC deveriam ser objeto de alteração, de forma a afastar as dificuldades e incertezas a que se aludiu ao longo deste estudo.

⁸⁷ Com particular interesse neste âmbito, atente-se no relatório denominado “*Modern Company Law – For a Competitive Economy – The Strategic Framework*” disponível no site do Governo do Reino Unido (<http://www.bis.gov.uk/files/file23279.pdf>), do qual parece resultar que no Reino Unido ainda não se encontram consagradas as ações sem valor nominal, por se entender que as mesmas só apresentariam uma verdadeira vantagem face às ações com valor nominal, se se alterasse a Diretiva do Capital, o que requereria a sua negociação. Naquele relatório poderá ler-se o seguinte: “*Unless agreement can be obtained to their amendment, substantive requirements of the Directives must be maintained whatever views may be as to their merits. The rules in the Second Directive are a particular constraint for the Review, preventing, for example, the issue of true no par value shares.*”, p. 22.

⁸⁸ Cf. 4.3.

⁸⁹ Tal como PAULO CÂMARA e ANA FILIPA MORAIS ANTUNES também mencionam, in *Ações sem valor nominal*, op. cit., 128. A propósito da *path-dependency* veja-se LUCIEN ARYE BEBCHUCK/MARK ROE *A Theory of Path-Dependence in Corporate Governance and Ownership*, Stanford LR, Vol. 52, 1999, 132 a 170 e OONA A. HATHAWAY, in *Path Dependence in the Law: The Course and Pattern of Legal Change in a Common Law System*, Yale Law School Yale Law School Legal Scholarship Repository, 2003, disponível em <http://digitalcommons.law.yale.edu>.