

Análise crítica da transposição da Diretriz dos Direitos dos Acionistas II: em especial, aproximação da sociedade aos acionistas e transações com partes relacionadas

JOSÉ FERREIRA GOMES*

ANTÓNIO GARCIA ROLO**

SUMÁRIO: 1. *Introdução*. 2. *A Diretriz dos Direitos dos Acionistas II (SHRD II) de 2017 e sua transposição*. 3. *Aproximação das sociedades cotadas aos seus acionistas*. 4. *Transações com partes relacionadas*. 5. *Cont.: Aprovação e divulgação pública*. 6. *Cont.: Os conceitos de “atividade corrente da sociedade” e de “condições de mercado”*. 7. *Cont.: A (in)validade dos negócios celebrados em violação do processo especial de aprovação*.

PALAVRAS-CHAVE: sociedades cotadas, direitos dos acionistas, transações com partes relacionadas, direito europeu

1. Introdução

I. A Lei n.º 50/2020, de 25-ago., veio transpor para o direito interno a Diretriz (UE) 2017/828, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, que alterou a chamada Diretriz dos Direitos dos Acionistas¹

* Professor auxiliar da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Investigador do Centro de Investigação de Direito Privado (CIDP).

** Assistente Convidado da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Doutorando em Direito. Investigador do Centro de Investigação de Direito Privado (CIDP). Jurista no Banco de Portugal. As opiniões expressas no presente trabalho são excl ????

¹ Diretriz 2007/36/CE, relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas. Sobre esta veja-se JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES, in JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES (coord.), *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, 2018, 135 ss., bem

(“SHRD”²). Este diploma de alteração, que visa criar incentivos ao envolvimento dos acionistas das sociedades cotadas a longo prazo, é conhecido como Diretriz dos Direitos dos Acionistas II ou pela sigla inglesa “SHRD II”³.

II. A SHRD II foi publicada a 17 de maio de 2017, com prazo de transposição até 10 de junho de 2019.

O Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF)⁴, na qualidade de legislador material, preparou um primeiro anteprojeto que foi submetido a consulta pública em 17 de outubro de 2018.

Com base nos comentários recebidos na consulta pública, foram feitos ajustes ao anteprojeto posteriormente submetido ao Governo que, por sua vez, o remeteu à Assembleia da República⁵.

Este processo culminou com a publicação da já referida Lei n.º 50/2020, de 25-ago.

III. As novas regras podem ser agrupadas em quatro núcleos essenciais de acordo com o seu fim, a saber⁶:

- (i) aproximar as sociedades cotadas dos seus acionistas;

como ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição”, *Revista de Direito das Sociedades*, 9:3 (2017) 557-585 (558-562); HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO, “A Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários* 2, 2019, 29-54 (29-31). Cfr. tb., v.g., ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “A Diretriz 2007/36, de 11 de Julho (Accionistas de Sociedades Cotadas): Comentários à Proposta de Transposição”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pitta e Cunha*, 3, 2010, 33-70 (49 ss.), ANDRÉ FIGUEIREDO, “Notas sobre o exercício de direitos de voto nas sociedades cotadas: breve balanço da vigência da Diretiva 2007/36/CE e perspetivas de revisão”, in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, 2014, 41-66.

² A esta sigla damos preferência: sendo a usada no debate europeu sobre o tema, evita-se a duplicação de referências no confronto de fontes de diferentes sistemas.

³ Novamente: damos preferência às siglas inglesas usadas no debate europeu.

⁴ Consulta Pública do CNSF relativa ao Anteprojeto de Transposição da Diretiva (UE) n.º 2017/828, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17-mai.-2017, disponível online. A propósito, vide ANTÓNIO GARCIA ROLO, “Notas sobre o anteprojeto de transposição da nova diretiva dos direitos dos acionistas”, *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, 1 (2019), 91-105.

⁵ Proposta de Lei n.º 12/XIV/1.^a (GOV), Transpõe a Diretiva (UE) n.º 2017/828, relativa a direitos dos acionistas de sociedades cotadas no que concerne ao seu envolvimento a longo prazo, admitido a 4 de fevereiro de 2020, disponível online.

⁶ Com uma sistematização ligeiramente diferente, em cinco pilares, cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES, in *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, cit., 138.

- (ii) promover o envolvimento de longo prazo dos investidores institucionais e dos gestores de ativos e aumentar a transparência destes e dos consultores em matérias de votação (*proxy advisors*);
- (iii) aumentar o controlo dos acionistas sobre a remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização (*say on pay*); e
- (iv) fixar regras sobre transações com partes relacionadas.

Não podendo tratar aqui todos estes temas com a profundidade devida, centramo-nos nos referidos nos pontos (i) e (iv), sem prejuízo de análise perfunctória dos demais.

2. A Diretriz dos Direitos dos Acionistas II (SHRD II) de 2017 e sua transposição

I. A Diretriz dos Direitos dos Acionistas (2007) visou reforçar os direitos dos acionistas das sociedades cotadas⁷, assegurando o seu efetivo exercício. A ideia, dizia-se⁸, é que se os acionistas pagaram por eles, deviam poder exercê-los. Porém, a principal preocupação subjacente era a melhoria do governo destas sociedades, assente no papel fiscalizador dos sócios, e a construção do mercado único europeu, facilitando a participação dos acionistas residentes noutros Estados-membros.

Para este efeito, propôs-se eliminar obstáculos ao pleno exercício do direito de voto pelos acionistas de sociedades cotadas, harmonizando e aprofundando regras (i) sobre o prazo de convocatória e a informação preparatória da assembleia geral, (ii) sobre a inclusão de assuntos na ordem do dia e a apresentação de propostas de deliberação por acionistas e (iii) sobre voto por procuração e participação nas assembleias gerais através de meios eletrónicos, introduzindo a regra da data de registo (*record date*) para determinação dos acionistas com direito a participar em assembleia geral⁹, assim restringindo o bloqueio prévio de ações e permitindo um maior exercício transfronteiriço dos direitos de voto¹⁰.

⁷ Por facilidade de exposição referimo-nos simplesmente a sociedades cotadas, preterindo a terminologia legal de “sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”. Sobre estes conceitos, cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES, in *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, cit., 27 ss.

⁸ Cfr. Considerando (3) da Diretriz dos Direitos dos Acionistas.

⁹ Regra cuja aplicação continuou a suscitar importantes dúvidas, entre as quais se destaca as relativas à participação numa assembleia de acionistas de quem já não seja acionista, por ter alienado as suas ações após a “data de registo”. Veja-se, *v.g.*, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Novas regras sobre assembleias gerais: a reforma de 2010”, *Revista de Direito das Sociedades*, 2:1-2 (2010), 11-33 (29-30),

A Diretriz dos Direitos dos Acionistas foi transposta para a ordem jurídica nacional pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, sobretudo no CVM¹¹, tendo também sido feitas algumas alterações cirúrgicas ao Código das Sociedades Comerciais (“CSC”).

II. Dez anos volvidos, a Diretriz dos Direitos dos Acionistas foi alterada pela Diretriz dos Direitos dos Acionistas II (ou SHRD II)¹², que procurou fazer face a determinadas falhas de *corporate governance* nas sociedades cotadas que a

JOÃO LABAREDA, “Sobre os direitos de participação e de voto nas assembleias gerais de sociedades cotadas”, *Direito das Sociedades em Revista*, 5 (2011), 89-127 (117-127), que sustentam que o alienante não tem direito a estar presente em assembleia e, nesta, a exercer direitos de votos. Em sentido contrário, veja-se, *v.g.*, PAULA COSTA E SILVA, “O conceito de accionista e o sistema de *record date*”, *Direito dos Valores Mobiliários*, 8, 2008, 447-460 (455), e ANDRÉ FIGUEIREDO, “Notas sobre o exercício de direitos de voto”, *cit.*, 46-52, que sustenta que «a incerteza sobre esta questão é talvez um dos aspetos mais negativos da transposição da Diretiva para o nosso Direito» (51).

¹⁰ Cfr. preâmbulo do Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19-mai., bem como JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES, in *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, *cit.*, 136-137.

¹¹ Através do aditamento dos artigos 1.º-B, 21.º-C, 23.º-A, 23.º-B e 23.º-C ao CVM, bem como de alterações à redação dos seus artigos 23.º e 249.º. A propósito das alterações e do regime dos direitos dos acionistas das sociedades abertas e cotadas do CVM, *cfr.*, entre outros, JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES, *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, *cit.*, 135-138; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Novas regras sobre assembleias gerais: a reforma de 2010”, *cit.*, 11-33; JOÃO LABAREDA, “Sobre os direitos de participação”, *cit.*, 117-127; ANDRÉ FIGUEIREDO, “Notas sobre o exercício de direitos de voto”, *cit.*, *passim*; PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 2016, 552-560.

Atente-se ainda às dúvidas levantadas relativamente ao diploma indicado para a transposição de tais normas, se o CVM ou se o CSC. *Cfr.*, pela transposição destas normas no CSC, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “O CSC e a reforma de 2010: gralhas, lapsos, erros e retificações”, *Revista de Direito das Sociedades*, 2:3/4 (2010), 509-528 (517).

¹² A propósito desta diretriz e dos seus trabalhos preparatórios, *cfr.* JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES, *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, *cit.*, 137-138; ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição”, *cit.*, 563-585; RUI PINTO DUARTE, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas (apresentação com algumas opiniões heréticas)”, in PAULO CÂMARA (coord.), *O Novo Direito dos Valores Mobiliários: I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, 2017, 73-90; HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO, “A Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, *cit.*, 31-54; LAURA ABREU CRAVO, “Publicação da alteração à diretiva dos direitos dos acionistas de sociedades cotadas [Diretiva (UE) 2017/828]”, *Revista de Direito das Sociedades*, 9:3 (2017), 729-731; RUI PEREIRA DIAS/MAFALDA DE SÁ, “Transações com partes relacionadas, remunerações, sustentabilidade: a transposição da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II e a revisão de 2020 do Código de Governo das Sociedades do IPCG”, *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 12, Vol. 24 (2020), 57-77; ANDREW JOHNSTON e PAIGE MORROW, *Commentary on the Shareholder Rights Directive*, University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2014-41, Nordic & European Company Law Working Paper No. 15-13, disponível online; IRIS H-Y CHIU, “Learning from the UK in the

crise financeira de 2008 pôs a descoberto. Em particular, procurou enfrentar o “*collective action problema*”¹³ e a “apatia racional”¹⁴ que caracteriza as sociedades com elevada dispersão do capital social, e promover o envolvimento dos acionistas na vida da sociedade a longo prazo¹⁵.

Os objetivos fixados eram ambiciosos: contribuir para a sustentabilidade das sociedades cotadas e criar um ambiente atrativo para os acionistas, aumentando a eficiência do investimento em ações, contribuindo para o crescimento, para a criação de emprego e para a competitividade na UE¹⁶.

As alterações introduzidas assentam nos quatro pilares já referidos e que agora desenvolvemos.

III. O primeiro pilar, relativo à aproximação das sociedades cotadas aos seus acionistas – aqui entendidos não em *sentido formal*, de titulares de ações, mas em *sentido material*, de investidores finais – foi concretizado pela imposição (mediata)¹⁷ das seguintes posições:

- (i) Direito de as sociedades cotadas identificarem os seus acionistas, independentemente de estes deterem as suas participações diretamente ou

Proposed Shareholders’ Rights Directive 2014?”, *European Corporate Governance Regulation from a UK Perspective*”, *Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft*, 114 (2014), 121-125.

¹³ O sócio que detém uma pequena parcela do capital social tende a considerar que o seu voto não é decisivo, não tendo por isso um incentivo para investir parte do seu tempo e dos seus recursos na análise dos assuntos da sociedade e no exercício do seu direito de voto com base em informação adequada. Veja-se JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades: a obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*, 2015, 52-53, n.º m. 87, com indicações.

¹⁴ A análise dos assuntos da sociedade comporta custos que são *integralmente* suportados pelo sócio que pretenda intervir na sociedade (independentemente da percentagem de capital social de que o mesmo seja detentor), mas os benefícios eventualmente decorrentes da sua intervenção fiscalizadora são *repartidos* por todos os sócios na proporção das suas participações. Na medida em que suporta todos os custos e reparte os benefícios, o resultado líquido da sua intervenção tende a ser negativo. Constitui, pois, um incentivo ao afastamento face à administração da sociedade e à concreta conduta do agente, à passividade e à “apatia racional”. Veja-se novamente JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 52-53, n.º de m. 88, com indicações.

¹⁵ ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição”, cit., 563-564; HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO, “A Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, cit., 31.

¹⁶ JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES, in *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, cit., 137-138.

¹⁷ Estamos perante uma Diretriz com eficácia apenas *perante* os Estados-membros, mas não *nos* Estados-membros. Sobre a eficácia das diretrizes, cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES, *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, cit., 49 ss.

- através de uma cadeia mais ou menos complexa de intermediários financeiros (artigo 3.º-A SHRD)¹⁸;
- (ii) Dever de os vários intermediários financeiros incluídos na cadeia de intermediação transmitirem informações da sociedade aos acionistas, sem demora (artigo 3.º-B SHRD)¹⁹;
 - (iii) Dever de os vários intermediários financeiros incluídos na cadeia de intermediação facilitarem o exercício dos direitos sociais pelos acionistas (artigo 3.º-C SHRD)²⁰; e
 - (iv) Dever de transparência, não discriminação e proporcionalidade dos custos dos vários intermediários financeiros incluídos na cadeia de intermediação, relativamente aos custos inerentes à aproximação da sociedade aos seus acionistas (artigo 3.º-D SHRD).

Estes preceitos foram transpostos através do aditamento dos artigos 22.º-A e 29.º-B a 29.º-E ao CVM e de alterações aos artigos 85.º e 93.º do mesmo diploma, todos analisados criticamente adiante no ponto 3.

IV. O segundo pilar, relativo ao envolvimento de longo prazo dos investidores institucionais e dos gestores de ativos e à transparência destes e dos consultores em matérias de votação (proxy advisors), corresponde à imputação (mediata) de diferentes deveres²¹:

- (i) Os investidores institucionais²² e os gestores de ativos²³, num sistema de *comply or explain*, devem divulgar publicamente (artigo 3.º-G SHRD, transposto nos artigos 251.º-B CVM e 92.º-B do RJOIC):

¹⁸ ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição”, cit., 566; HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO, “A Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, cit., 33-34.

¹⁹ Para uma análise aprofundada do artigo 3.º-B da SHRD cfr., HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO, “A Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, cit., 35-36.

²⁰ Para uma análise aprofundada do artigo 3.º-C da SHRD, cfr. HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO, “A Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, cit., 36-39.

²¹ Cfr. ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição”, cit., 568-573.

²² O artigo 251.º-A CVM define investidor institucional como «as empresas de seguros, as empresas de resseguros e os fundos de pensões sujeitos a lei pessoal portuguesa».

²³ O artigo 251.º-A CVM define gestor de ativos como o «intermediário financeiro sujeito a lei pessoal portuguesa que preste o serviço de gestão de carteiras e as entidades sujeitas a lei pessoal portuguesa referidas no n.º 1 do artigo 92.º-A do [RJOIC]».

- (a) a sua política de envolvimento nas sociedades participadas²⁴; e
- (b) a forma como foi concretizada a sua política de envolvimento, incluindo o sentido de voto nas assembleias gerais das sociedades participadas.
- (ii) Os investidores institucionais devem divulgar publicamente a sua estratégia de investimento, seja tal investimento direto seja tal investimento feito através de gestores de ativos (artigo 3.º-H SHRD, transposto no artigo 251.º-C CVM).
- (iii) Os gestores de ativos devem informar anualmente os investidores institucionais com os quais celebraram acordos de investimento sobre a forma como a sua estratégia de investimento e a sua execução respeitam esse acordo e contribuem para o desempenho de médio a longo prazo dos ativos do investidor institucional ou do fundo (artigo 3.º-I SHRD, transposto no artigo 251.º-D CVM).
- (iv) Os consultores em matéria de votação (*proxy advisors*)²⁵, num sistema de *comply or explain*, devem divulgar publicamente qual o código de conduta que aplicam, bem como informações sobre a sua aplicação. Devem ainda divulgar imperativamente informações sobre a preparação dos seus estudos, dos seus pareceres e das suas recomendações de voto (artigo 3.º-J SHRD, transposto no artigo 251.º-E CVM).

Não podendo desenvolver este tema aqui, limitamo-nos a questionar a arrumação sistemática desta matéria no CVM. Teria sido preferível manter a

²⁴ Incluindo a forma como acompanham as questões relevantes (a estratégia, o desempenho financeiro e não financeiro e o risco, a estrutura de capital, o impacto social e ambiental e o governo das sociedades), dialogam com as mesmas, exercem os direitos de voto e outros direitos sociais, cooperam com outros acionistas, comunicam com as partes interessadas dessas sociedades participadas e gerem os conflitos de interesses reais ou potenciais no que respeita ao seu envolvimento.

²⁵ O artigo 251.º-A CVM define consultor em matéria de votação (ou *proxy advisor*) como «as pessoas coletivas que preste serviços em relação às ações de sociedades que tenham a sua sede social num Estado-Membro e que estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar num Estado-Membro, que analisem, a título profissional e comercial, as informações que as sociedades são obrigadas a divulgar e, se relevante, outras informações das sociedades cotadas, a fim de fundamentar as decisões de voto dos investidores, fornecendo estudos, pareceres ou recomendações de voto relacionados com o exercício dos direitos de voto.»

Sobre estes veja-se JULIANO FERREIRA, “*Proxy Advisors: os Consultores em Matéria de Votação*” in AA.VV., *A Designação de Administradores*, 2015, 201-225, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo das Sociedades*, 2017, 126-128. Sobre as regras sobre os mesmos na SHRD II, cfr. ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspectivas de transposição”, cit., 572-573.

unidade deste núcleo normativo no Capítulo IV do Título I do CVM. Como escreveu JOSÉ FERREIRA GOMES noutra contexto²⁶:

«O legislador nacional optou, infelizmente, por não acompanhar a sistematização do seu congénere europeu, dificultando a vida ao intérprete-aplicador. O mercado é europeu, as regras são, na sua essência, europeias. Difícilmente se compreende porque razão o nosso legislador insiste em sujeitar a exegética nacional a um tortuoso caminho, metodologicamente árduo e complexo».

V. O terceiro pilar diz respeito ao aumento do controlo dos acionistas sobre a remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização (say on pay)²⁷. Tem dois vetores: (i) preparação, aprovação, aplicação e publicação da política de remunerações e (ii) preparação, aprovação e publicação do relatório sobre as remunerações efetivamente pagas²⁸.

Quanto à política de remunerações:

- (i) As sociedades cotadas devem dispor de uma política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, sujeita a deliberação vinculativa²⁹ dos acionistas (artigo 9.º-A/1 e 2 SHRD,

²⁶ JOSÉ FERREIRA GOMES, in JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES (coord.), *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, 2018, “§ 14. Oferta pública de distribuição”, 162.

²⁷ J.M. COUTINHO DE ABREU, “Remunerações dos administradores e transações com partes relacionadas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II”, *Direito das Sociedades em Revista*, 19 (2018), 13-26 (14-16), ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As alterações à diretiva dos direitos dos acionistas das sociedades cotadas: novidades e perspetivas de transposição”, cit., 573-576; RUI PEREIRA DIAS/MAFALDA DE SÁ, “Transações com partes relacionadas, remunerações, sustentabilidade: a transposição da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II e a revisão de 2020 do Código de Governo das Sociedades do IPCG”, cit., 66-71; HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO, “A Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, cit., 40-47.

²⁸ Para além das regras do CVM, há que atender também ao artigo 211.º do RGICSF, que apresenta como infração grave o incumprimento de algumas das normas sobre política remuneratória e sobre divulgação de informação sobre a mesma.

Recorde-se ainda que foi revogada a Lei n.º 28/2009, de 19-jun., que regulava a aprovação e a divulgação das políticas de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das entidades de interesse público (artigo 7.º da Lei n.º 50/2020).

Sobre a coincidência temática entre a revogada Lei n.º 28/2009, de 19-jun., e as novas disposições da SHRD sobre política de remunerações, cfr. HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO, em “A Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, cit., 41-44.

²⁹ Sem prejuízo de opção diversa dos Estados-membros nos termos do n.º 3, opção essa que não foi acolhida pelo nosso legislador.

transposto no artigo 26.º-B CVM)³⁰, que deve contribuir «*para a estratégia empresarial da sociedade, para os seus interesses a longo prazo e para a sua sustentabilidade*», deve ser clara e compreensível e descrever os diferentes componentes da remuneração fixa e variável, incluindo todo os bónus e outros benefícios, independentemente da sua forma, e indicar a respetiva proporção (artigo 9.º-A/6 SHRD, transposto no artigo 26.º-C CVM).

- (ii) As sociedades cotadas só podem remunerar os membros dos órgãos de administração e de fiscalização de acordo com a política de remunerações aprovada (artigo 9.º-A/2 SHRD, transposto no artigo 26.º-A CVM)³¹.
- (iii) A política de remuneração, depois de aprovada, deve ser publicada no sítio da *internet* da sociedade, juntamente com a data e com os resultados da votação (artigo 9.º-A/7 SHRD, transposto no artigo 26.º-E CVM).

VI. Quanto ao relatório das remunerações efetivamente pagas:

- (i) A administração das sociedades cotadas deve preparar um relatório sobre as remunerações efetivamente pagas «*claro e compreensível, que proporcione uma visão abrangente das remunerações, incluindo todos os benefícios, independentemente da sua forma, atribuídas ou devidas durante o último exercício*» aos membros dos órgãos de administração e de fiscalização, de acordo com a já referida política de remunerações (artigo 9.º-B/1 e 2 SHRD, transposto no artigo 245.º-C/1 e 2 CVM).
- (ii) O relatório de remunerações deve ser sujeito a deliberação dos acionistas, com carácter *consultivo* e publicado no sítio da *internet* da sociedade durante dez anos (artigo 9.º-B/4 e 5 SHRD, transposto no artigo 245.º-C/4 e 5).
- (iii) O relatório deve ser objeto de análise por revisor oficial de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas, órgão da sociedade, para efeitos de confirmação da sua completude face aos elementos exigidos por lei (artigo 9.º-B/5 SHRD, transposto no artigo 245.º-C/6).
- (iv) Os membros dos órgãos de administração e de fiscalização, agindo no âmbito das respetivas competências, são coletivamente responsáveis pela elaboração e publicação do relatório de acordo com os requisi-

³⁰ Incluindo as alterações relevantes e pelo menos de quatro em quatro anos. Cfr. artigo 9.º-A/5 SHRD II, transposto no artigo 26.º-B/1 CVM.

³¹ Sem prejuízo dos desvios previstos nos n.ºs 2 e 4, este último transposto no artigo 26.º-D CVM.

tos legais (artigo 9.º-B/6 SHRD, *mal transposto* no artigo 245.º-C/7 CVM³²).

VII. O quarto e último pilar é a **regulação das transações com partes relacionadas**³³, assente em três vetores que podem ser sintetizados da seguinte forma:

- (i) As sociedades cotadas devem definir as transações com partes relacionadas que são “relevantes” para efeitos das novas regras, tendo em conta (a) a influência que informação sobre as mesmas pode ter nas decisões económicas dos acionistas e (b) o risco que das mesmas decorre para acionistas que não são partes relacionadas (artigo 9.º-C/1 SHRD).
- (ii) As transações definidas como relevantes devem ser aprovadas pela assembleia geral ou pelo órgão de administração ou de fiscalização *at arm’s length* (artigo 9.º-C/4 SHRD).
- (iii) As transações definidas como relevantes devem ser divulgadas publicamente no momento em que forem realizadas, podendo os Estados-membros exigir que o anúncio seja acompanhado de um relatório sobre a justeza e razoabilidade da transação (artigo 9.º-C/2 e 3 SHRD).

³² O artigo 245.º-C/7 CVM refere apenas a responsabilidade dos administradores (ficou por clarificar que os membros do órgão de fiscalização são também responsáveis) e omite o advérbio “coletivamente”, que convoca aqui os desenvolvimentos próprios do *princípio da responsabilidade global*, de acordo com o qual os membros do conselho de administração são coletivamente responsáveis pelas decisões do mesmo (quer unânimes, quer maioritárias), independentemente de quaisquer divisões de tarefas ou delegações de poderes. Sobre este princípio cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 172 ss., “Os princípios da responsabilidade e da direção global”, in Paulo Câmara (coord.), *A governação dos bancos nos sistemas jurídicos lusófonos*, 2016, 89-122, “A eficácia dos acordos parassociais (incluindo omnilaterais)”, in *Estudos em honra de João Soares da Silva*, no prelo, 360-361. No mesmo sentido, *i.e.*, de que a SHRD inclui a responsabilidade dos membros do órgão de fiscalização, cfr. HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO, “A Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, cit., 47.

³³ RUI PINTO DUARTE, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas (apresentação com algumas opiniões heréticas)”, cit., 85-88; J.M. COUTINHO DE ABREU, “Remunerações dos administradores e transações com partes relacionadas na Diretiva dos Direitos dos Acionistas II”, cit., 17-13; ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição”, cit., 578-579; ALEXANDRE MOTA PINTO, “Controlo das transações com partes relacionadas nas sociedades comerciais”, *Revista da Ordem dos Advogados*, 79:3/4 (2019), 471-493 (486-493); RUI PEREIRA DIAS/MAFALDA DE SÁ, “Transações com partes relacionadas, remunerações, sustentabilidade: a transposição da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II e a revisão de 2020 do Código de Governo das Sociedades do IPCG”, *Direito das Sociedades em Revista*, cit., 61-66; HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO, “A Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, cit. 47-54 e KRISTINN MÁR REYNISSON, “Related Party Transactions: Analysis of Proposed Art. 9c of Shareholders’ Rights Directive”, *European Company Law*, 13:5 (2016), 175-182.

A Lei n.º 50/2020 transpõe estes preceitos nos novos artigos 249.º-A a 249.º-D CVM, que analisamos com maior detalhe adiante nos pontos 5 e 6.

VIII. Sem prejuízo da sua assinalável heterogeneidade, as disposições enunciadas têm o propósito comum expressamente declarado e já referido em cima: colmatar insuficiências no governo das sociedades cotadas na UE³⁴, tais como o *short-termism*, a falta de transparência e a letargia acionista.

Pretende-se que estas insuficiências sejam mitigadas através da criação de um ambiente atrativo para os acionistas das sociedades cotadas, assegurando e facilitando o exercício dos seus direitos (incluindo o direito de voto transfronteiriço) e o seu envolvimento na vida societária numa lógica de sustentabilidade e de longo-prazo.

O tempo dirá se estas medidas produzem o efeito pretendido. Certo é que são várias as críticas na academia³⁵ e o otimismo não abunda entre os práticos do sector.

Em particular, questiona-se o alinhamento dos “novos” incentivos legais aos investidores institucionais com os correspondentes incentivos de mercado. Constituirão os novos deveres um incentivo para que pelo menos parte destes investidores não invistam em ações, considerando não apenas os custos operacionais, mas sobretudo os custos decorrentes da divulgação pública das estratégias de investimento? Não acabarão os novos custos por ser repercutidos nos seus clientes, sem um benefício proporcional nas sociedades participadas?

3. Aproximação das sociedades cotadas aos seus acionistas

I. Como vimos, as “novas” regras da SHRD dirigidas à aproximação das sociedades cotadas aos seus acionistas (artigos 3.º-A a 3.º-D) foram transpostas

³⁴ Já identificadas pela Comissão Europeia como preocupações no rescaldo da crise financeira que teve início em 2008. O texto da Proposta de Diretriz cita dois documentos a ter em consideração: (i) o Livro Verde da Comissão Europeia “O Governo das Sociedades nas Instituições Financeiras e as Políticas de Remuneração”, COM(2010) 284 final, de 2-jun.-2010; e (ii) a Comunicação da Comissão Europeia ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, “Plano de Ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades, um quadro jurídico moderno com vista uma maior participação dos acionistas e a sustentabilidade das empresas”, COM(2012) 740 final, de 12-dez.-2012.

³⁵ Para uma síntese da discussão sobre a “euforia democrática” em que assenta a primeira versão deste movimento reformador, veja-se, *v.g.*, FRANCISCO MENDES CORREIA, in AA.VV., *Código de governo das sociedades anotado*, 2012, anot. recom. I.2.1 e I.2.2 (*Participação na assembleia*), 67-77 (72-75). Já sobre a alteração de 2017, *cfr.*, *v.g.*, RUI PINTO DUARTE, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas (apresentação com algumas opiniões heréticas)”, *cit.*, 76-77.

nos artigos 22.º-A, 29.º-B a 29.º-E, 85.º e 93.º CVM. São estes que agora analisamos criticamente.

II. A Diretriz, na sua versão original de 2007, não impunha um conceito de “acionista”, seja para efeitos do exercício dos direitos sociais nela previstos, seja para efeitos dos contactos entre a sociedade e os investidores finais (*ultimate beneficial owners*). Com efeito, nos termos do artigo 2.º, *b*), acionista é «a pessoa singular ou coletiva reconhecida como acionista pela lei aplicável».

Atenta a neutralidade do direito europeu, o nosso legislador manteve inalterado o conceito de “acionista” do CVM, assente no “modelo de titularidade direta” consagrado desde 1999. Segundo este, o acionista (*i.e.*, o titular das ações integradas em sistema centralizado) é aquele que se encontra inscrito como tal na “conta de registo individualizado” (também dita conta de titularidade) aberta por regra junto de um intermediário financeiro (artigos 61.º e 73 e ss. do CVM)³⁶, sem prejuízo de a eficácia translativa depender apenas do contrato³⁷.

III. Não obstante, na prática mobiliária convivem lado a lado situações de titularidade *direta* e *indireta*.

Por razões várias, os intermediários financeiros surgem frequentemente imbuídos de outras funções para além da mera custódia, atuando como titulares de valores mobiliários em nome próprio, mas por conta de terceiros³⁸. Nada na lei o impede³⁹.

Nestes casos, o titular formal das ações e, logo, “acionista” para todos os efeitos legais, é o intermediário financeiro identificado na conta de registo individualizado. Entre este e o “investidor final”⁴⁰ poderá haver uma cadeia de intermediação mais ou menos complexa.

³⁶ ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, “Sistemas de controlo de valores no novo Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 7 (2000), 105-128 (111), CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, 6, 2006, 51-138 (71 ss.), ANDRÉ FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiros: com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*, 2012, 408, “Titularidade indireta de ações”, *cit.*, 517.

³⁷ Estando em causa ações negociadas em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral, os direitos patrimoniais inerentes «*pertencem ao comprador desde a data da operação*» (artigo 210.º CVM) e desde esta data pode o mesmo transmitir independentemente do registo (artigo 80.º/2 CVM).

³⁸ ANDRÉ FIGUEIREDO, “Titularidade indireta de ações”, *cit.*, 518 ss.

³⁹ CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, “Registo de valores mobiliários”, *cit.*, 76-77.

⁴⁰ Referimo-nos propositadamente a “investidor final” e não a “beneficiário efetivo” porquanto este último é um conceito definido pelo menos na Lei n.º 83/2017, de 18-ago., que estabelece medidas

O investidor final não se relaciona com a sociedade, mas tão-só com o último intermediário financeiro da cadeia, pelo que o exercício de direitos sociais depende da intervenção dos vários intermediários da cadeia, no quadro dos respetivos programas obrigacionais.

IV. Em 2017, como vimos, o legislador europeu procurou aproximar a sociedade dos seus acionistas, entendidos aqui como os investidores finais (*ultimate beneficial owners*), *i.e.*, aqueles que efetivamente suportam o risco do investimento. Através da SHRD II, introduziu então os artigos 3.º-A a 3.º-D na SHRD⁴¹.

de combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo. Segundo o artigo 2.º/1, *h*), entende-se por “beneficiário efetivo” «a pessoa ou pessoas singulares que, em última instância, detêm a propriedade ou o controlo do cliente e ou a pessoa ou pessoas singulares por conta de quem é realizada uma operação ou atividade, de acordo com os critérios estabelecidos no artigo 30.º». O artigo 30.º, por sua vez, dispõe:

«1. Consideram-se beneficiários efetivos das entidades societárias, quando não sejam sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado sujeitas a requisitos de divulgação de informações consentâneos com o direito da União Europeia ou sujeitas a normas internacionais equivalentes que garantam suficiente transparência das informações relativas à propriedade, as seguintes pessoas:

- a) A pessoa ou pessoas singulares que, em última instância, detêm a propriedade ou o controlo, direto ou indireto, de uma percentagem suficiente de ações ou dos direitos de voto ou de participação no capital de uma pessoa coletiva;
 - b) A pessoa ou pessoas singulares que exercem controlo por outros meios sobre essa pessoa coletiva;
 - c) A pessoa ou pessoas singulares que detêm a direção de topo, se, depois de esgotados todos os meios possíveis e na condição de não haver motivos de suspeita:
 - i) Não tiver sido identificada nenhuma pessoa nos termos das alíneas anteriores; ou
 - ii) Subsistirem dúvidas de que a pessoa ou pessoas identificadas sejam os beneficiários efetivos.
2. Para os efeitos de aferição da qualidade de beneficiário efetivo, quando o cliente for uma entidade societária, as entidades obrigadas:
- a) Consideram como indício de propriedade direta a detenção, por uma pessoa singular, de participações representativas de mais de 25 % do capital social do cliente;
 - b) Consideram como indício de propriedade indireta a detenção de participações representativas de mais de 25 % do capital social do cliente por:
 - i) Entidade societária que esteja sob o controlo de uma ou várias pessoas singulares; ou
 - ii) Várias entidades societárias que estejam sob o controlo da mesma pessoa ou das mesmas pessoas singulares;
 - c) Verificam a existência de quaisquer outros indicadores de controlo e das demais circunstâncias que possam indicar um controlo por outros meios. (...).

Tanto num caso como noutro, a definição legal de “beneficiário efetivo” não corresponde à do investidor final que aqui se pretende atingir. Sugere-se por isso a noção de “investidor” por conta de quem o acionista é titular das respetivas ações, já trabalhada nalguma doutrina. Cfr., *v.g.*, ANDRÉ FIGUEIREDO, *O negócio fiduciário perante terceiro*, cit., *passim*.

⁴¹ Sublinhem-se os considerandos 4 e 8 da SHRD II:

«As ações de sociedades cotadas são frequentemente detidas através de cadeias complexas de intermediários que tornam o exercício dos direitos dos acionistas mais difícil e que podem constituir um obstáculo ao envolvimento dos acionistas.

Ao fazê-lo não colocou em causa a opção de neutralidade relativamente aos sistemas nacionais pelos quais se determina a qualidade de acionista em sentido formal, consagrada na Diretriz dos Direitos dos Acionistas desde 2007⁴².

V. Porém, na transposição feita pela Lei n.º 50/2020, o conceito de “acionista” utilizado corresponde equivocadamente ao de “acionista formal” e não ao de “investidor final” (*ultimate beneficial owner*), prejudicando o propósito da SHRD II.

Assim, nos termos do *artigo 3.º-A SHRD*, os Estados-membros devem imputar às sociedades cotadas um direito a conhecer os seus “acionistas” (beneficiários efetivos), ficando todos os intermediários financeiros da cadeia de intermediação obrigados à transmissão das correspondentes informações à sociedade ou a pessoa por esta designada.

Na transposição feita pelo nosso legislador, este direito não foi enunciado em termos gerais, mas tão-só perante a entidade registadora de valores mobiliários escriturais [artigo 85.º/1, c) CVM], a entidade gestora do sistema centralizado [artigos 93.º, c) e 29.º-B/1 do CVM] e aparece restringido ao “acionista formal” em vez de se referir ao beneficiário efetivo.

À entidade gestora do sistema centralizado caberá depois solicitar aos intermediários financeiros participantes nesse sistema as informações sobre os acionistas (formais; não os beneficiários efetivos), devendo os intermediários financeiros responder imediatamente (novo artigo 29.º-B/2 do CVM).

Ora, não se encontra no novo regime a vinculação dos demais intermediários financeiros da cadeia de intermediação à prestação da informação nos

Em muitos casos, as sociedades não são capazes de identificar os seus acionistas. A identificação dos acionistas é uma condição prévia para a comunicação direta entre os acionistas e a sociedade e, por conseguinte, é essencial para facilitar o exercício dos direitos dos acionistas e o seu envolvimento. Tal é particularmente importante em situações transfronteiriças e quando são utilizados meios eletrónicos. Por conseguinte, as sociedades cotadas deverão ter o direito de identificar os seus acionistas a fim de poderem comunicar diretamente com eles. A pedido da sociedade, os intermediários deverão ser obrigados a comunicar-lhe as informações relativas à identidade dos seus acionistas. (...)»
«O exercício efetivo dos direitos dos acionistas depende, em grande medida, da eficiência da cadeia de intermediários que mantêm contas de valores mobiliários em nome dos acionistas ou de outras pessoas, especialmente num contexto transfronteiriço. Na cadeia de intermediários, sobretudo quando esta envolve muitos intermediários, a informação nem sempre é transmitida da sociedade para os acionistas e as votações dos acionistas nem sempre são corretamente transmitidas à sociedade. A presente diretiva tem por objetivo melhorar a transmissão de informação na cadeia de intermediários para facilitar o exercício dos direitos dos acionistas.»

⁴² Veja-se o considerando 13 da SHRD II:

«A presente diretiva é aplicável sem prejuízo do direito nacional que regula a detenção e a titularidade de valores mobiliários e dos dispositivos de manutenção da integridade dos valores mobiliários, e não afeta os beneficiários efetivos ou outras pessoas que não sejam os acionistas nos termos do direito nacional aplicável.»

termos exigidos pela Diretriz⁴³. A sociedade não tem por isso como conhecer a identidade dos investidores (finais).

VI. Nos termos do *artigo 3.º-B SHRD*, os Estados-membros devem imputar a todos os intermediários financeiros incluídos na cadeia de intermediação um dever de transmissão de informações da sociedade aos acionistas.

Em transposição, exigiu-se apenas que a sociedade disponibilize aos intermediários financeiros que prestam serviços de registo e depósito de instrumentos financeiros a informação que devem prestar aos acionistas para o exercício de direitos sociais ou um aviso que indique em que parte do seu sítio da internet podem ser encontradas essas informações (artigo 29.º-C/1 CVM).

Estas informações são prestadas através da entidade gestora do sistema centralizado (artigo 29.º-C/2 CVM) ou diretamente aos acionistas (acionistas formais, não os beneficiários efetivos) (artigo 29.º-C/3 CVM).

Os intermediários financeiros que prestam serviços de registo e depósito transmitem imediatamente aos acionistas (novamente: acionistas formais, não os beneficiários efetivos) as informações ou o aviso recebido da sociedade e a esta as informações relativas ao exercício de direitos sociais recebidas dos acionistas (novamente: acionistas formais, não os beneficiários efetivos) (artigo 29.º-C/4 do CVM).

Fica assim por cumprir a exigência da Diretriz de transmissão da informação pela cadeia de intermediação até ao investidor (final)⁴⁴.

VII. Nos termos do *artigo 3.º-C SHRD*, os Estados-membros devem imputar aos vários intermediários financeiros incluídos na cadeia de intermediação o dever de facilitar o exercício dos direitos sociais pelos acionistas.

Em transposição, exigiu-se apenas que os intermediários financeiros que prestam serviços de registo e depósito de instrumentos financeiros tomem as medidas necessárias para que os acionistas (e mais uma vez: os acionistas formais, não os beneficiários efetivos) possam exercer os seus direitos sociais (artigo 29.º-D/1 CVM). Não há qualquer referência a “facilitação”, salvo na epígrafe do artigo.

⁴³ Cf. também o artigo 9.º/4 e 6-8 do Regulamento de Execução (UE) 2018/1212 da Comissão, de 3-set.-2018, que estabelece requisitos mínimos para a aplicação das disposições da Diretriz 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à identificação dos acionistas, à transmissão de informações e à facilitação do exercício de direitos dos acionistas.

⁴⁴ Veja-se também o artigo 9.º/1 a 3 do Regulamento de Execução.

VIII. Nos termos do *artigo 3.º-D SHRD*, os Estados-membros devem imputar aos intermediários financeiros incluídos na cadeia de intermediação deveres de transparência, não discriminação e proporcionalidade relativamente aos “encargos”⁴⁵ aplicáveis pelos serviços prestados neste contexto. Porém, os Estados-membros podem proibir os intermediários de cobrar “taxas” pela prestação destes mesmos serviços.

Na transposição pelo artigo 29.º-E CVM, o nosso legislador distinguiu entre “encargos” e “comissões”: admitiu os primeiros, sujeitos às regras de transparência, não discriminação e proporcionalidade (n.ºs 1 a 3); proibiu as segundas (n.º 4). Temos muita dificuldade em acompanhar a distinção que alegadamente dissocia os montantes cobrados para cobrir custos diretamente suportados pelos intermediários (encargos) e os montantes destinados a remunerar o seu serviço (comissões)⁴⁶.

Independentemente disso, parece-nos equivocada a opção de proibição de cobrança de comissões específicas pelos serviços aqui em causa, porquanto implica uma *socialização dos custos*. Não podendo os intermediários cobrar comissões específicas, terão tendência para aumentar as comissões de custódia⁴⁷

IX. Esta opção foi muito criticada no processo de consulta pública:

«Todos os participantes da consulta referiram ser problemático, para os intermediários financeiros obrigados a transmitir informação e facilitar o exercício de direitos, o exercício da opção de proibir a cobrança de comissões pela prestação destes serviços. Foi ainda solicitado que se procedesse à clarificação de que os intermediários financeiros podem repercutir encargos com o serviço prestado nos seus clientes.» (realce nosso)⁴⁸.

Apesar de *todos* os participantes no processo de consulta pública terem apelado à não consagração desta solução, o nosso legislador material manteve-se imperturbável, respondendo:

⁴⁵ Na versão inglesa “charges”.

⁴⁶ Distinção essa que não tem apoio na proposta de Diretriz que deu lugar à SHRD II, na própria Diretriz, nem no Regulamento de Execução (UE) 2018/1212 já referido.

⁴⁷ Como aliás reconheceu o CNSF. Veja-se o *Relatório da consulta pública do CNSF sobre a diretiva relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas, no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo (SHRD II)*, 7:

«os serviços previstos no capítulo relevante da diretiva devem integrar as comissões já cobradas para efeitos de custódia de títulos».

⁴⁸ Cfr. *Relatório da consulta pública*, cit., 7.

«convém recordar que, tendo em conta o sistema de “primeira camada”, o esforço a levar a cabo pelos intermediários financeiros é bastante reduzido por referência a sistemas que aprofundam mais a cadeia de detenção. Foi, portanto, nesse pressuposto entendido que os serviços previstos no capítulo relevante da diretiva devem integrar as comissões já cobradas para efeitos de custódia de títulos. Não obstante, é claramente permitida a cobrança dos encargos incorridos pelos intermediários financeiros para efeitos da prestação dos serviços em causa, nos termos previstos nos números 1 a 3 do referido artigo 93.º-D»⁴⁹.

A proibição tem então como pressuposto o facto de as regras introduzidas corresponderem apenas a um sistema de “primeira camada” – assente na aproximação apenas dos acionistas formais (e não os acionistas materiais) à sociedade – que não envolve a cadeia de intermediação. Essas regras envolvem por isso um “menor esforço” dos intermediários, o que justificaria a proibição.

Ora, independentemente de quaisquer outros argumentos, caso venha a ser corrigido o que nos parece ser um erro claro de transposição – impondo a aproximação dos acionistas materiais à sociedade nos termos exigidos pela SHRD – deve ser alterada a solução das comissões em conformidade.

X. Tudo visto, parece-nos que os artigos 3.º-A a 3.º-D SHRD não foram transpostos da melhor maneira. Para que a transposição fosse adequada, o CVM devia ter assegurado que o fluxo de informação entre a sociedade e os seus “acionistas” se faria *de e para* os investidores finais e não apenas para os acionistas formais.

Tal sentido não colidiria e não implicaria qualquer alteração ao conceito de acionista formal que corresponde ao titular da conta de registo individualizado⁵⁰. Também não implicaria qualquer alteração às regras de legitimidade para o exercício de outros direitos sociais.

Perante o cenário atual, colocam-se muitas dúvidas na prática, só muito dificilmente solucionáveis por uma interpretação das regras nacionais conforme à Diretriz⁵¹. Este ponto deve por isso ser objeto de revisão na programada reforma do CVM.

⁴⁹ Cfr. *Relatório da consulta pública*, cit., 7.

⁵⁰ Sem prejuízo do que já referimos quanto à eficácia translativa do contrato.

⁵¹ Sobre a interpretação conforme ao Direito europeu, cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES, in *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, cit., 52 ss.

4. Transações com partes relacionadas

I. Analisemos agora com maior detalhe o artigo 9.º-C SHRD, introduzido em 2017, que promoveu a criação de um regime de aprovação e de divulgação de transações com partes relacionadas. Veio fazer face à preocupação vertida no considerando 42 da SHRD II:

«As transações com partes relacionadas podem prejudicar as sociedades e os seus acionistas, uma vez que podem proporcionar à parte relacionada a oportunidade de se apropriar de uma parte do valor de uma sociedade. Assim, é importante que existam salvaguardas adequadas para a proteção dos interesses das sociedades e dos acionistas».

O potencial danoso aqui referido decorre do facto de os negócios com partes relacionadas – conceito que inclui, por exemplo, administradores, sócios, ou respetivos familiares – envolverem necessariamente conflitos de interesse e, por conseguinte, um risco considerável de apropriação de benefícios especiais ilegítimos por sócios controladores, administradores ou outros⁵². Tal apropriação tende a prejudicar a sociedade e os demais sócios.

⁵² Fenómeno também conhecido por *tunneling*. A propósito, veja-se JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades* cit., 349-350, “Conflito de interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade e o seu acionista controlador”, in PAULO CÂMARA (coord.), *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, 2010, 76-213 (81-82), “Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Lei n.ºs 158/2009 e 185/2009”, *Revista de Direito das Sociedades*, 1:3 (2009), 587-633 (588-590), ALEXANDRE MOTA PINTO, “Controlo das transações com partes relacionadas nas sociedades comerciais”, cit., 472-474, FRANCISCO DA CUNHA FERREIRA e JOANA TORRES EREIO, “As transações entre partes relacionadas no direito português”, in PAULO CÂMARA (coord.), *Acionistas e governação das sociedades* (2019), 193-231 (193-194 e 206-208), LUCA ENRIQUES e TOBIAS TRÖGER, *The law and (some) finance of related party transactions: an introduction*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper n.º 411/2018, julho de 2018, 3; LUCA ENRIQUES, GERARD HERTIG, HIDEKI KANDA e MARIANA PARGENDLER, “Related party transactions”, in PAUL DAVIES et al., *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*, 3.ª ed., 2017, 145-169 (145-147), ANTÓNIO GARCIA ROLO, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição”, cit., 581-583.

Vide ainda, a propósito da justificação da criação do regime aplicável às transações com partes relacionadas na Diretriz, a “Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo e a Diretiva 2013/34/UE no que se refere a determinados elementos da declaração sobre o governo das sociedades”, COM/2014/0213 final, onde se sublinha que as transações com partes relacionadas *«criam oportunidades para a apropriação de uma parte do valor da sociedade em detrimento dos seus acionistas e, nomeadamente, dos acionistas minoritários».*

RDS XI (2019), 3-4, 701-733

II. Sobre este problema, escreveu José Ferreira Gomes em tempos⁵³:

«Tanto no Direito das sociedades comerciais como no Direito dos valores mobiliários assume crescente importância o controlo dos conflitos de interesses inerentes à celebração de negócios com partes relacionadas.

Estes conflitos de interesses podem corresponder a diferentes problemas de agência – controlling shareholder ou managerial agency problem – mas levantam problemas similares. Tanto num caso, como noutro, está em causa a extracção de benefícios privados por aqueles que controlam a actividade da sociedade: seja a administração, seja o accionista controlador. A primeira hipótese será tanto mais frequente quanto maior for a dispersão do capital social das sociedades; a segunda verifica-se nas sociedades que apresentam uma concentração do capital social nas mãos de um ou mais sócios controladores. Este último é o caso típico no mercado português.

(...) nos mercados desenvolvidos a extracção de benefícios privados de controlo ocorre normalmente através mecanismos operacionais – entre os quais se destacam os contratos entre partes relacionadas – ou da venda da posição de controlo com um prémio relativamente ao valor das acções dos sócios minoritários, capitalizando assim o cash flow futuro associado aos benefícios privados do sócio controlador».

III. Para fazer face a este problema, diferentes sistemas jurídicos foram ensaiando *diferentes soluções* que podem ser assim sistematizadas⁵⁴:

- (i) *mecanismos de aprovação ou ratificação* dos negócios que envolvam conflitos de interesses, nos termos dos quais o mérito do negócio a celebrar é avaliado *ex ante* pelos acionistas desinteressados, pelos administradores desinteressados e/ou por um órgão de fiscalização;

⁵³ “Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Leis n.ºs 158/2009 e 185/2009”, *Revista de Direito das Sociedades*, 1:3 (2009), 587-633 (588-589).

Para mais referências sobre os problemas de agência, veja-se, *v.g.*, JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 349-350, ENRIQUES, HERTIG, KANDA e PARGENDLER, “Related party transactions”, cit., 145 e *passim*.

⁵⁴ Cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 350-351 (n. 1207), e já antes, com maior desenvolvimento, “Conflito de interesses entre accionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador”, cit., 90-91.

VAZ SERRA apresenta uma classificação ligeiramente diferente, mas muito esclarecedora, das principais soluções a nível internacional à data de 1967. Cfr. “Contrato consigo mesmo e negociação de directores ou gerentes de sociedades anónimas ou por quotas com as respectivas sociedades”, *Revista de Legislação e Jurisprudência*, 100 (1967), 81-83 (n.º 3339), 97-101 (n.º 3340), 129-131 (n.º 3342), 161-165 (n.º 3344), 177-179 (n.º 3345), 193-197 (n.º 3346) (97-101).

- (ii) *mecanismos de avaliação* ex post por um tribunal, com base num determinado padrão de conduta imposto à administração ou diretamente ao acionista controlador; e
- (iii) *mecanismos informativos*, ou seja, imputação de deveres de divulgação de informação destinados a reduzir a assimetria informativa entre *insiders* e *outsiders*, potenciando o adequado funcionamento de mecanismos de mercado e de outros mecanismos legais.

IV. Vimos já que o legislador europeu impôs o primeiro e o terceiro mecanismos, assumindo que o segundo seria já um dado adquirido em todo o espaço da UE (artigo 9.º-C SHRD). Em transposição, a Lei n.º 50/2020, de 28-ago., aditou quatro novos artigos ao CVM: os artigos 249.º-A, 249.º-B, 249.º-C e 249.º-D.

O primeiro mecanismo – sujeição dos negócios com partes relacionadas a um processo específico de aprovação – assenta no pressuposto de que estes negócios não são, por si, ilícitos, indesejáveis ou ineficientes. Com efeito, em muitos casos, estes negócios constituem as soluções mais eficientes e benéficas para a sociedade⁵⁵.

Ao admitir a validade abstrata destes negócios⁵⁶ e ao sujeitá-los a um específico processo de aprovação, impondo a apreciação do seu mérito livre de conflitos de interesses, o legislador europeu visou separar os negócios eficientes dos ineficientes, promovendo a celebração dos primeiros e proscrevendo a celebração dos segundos.

Por outras palavras, o sistema imposto permite que as sociedades concretizem contratos com partes relacionadas justos e criadores de valor, e afastem aqueles que impliquem uma extração indevida de valor da sociedade (*tunneling*)⁵⁷.

V. O terceiro mecanismo corresponde à imputação de deveres de divulgação de informação. A transparência assim promovida reduz a assimetria informativa entre *insiders* e *outsiders*, constituindo um incentivo ao cumprimento de deveres pelos membros dos órgãos sociais (e pelos próprios acionistas controladores).

⁵⁵ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 350-351, LUCA ENRIQUES e TOBIAS TRÖGER, *The law and (some) finance*, cit., 7 e ss.; ENRIQUES, HERTIG, KANDA e PARGENDLER, “Related party transactions”, cit., 145.

⁵⁶ Sem prejuízo do recorte do espaço de licitude por normas de validade relativas a tipos específicos de negócios com partes relacionadas.

⁵⁷ LUCA ENRIQUES e TOBIAS TRÖGER, *The law and (some) finance*, cit., 12-13.

Para tanto contribui a pressão do mercado: por um lado, a pressão do mercado de capitais, que reflete a informação divulgada na formação do preço das ações e de outros valores mobiliários emitidos pela sociedade; por outro, a pressão do mercado de trabalho, dados os reflexos da informação na sua reputação profissional⁵⁸.

5. Cont.: Aprovação e divulgação pública

I. Na consagração do primeiro mecanismo, o legislador europeu optou por uma abordagem flexível, conferindo margem de adaptação aos diferentes Estados-membros em função dos respetivos sistemas societários.

O *artigo 9.º-C/4 SHRD* admite que – consoante a opção dos Estados-membros – os negócios com partes relacionadas sejam aprovados pela assembleia geral, pelo órgão de administração ou pelo órgão de fiscalização, ou por uma qualquer combinação destas opções. É mais um reflexo da história do direito europeu das sociedades, decisivamente marcado pela rejeição das sucessivas propostas de 5.ª Diretriz de Direito das Sociedades.

Certo é que o procedimento de aprovação que seja adotado tem de impedir que as partes relacionadas explorem a sua posição e tem de proteger adequadamente a sociedade e os sócios (que não são parte relacionada no negócio). Desde logo, «[s]e a transação com uma parte relacionada envolver um administrador ou um acionista, estes não podem participar na aprovação ou na votação» (*artigo 9.º-C/4, 1.º parág., 2.ª parte, 3.º parágrafo SHRD*)⁵⁹.

II. Em transposição, o nosso legislador optou pela articulação sistemática da nova solução com aquela que resultava já desde 1986 do *artigo 397.º/2 CSC*, para os contratos celebrados entre a SA e um ou mais administradores⁶⁰. A aproximação sistemática é positiva⁶¹. Os termos em que foi projetada nem tanto.

⁵⁸ A propósito, cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES, “Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Leis n.ºs 158/2009 e 185/2009”, cit., 591-597

⁵⁹ Veja-se porém o desvio admitido pelo 4.º parág.

⁶⁰ Esta foi analisada com detalhe por JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 349-383, e já antes numa abordagem preliminar em “Conflito de interesses entre acionistas”, cit., 101-121.

⁶¹ Em sentido diferente, poderia argumentar-se a favor de uma posição central dos acionistas na aprovação de negócios com partes relacionadas, enfatizando a potencial falta de condições psicológicas dos administradores para um juízo crítico sobre a conformidade desses negócios com o interesse da sociedade, dada a sua seleção pelos acionistas maioritários ou pelos principais gestores. Contudo,

Recordemos as bases. De acordo com o artigo 397.º/2 CSC, os contratos celebrados pela sociedade com os respetivos administradores⁶² devem ser autorizados, sob pena de nulidade, por deliberação do conselho de administração (na qual o interessado não pode votar), com parecer favorável do conselho fiscal ou da comissão de auditoria⁶³. Não estão sujeitos a um tal processo os atos

não é certo que os acionistas minoritários ficassem mais protegidos com uma tal solução – aquele que tem poder de voto para designar os administradores teria também para aprovar negócios com partes relacionadas – e os custos e as dificuldades logísticas da convocação de uma assembleia geral de sociedade cotada tornariam esta aprovação morosa, cara e contraproducente.

Veja-se sobre o tema, *v.g.*, JOSÉ FERREIRA GOMES, “Conflitos de interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade e o seu acionista controlador”, cit., 101, ou ENRIQUES, HERTIG, KANDA e PARGENDLER, “Related party transactions”, cit., 155 e 163 (comparando os custos mais elevados da aprovação pelos acionistas face aos custos da aprovação pelo órgão de administração), bem como, mais recentemente, HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO, “A revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, cit., 51, e RUI PINTO DUARTE, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas (apresentação com algumas opiniões heréticas)”, cit., 88.

Soma-se a tudo isto a importância da coerência sistemática que permite o aproveitamento nesta sede dos desenvolvimentos operados noutros quadrantes. Em suma, foi certa a opção pela articulação das competências dos órgãos de administração e de fiscalização. Recorde-se que o primeiro atua sob responsabilidade própria, podendo ser responsabilizado perante a sociedade e perante os acionistas, especialmente os minoritários, servindo assim como garantia destes.

⁶² Fora do âmbito do n.º 1, que comina a nulidade dos contratos pelos quais a sociedade conceda crédito a administradores, efetue pagamentos por conta deles, preste garantias a obrigações por eles contraídas ou facilite adiantamentos de remunerações superiores a um mês.

⁶³ A propósito deste veja-se, *v.g.*, JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 352, 357-383, FRANCISCO DA CUNHA FERREIRA e JOANA TORRES EREIO, “As transações entre partes relacionadas”, cit., 224-227, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO e A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, in *Código das sociedades comerciais anotado*, 3.ª ed., 2020, artigo 397.º, 1312-1313; J. M. COUTINHO DE ABREU, in *Código das sociedades comerciais em comentário*, 6, 2.ª ed., 2019, artigo 397.º, anot. 6, 341-350. O artigo 397.º CSC aplica-se diretamente apenas às sociedades anónimas, discutindo-se a sua aplicação analógica às sociedades por quotas. A favor, *cfr.*, *v.g.*, J. M. COUTINHO DE ABREU, in *Código das sociedades comerciais em comentário*, 6², artigo 397.º, anot. 6, 347-350, “Negócios entre sociedades e partes relacionadas (administradores, sócios) – sumário às vezes desenvolvido”, *Direito das Sociedades em Revista*, 5-9 (2013), 13-25 (20-21). Contra, *v.g.*, RAÚL VENTURA, *Sociedades por quotas*, 3, 1991, 177-178, defende a aplicação do art. 261.º CC. Também contra, mas em diferentes moldes, DIOGO COSTA GONÇALVES, “O governo das sociedades por quotas: Breves reflexões sobre a celebração de negócios entre o gerente e a sociedade”, in PAULO CÂMARA (coord.), *O Governo das organizações: A vocação universal do corporate governance*, 2011, 95-123 (120-121), sustenta que a manifesta lacuna do regime das sociedades por quotas deve ser integrada nos termos do art. 10.º/3 CC, mediante formulação de uma norma *ad hoc*: «*saõ nulos, salvo autorização prévia da assembleia geral, os negócios celebrados, directa ou indirectamente, entre os gerentes e a sociedade ou entre estes e as sociedades que com aquela se encontrem em relação de domínio ou de grupo, salvo se o negócio em causa, pela sua natureza ou circunstâncias, exclua a possibilidade de conflito de interesses*». Esta perspetiva foi secundada por JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 369-370 (n. 1277).

que estejam compreendidos no próprio comércio da sociedade e que não concedam nenhuma vantagem especial ao contraente administrador (artigo 397.º/5 CSC)⁶⁴.

III. Como explica José Ferreira Gomes, ao fazer depender a validade dos negócios entre a sociedade e os seus administradores de prévia deliberação do órgão de administração e do órgão de fiscalização, o artigo 397.º/2 CSC sujeita a prática do ato a deveres específicos de vigilância, imputados a cada um destes órgãos coletivos, com imputação sucessiva de poderes-deveres a cada um dos seus membros.

Esta norma visa prevenir a tentação inerente ao conflito de interesses, eliminando a oportunidade de aproveitamento da especial posição do administrador interessado face à sociedade. Impõe a este deveres de informação sobre os termos do negócio e sobre os seus interesses no mesmo (artigo 410.º/6 CSC), e ao coletivo a discussão colegial de uns e outros, com vista à promoção dos melhores interesses da sociedade. A intervenção do órgão de fiscalização reforça

⁶⁴ Solução mais exigente é a prevista no artigo 85.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (“RGICSF”) – refletida com pequenos acertos no artigo 194.º do anteprojeto de Código da Atividade Bancária – no qual se destaca a conjugação de uma *proibição absoluta* (n.º 1) com duas *proibições relativas* (n.ºs 7 e 8) de concessão de crédito. Nos termos destas últimas, as instituições de crédito não podem conceder crédito:

(i) a instituições de crédito, sociedades financeiras ou sociedades gestoras de participações sociais que, sendo direta ou indiretamente dominadas por membros dos seus órgãos sociais, se encontrem incluídas no perímetro de supervisão em base consolidada da instituição, nem às sociedades gestoras de fundos de pensões, empresas de seguros, corretoras e outras mediadoras de seguros que dominem ou sejam dominadas por qualquer entidade incluída no mesmo perímetro de supervisão (n.º 7),

(ii) a sociedades ou outros entes coletivos que (a) não sendo direta ou indiretamente dominados por membros dos seus órgãos sociais, (b) tenham como gestor ou titular de participação qualificada algum dos administradores da instituição (n.º 8),

salvo se autorizado por deliberação do conselho de administração aprovada por maioria de dois terços dos membros do órgão de administração (excluídos os administradores conflituados) e obtido parecer favorável do órgão de fiscalização.

No mesmo sentido, o artigo 109.º do RGICSF articula uma *proibição absoluta* com uma *proibição relativa* de concessão de crédito, direta ou indiretamente, a detentores de participações qualificadas (ou a sociedades por estes direta ou indiretamente dominadas ou com estes numa relação de grupo). É absolutamente proibida a concessão de crédito (i) que exceda 10% dos fundos próprios da instituição ou (ii) que leve a que o montante global dos créditos concedidos a todos os titulares de participações qualificadas exceda 30% dos fundos próprios da instituição (n.ºs 1 e 2).

Fora destes casos, a concessão de crédito é proibida salvo se aprovada por maioria de dois terços dos membros do órgão de administração e obtido parecer favorável do órgão de fiscalização (n.º 3).

a transparência e o debate sobre os benefícios do negócio em causa, em confronto com outras alternativas disponíveis no mercado.

IV. Traduz portanto uma concretização do dever de lealdade de cada administrador e das obrigações de vigilância do órgão de administração e do órgão de fiscalização.

Tendo um qualquer interesse no negócio, o administrador deve abster-se de atuar em conflito (artigo 72.º/2 CSC), expor esse mesmo conflito e prestar toda a informação necessária e conveniente à avaliação do negócio pelos órgãos de administração e de fiscalização (artigo 410.º/6 CSC), exclusivamente à luz do interesse da sociedade, devendo ser recusada a sua celebração sempre que no mercado possam ser encontradas alternativas mais vantajosas para a sociedade⁶⁵.

Deve sobrepor-se a promoção do interesse social a qualquer interesse do administrador, dos acionistas controladores ou de terceiros⁶⁶.

V. Vejamos agora o *artigo 249.º-A CVM*, com epígrafe “Transações com partes relacionadas”⁶⁷, a articular com os artigos 249.º-B a 250.º CVM.

A redação deste preceito não é feliz e suscita dificuldades. Naquela que nos parece ser a melhor leitura, e sem prejuízo das isenções previstas no artigo 249.º-C, temos:

⁶⁵ Segundo JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 352, 359-361, prestada a informação, o administrador interessado deve ausentar-se da sala para que os demais administradores possam discutir adequadamente o assunto, tendo em vista apenas os melhores interesses da sociedade.

⁶⁶ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 357-360.

⁶⁷ Segundo o qual:

«1- As sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado dispõem de um procedimento interno aprovado pelo conselho de administração ou conselho de administração executivo, com parecer prévio vinculativo do órgão de fiscalização, mediante o qual este verifica, periodicamente, se as transações que as sociedades emitentes efetuam com partes relacionadas são realizadas no âmbito da sua atividade corrente e em condições de mercado, não participando as partes relacionadas na verificação em causa.

2- As transações com partes relacionadas que não preencham os requisitos previstos no número anterior são objeto de deliberação pelo conselho de administração, ou, quando exista, pelo conselho de administração executivo, precedida de um parecer do órgão de fiscalização da sociedade emitente de ações admitida à negociação em mercado regulamentado.

3- As transações com partes relacionadas que não preencham os requisitos previstos no n.º 1 são divulgadas publicamente, nos termos do artigo seguinte.

4- Para efeitos da presente secção, considera-se “parte relacionada” uma parte relacionada na aceção das normas internacionais de contabilidade adotadas nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de julho.»

- (i) Os negócios com partes relacionadas – delimitadas pela IAS 24⁶⁸ – incluídos na atividade corrente da sociedade e celebrados em condições de mercado não estão sujeitas a regras específicas de aprovação⁶⁹. Aplicam-se as regras gerais. Podem portanto ser aprovados não só pelo conselho de administração, mas também pela comissão executiva, por um qualquer administrador executivo ou por qualquer pessoa ou grupo de pessoas que tenha poderes (delegados) para o efeito no âmbito da organização societária.
- (ii) Os negócios que não se incluam na atividade corrente da sociedade e/ou que estejam fora das condições de mercado têm de ser aprovados pelo órgão de administração, com parecer prévio do órgão de fiscalização (artigo 249.º-A/2 CVM)⁷⁰. Estes são os negócios ditos “relevantes” para efeitos deste regime específico de aprovação.
- (iii) Os negócios que, para além de não se incluírem na atividade corrente da sociedade e/ou que estejam fora das condições de mercado, tenham um valor igual ou superior a 2,5% do ativo sociedade⁷¹ – consolidado ou individual, consoante prepare ou não contas consolidadas⁷² –, con-

⁶⁸ O artigo 249.º-A/4 CVM, em transposição da SHRD [definição de “parte relacionada” no artigo 2.º, h)], remete para o Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, que, por sua vez, remete para as Normas Internacionais de Contabilidade: as antigas *International Accounting Standards* (IAS) emitidas pelo International Accounting Standards Board (IASB), substituídas em 2001 pelas *International Financial Reporting Standards* (IFRS), emitidas pela IFRS Foundation. Está aqui em causa a IAS 24. Os seus pontos 9 a 12 definem detalhadamente partes relacionadas.

⁶⁹ Cfr. artigo 9.º-C/5 SHRD, § 1, 1.ª parte.

⁷⁰ Cfr. artigo 9.º-C/4 SHRD. Temos então três decisões cronologicamente ordenadas e distintas. *Em primeiro lugar*, alguém – um administrador delegado, um diretor, um funcionário – toma a iniciativa de promover a celebração de um contrato com uma parte relacionada. Se o mesmo for “relevante”, por não se inserir na atividade corrente da sociedade e/ou por incluir condições fora do mercado, promove a intervenção do conselho de administração. *Em segundo lugar*, o conselho de administração submete o contrato à apreciação prévia do órgão de fiscalização. *Em terceiro lugar*, decide o próprio conselho de administração. Pretende-se assim assegurar uma discussão aberta sobre o negócio relevante e do potencial conflito de interesses, permitindo o confronto de opiniões e perspetivas que, sendo diferentes entre si, se espera sejam orientadas pelo melhor interesse da sociedade. Pretende assim ultrapassar-se a nebulosidade inerente a qualquer negócio “infetado” por um conflito de interesses (cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 358-359).

⁷¹ A este propósito, ALEXANDRE MOTA PINTO, “Controlo das transações com partes relacionadas nas sociedades comerciais”, cit., 491-492, questiona a motivação da coexistência de um âmbito de aplicação mais alargado para o dever (mais oneroso) de aprovação e de um âmbito de aplicação mais restrito para a divulgação. Recordando que a SHRD permite tal coexistência de âmbitos de aplicação, HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO, “A Revisão da Diretiva dos Direitos dos Acionistas”, cit., 52.

⁷² Este é o critério de relevância fixado para efeitos do artigo 9.º-C/1 SHRD.

siderados isoladamente ou de forma agregada⁷³, têm de ser divulgados ao público «o mais tardar no momento em que forem [celebrados]» (artigos 249.º-A/3 e 249.º-B/1 CVM)⁷⁴. Estes são os negócios ditos “relevantes” para efeitos deste dever específico de transparência. É um dever que se soma aos deveres de divulgação de negócios com partes relacionadas nas contas anuais (IAS 24)⁷⁵ e semestrais [artigo 246.º/3, c) e 5, e) CVM].

VI. À margem do procedimento assim aplicável a cada concreto negócio com partes relacionadas, o artigo 249.º-A/1 CVM prevê ainda um mecanismo de *fiscalização ex post*: o órgão de administração, com parecer prévio vinculativo do órgão de fiscalização, deve estabelecer um procedimento interno mediante o qual “este” verifica *periodicamente* se os negócios já celebrados o foram no âmbito da atividade corrente da sociedade e em condições de mercado.

Por “este” deve entender-se o órgão de fiscalização, mas a solução tem de ser articulada com as regras societárias⁷⁶.

⁷³ Cfr. artigo 249.º-D CVM.

⁷⁴ Cfr. artigo 9.º-C/2 SHRD.

⁷⁵ Aplicável por força do artigo 4.º do Regulamento (CE) n.º 1606/2002, de 19 de junho, relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade, e do artigo 4.º/1 do Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de julho, que aprova o sistema de normalização contabilística. Sobre este, veja-se JOSÉ FERREIRA GOMES, “Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Leis n.ºs 158/2009 e 185/2009”, cit., 587-633. Sobre os âmbitos de aplicação das normas internacionais de contabilidade no contexto do sistema nacional de contabilidade, cfr., por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das sociedades*, 1, 4.ª ed., 2020, 961-964.

Para as sociedades não cotadas vale o disposto nos artigos 66.º-A/2 e 508.º-F CSC, segundo o qual devem divulgar, no anexo às contas (individuais e consolidadas), informações relativas a transações realizadas com partes relacionadas, se tais transações forem relevantes e não tiverem sido realizadas em condições normais de mercado. Veja-se novamente JOSÉ FERREIRA GOMES, “Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Leis n.ºs 158/2009 e 185/2009”, cit., em especial, 620-621, bem como ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO e A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, in *CSC anotado*, artigo 66.º-A, anot. 4, 336, e ANA MARIA RODRIGUES e RUI PEREIRA DIAS, *CSC em comentário*, 1, 2.ª ed., 2017, artigo 66.º-A, anot. 3, cit., 851-853.

⁷⁶ A redação do preceito é infeliz e suscita dúvidas desnecessárias sobre se o dever de verificação periódica é imputado ao órgão de administração ou ao órgão de fiscalização. A SHRD não permite esclarecer, pois permite aos Estados-membros optar por imputação do mesmo a qualquer destes órgãos. As dores do processo legislativo foram já analisadas por RUI PEREIRA DIAS e MAFALDA DE SÁ, “Transações com partes relacionadas, remunerações, sustentabilidade: a transposição da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II e a revisão de 2020 do Código de Governo das Sociedades do IPCG”, cit., 65-66. Veja-se a alteração da locução “aquele” no anteprojeto de transposição do CNSF para “este” na Lei n.º 50/2020. Veja-se também HUGO MOREDO SANTOS e SANDRA CARDOSO, em “A Revisão da diretiva dos direitos dos acionistas”, cit., 52, que, ainda relativamente à redação

VII. Nos termos gerais, em primeira linha, é ao *órgão de administração* que compete promover o interesse da sociedade⁷⁷. Independentemente de quaisquer divisões de tarefas ou delegações de poderes – numa comissão executiva, num ou mais administradores delegados, ou em diferentes pessoas (ou grupos de pessoas) em diferentes níveis hierárquicos na estrutura administrativa da sociedade – o *órgão de administração* é responsável pelo sucesso ou insucesso do projeto empresarial (*princípio da responsabilidade global*)⁷⁸. Deve por isso tomar as medidas necessárias para prevenir a celebração de negócios ineficientes e verificar periodicamente se os negócios entretanto celebrados foram ou não conformes ao interesse da sociedade⁷⁹.

Ao *órgão de fiscalização* cabe, antes de mais, a fiscalização da administração da sociedade⁸⁰, contribuindo assim para a promoção do interesse da sociedade. Neste contexto, o dever de verificação que lhe é agora imputado pelo artigo 249.º-A/1 CVM, mais não é do que uma densificação da sua obrigação de diligente fiscalização.

Sem prejuízo da pertinência desta articulação sistemática, só o *órgão de fiscalização* está sujeito ao dever mobiliário especificamente previsto no artigo 249.º-A/1, cujo incumprimento pode fundamentar responsabilidade contraordenacional.

VIII. Nos termos gerais (artigo 410.º/6 CSC), na verificação dos negócios celebrados não podem participar aqueles que tenham, por conta própria ou de terceiro, um interesse em conflito com o da sociedade.

da disposição no anteprojeto, propugnavam pela atribuição do dever de verificação periódica ao *órgão de fiscalização*.

Como sustentamos no corpo do texto, parece-nos que é este último o sentido certo do preceito legal, sem prejuízo da sua necessária articulação com as coordenadas societárias. Teria sido preferível uma maior articulação sistemática com o CSC, conjugando as competências dos *órgãos de administração* e de *fiscalização*.

⁷⁷ A competência definida pelos artigos 405.º e 431.º é modelada pela imposição de promoção do interesse da sociedade [artigo 64.º/1, a) CSC]. Cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 703-713.

⁷⁸ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 172 ss., “Os princípios da responsabilidade e da direção global”, in PAULO CÂMARA (coord.), *A governação dos bancos nos sistemas jurídicos lusófonos*, 2016, 89-122, “A eficácia dos acordos parassociais (incluindo omnilaterais)”, in *Estudos em honra de João Soares da Silva*, no prelo, 360-361.

⁷⁹ Sobre a obrigação de vigilância dos administradores face à delegação de poderes de gestão, cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 176-187.

⁸⁰ Cfr. artigos 420.º/1, a), 423.º-F/1, a) e 441.º/1, d) CSC.

Esta regra geral é reafirmada pelo artigo 249.º-A/1 CVM, *in fine*⁸¹, segundo o qual não podem participar na verificação aqueles que sejam partes relacionadas nos negócios em causa.

IX. Ao limitar o âmbito de aplicação das regras especiais de aprovação e de transparência aos negócios que não se incluam na atividade corrente da sociedade e/ou que estejam fora das condições de mercado, os artigos 249.º-A e 249.º-B CVM de alguma forma transformam um *mecanismo preventivo* (prospetivo) – destinado a evitar prejuízos para a sociedade em situações de conflitos de interesse – num *mecanismo de controlo ex post* (retrospetivo)⁸².

Na prática, é a pessoa que tem poderes delegados para a matéria em causa que irá avaliar se o contrato que se propõe a celebrar em representação da sociedade:

- (i) tem como contraparte uma “parte relacionada” (IAS 24);
- (ii) se insere na atividade corrente da sociedade; e
- (iii) corresponde às condições de mercado.

Se esta pessoa entender que não estão verificados os correspondentes pressupostos não submeterá o contrato a aprovação dos órgãos competentes, nos termos do artigo 249.º-A/2 CVM. Caso haja um erro de avaliação, estes órgãos só poderão reagir no caso – eventualmente remoto – de virem a tomar conhecimento desse mesmo erro. A ser assim, como explicou José Ferreira Gomes a propósito do artigo 397.º/5 CSC⁸³:

«passa-se de uma oportunidade em que se pretendia prevenir a tentação, eliminando a oportunidade, para uma solução em que cabe ao interessado interpretar conceitos gerais e abstratos, potenciando a tentação e a oportunidade».

Perante este risco, como boa prática – senão mesmo como concretização da sua obrigação de diligente administração – deve o órgão de administração de cada sociedade delimitar⁸⁴ *ex ante*, com maior rigor, os atos que considera

⁸¹ Cfr. artigo 9.º-C/5 SHRD, § 1, 2.ª parte.

⁸² A propósito do artigo 397.º/5 CSC, JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 381.

⁸³ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 381.

⁸⁴ No seu regimento, numa qualquer ordem de serviço ou tão simplesmente numa deliberação que possa ser facilmente consultada.

estarem sujeitos às regras especiais de aprovação do artigo 249.º-A/2 CVM⁸⁵. Para o efeito, pode densificar os critérios legais em regulamento interno ou, até, em simples deliberação.

6. Cont.: Os conceitos de “atividade corrente da sociedade” e de “condições de mercado”

I. Sublinhe-se que a avaliação dos contratos a celebrar para efeitos da determinação da aplicabilidade do artigo 249.º-A/2 CVM não é isenta de dúvidas, atentos os conceitos indeterminados que aqui estão em causa.

O que seja “*atividade corrente da sociedade*” (“*ordinary course of business*” na versão inglesa da SHRD ou “*ordentlichen Geschäftsgang*” na versão alemã) varia de sociedade para sociedade, devendo atender-se ao objeto social e às atividades que, dentro do mesmo, são efetivamente desenvolvidas pela sociedade⁸⁶.

Para lá desta coordenada, exige-se uma ponderação teleológica: o objetivo da SHRD é sujeitar ao mecanismo especial de aprovação todos os negócios extraordinários, independentemente de serem ou celebrados em condições de mercado. A qualificação como ordinários ou extraordinários depende do objeto, do fim e da frequência dos negócios em causa. Este último dado, só por sim é decisivo⁸⁷; incluem-se claramente na atividade corrente os atos típicos e repetitivamente praticados pela sociedade⁸⁸.

II. A conformidade às “*condições de mercado*” verificar-se-á quando os termos do contrato em causa estejam dentro da margem das condições que um gestor

⁸⁵ Cfr., a propósito do artigo 397.º/5 CSC, JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 382.

⁸⁶ HANS CHRISTOPH GRIGOLEIT, “Regulierung von Related Party Transactions im Kontext des deutschen Konzernrechts”, *ZGR* (2019), 412-462 (431-432).

Em sentido próximo, a propósito da referência do artigo 397.º/5 CSC ao “ato compreendido no comércio da sociedade”, veja-se, *v.g.*, ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, “A aplicação do art. 397.º CSC às sociedades por quotas”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, 2012, 557-570 (567), COUTINHO DE ABREU, “Negócios entre sociedades e partes relacionadas (administradores, sócios) – sumário às vezes desenvolvido”, cit., 18, bem como in *CSC em comentário*, 6^a, artigo 397.º, anot. 4, 346, FRANCISCO DA CUNHA FERREIRA e JOANA TORRES EREIO, “As transações entre partes relacionadas no direito português”, cit., 220.

Vejam-se também os exemplos clássicos de GALVÃO TELLES e de VAZ SERRA sobre o tema que JOSÉ FERREIRA GOMES recupera em *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 382.

⁸⁷ GRIGOLEIT, “Regulierung von Related Party Transactions”, cit., 431-432.

⁸⁸ JENS KOCH, in UWE HÜFFER e JENS KOCH (coord.), *Aktiengesetz*, 14.^a ed., 2020, § 111a, n.º m. 10.

criteroso e ordenado teria podido obter para aquele tipo de contrato no mercado, no mesmo momento e nas mesmas circunstâncias.

Por outras palavras, verificar-se-á quando a contraparte não seja favorecida em prejuízo da sociedade, o que tipicamente sucederá se a negociação for conduzida “*at arms-length*”.

Posto na perspetiva inversa: haverá prejuízo se se concluir que a sociedade poderia obter melhores condições celebrando o contrato com um terceiro no mercado, em vez da parte relacionada⁸⁹.

III. O artigo 249.º-A/2 CVM encontra paralelo nos preceitos que, em diferentes sistemas jurídicos, restringem as normas sobre “negócios consigo mesmo”, de forma a excluir do seu âmbito de aplicação as situações que não envolvem risco de abuso para a sociedade. Deve estabelecer-se um paralelo com o artigo 397.º/5 CSC e recordar os exemplos clássicos de Galvão Telles e Vaz Serra⁹⁰:

«se o caixeiro comprar, no estabelecimento onde trabalha, ao preço estabelecido pelo dono deste para a venda ao público, tal contrato é eficaz, pois ao dono do estabelecimento é indiferente a venda ao caixeiro ou a qualquer outra pessoa, desde que ela se faça por aquele preço; se o bilheteiro de uma casa de espectáculos comprar para si um bilhete, o contrato é eficaz também, uma vez que ao estabelecimento não importa que o adquirente seja aquele ou qualquer outra pessoa do público, uma vez que o preço é o mesmo».

A ideia subjacente é clara: quanto o contrato seja celebrado de acordo com termos padronizados, não sujeitos a negociação com a parte relacionada (maxime, com recurso a cláusulas contratuais gerais), não há espaço para a extração de benefícios especiais de controlo. Apesar de haver um conflito de interesses, os interesses da sociedade são salvaguardados pelos termos padrão aplicáveis em geral na atividade corrente da sociedade. Assim, por exemplo,

⁸⁹ A propósito da referência à “vantagem especial” no artigo 397.º/5 CSC, veja-se JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 381–383 (bem como o tema mais amplo dos benefícios especiais de controlo, 32 ss., em especial 37–38). Cfr. tb., e.g., ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO e A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, in *CSC anotado*, artigo 397.º, anot. 5, 1313, J.M. COUTINHO DE ABREU, “Negócios entre sociedades e partes relacionadas (administradores, sócios) – sumário às vezes desenvolvido”, cit., 18, e *CSC em comentário*, 6², artigo 397.º, anot. 4, cit., 345–436.

⁹⁰ INOCÊNCIO GALVÃO TELLES, “Contrato entre a sociedade anónima e o seu director”, *O Direito*, 87 (1955), 12–28 (pp. 15–17), *Manual dos contratos em geral*, 1965, 323–324, ADRIANO VAZ SERRA, “Contrato consigo mesmo”, *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, 91 (1958), 179–181, 195–204, 212–215, 227–231 (p. 230).

o contrato de fornecimento de eletricidade celebrado entre a EDP e um seu administrador ou diretor de topo – que seja membro do pessoal-chave da gestão para efeitos da IAS 24 (a)(iii) –, de acordo com as condições aplicáveis a todos os consumidores em igualdade de circunstâncias, não está sujeito a regras especiais de aprovação⁹¹.

7. Cont.: A (in)validade dos negócios celebrados em violação do processo especial de aprovação

I. Às dúvidas decorrentes da previsão normativa do artigo 249.º-A CVM soma-se a dúvida relativa às consequências do seu incumprimento.

É certo que o incumprimento quer das regras de aprovação quer das regras de divulgação pública dos negócios “relevantes” com partes relacionadas tem *consequências contraordenacionais*.

Com efeito, nos termos do artigo 390.º/1, b) CVM constitui agora contraordenação muito grave «[a] realização (...) de transações com partes relacionadas não permitidas ou em condições não permitidas».

E segundo o artigo 389.º/1, b) CVM constitui também contraordenação muito grave «[a] falta de envio de informação para o sistema de difusão de informação organizado pela CMVM».

II. A dúvida reside no reflexo da preterição das regras de aprovação na validade dos negócios com partes relacionadas. Articulam-se aqui coordenadas gerais do direito civil e coordenadas específicas do direito societário.

No direito civil, questiona-se a aplicação do artigo 294.º CC, segundo o qual são nulos os negócios celebrados contra disposição legal de carácter imperativo. Diferentemente do artigo 280.º/1 CC⁹², este preceito restringe a autonomia privada na celebração de negócios jurídicos em função de normas imperativas sobre o correspondente processo de celebração, com as quais se articula. Por outras palavras, bloqueia a produção de efeitos jurídicos (i) quando

⁹¹ Cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES, “Conflitos de interesses entre accionistas”, cit., 114-115, e *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 382-383.

⁹² Não se aplica aqui o artigo 280.º/1 CC que delimita a validade dos negócios jurídicos em função da conformidade do seu objeto com lei injuntiva, porquanto o artigo 249.º-A/2 CVM não regula o objeto dos negócios com partes relacionadas, mas os termos da sua aprovação. Sobre a distinção entre os âmbitos de aplicação dos artigos 280.º/1 e 294.º CC veja-se JOSÉ FERREIRA GOMES, “A nulidade do negócio jurídico por contrariedade à lei (arts. 294.º e 280.º/1 CC): normas de conduta v. normas de validade”, *RDC*, 2:2 (2018), 323-349.

sejam preteridas formalidades legalmente exigidas para a válida prática do ato e (ii) quando sejam violadas normas legais que vedam a celebração do contrato⁹³.

Questiona-se: *as exigências de aprovação pelo órgão de administração e de obtenção de parecer favorável pelo órgão de fiscalização consubstanciam formalidades de que depende a validade dos negócios “relevantes” com partes relacionadas?*

III. Na ausência de uma cominação legal expressa, *«para que haja nulidade não basta a violação de uma norma que prescreva ou proíba uma determinada conduta ou que regule as circunstâncias da mesma; é necessário que o sistema não tolere a existência do negócio jurídico em si mesmo, restringindo o espaço de liberdade de produção dos seus efeitos jurídicos»*⁹⁴.

Tendo presente a especial preocupação de segurança jurídica que convoca a afirmação genérica de uma tipicidade das causas de invalidade, exige-se uma análise cuidadosa, assente num processo hermenêutico de duplo grau: primeiro, destinado a apurar se a norma em causa (sistematicamente integrada) visa efetivamente proibir a celebração do negócio em causa; segundo, em caso afirmativo, se a consequência da violação de tal norma (sistematicamente integrada) é ou não a nulidade⁹⁵.

IV. Em particular, há que considerar se não é outra a solução resultante da lei (artigo 294.º CC *in fine*): *o sistema basta-se com a responsabilidade contraordenacional ou vai mais longe e veda a própria existência do negócio jurídico?*

Na resposta a esta questão, deve atender-se ao disposto no artigo 397.º/2 CSC e ponderar se a unidade do sistema interno exige uma mesma solução. No âmbito deste preceito, a nulidade – enquanto consequência especialmente gravosa e suscetível de gerar insegurança no tráfico jurídico – justifica-se também pelo facto de os administradores que contratam com a sociedade terem o *dever de saber* que tais contratos estão sujeitos a um procedimento específico de aprovação⁹⁶.

Deve então ponderar-se se o sistema reclama também a nulidade dos negócios com partes relacionadas celebrados com preterição do artigo 249.º-A/2

⁹³ JOSÉ FERREIRA GOMES, “A nulidade do negócio jurídico por contrariedade à lei (arts. 294.º e 280.º/1 CC)”, cit., 336-348.

⁹⁴ JOSÉ FERREIRA GOMES, “A nulidade do negócio jurídico por contrariedade à lei (arts. 294.º e 280.º/1 CC)”, cit., 346-347.

⁹⁵ JOSÉ FERREIRA GOMES, “A nulidade do negócio jurídico por contrariedade à lei (arts. 294.º e 280.º/1 CC)”, cit., 346-347.

⁹⁶ Neste sentido, JOSÉ FERREIRA GOMES, “Conflitos de interesses entre accionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador”, in PAULO CÂMARA (coord.), *Conflitos de interesses no direito societário e financeiro*, 2010, 75-213 (108-109).

CVM, quando as partes relacionadas estejam perante a sociedade numa posição valorativamente idêntica à dos administradores. Estarão numa tal posição se tiverem o *dever de conhecer* a necessidade de uma tal aprovação específica. Será eventualmente o caso da pessoa singular que controle a sociedade cotada, que exerça uma influência significativa ou que seja um membro do pessoal-chave da sua gestão, mas já dificilmente se for um membro íntimo da família desta⁹⁷ [cfr. IAS 24 (a) (i) a (iii)].

Um tal paralelo pode, contudo, ser bloqueado pela exigência sistemática de segurança jurídica. A resposta final, necessariamente casuística, assenta então na tensão entre estas duas coordenadas, em polos opostos: (i) a necessidade de coerência valorativa com o disposto no artigo 397.º/2 CSC e (ii) a necessidade de garantir um nível aceitável de segurança jurídica.

⁹⁷ Sem prejuízo da convocação de outros institutos eventualmente aplicáveis, como a fraude à lei.