

AS «NOVAS» ACÇÕES SEM VALOR NOMINAL COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO PARA AS EMPRESAS PORTUGUESAS

As «novas» acções sem valor nominal como alternativa de financiamento para as empresas portuguesas

Este artigo versa sobre as principais modificações introduzidas ao Código das Sociedades Comerciais em sequência da consagração da admissibilidade das acções sem valor nominal no âmbito das sociedades anónimas, com a publicação do Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio. O objectivo deste trabalho é reflectir sobre o verdadeiro alcance desta inovação legal —em particular, sobre se as alterações efectuadas consubstanciam, efectivamente, um alargamento das hipóteses de financiamento das empresas portuguesas, na medida em que permitam a fixação de diferentes valores de emissão—, bem como superar determinadas questões terminológicas que se afiguram decisivas para uma real compreensão desta nova figura em Portugal.

Introdução

Com a publicação do Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio («DL 49/2010»), assistimos à consagração, no ordenamento jurídico português, da admissibilidade das denominadas acções sem valor nominal, no âmbito das sociedades anónimas.

Muito embora este diploma prosseguisse também outras finalidades, designadamente de transposição para a ordem jurídica interna da Directiva n.º 2007/36/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Julho, relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas, assim como da Directiva n.º 2006/123/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de Dezembro, relativa aos serviços no mercado interno, tal como consta do seu artigo 1.º, centraremos o presente estudo na análise das principais modificações introduzidas ao Código das Sociedades Comerciais («CSC») em razão da admissibilidade de acções sem valor nominal, no nosso ordenamento jurídico. Os preceitos legais indicados sem referência ao diploma a que pertencem constam, por isso, do CSC, salvo indicação em contrário, com a redacção em vigor à data do presente estudo.

O nosso objectivo é, pois, o de reflectir sobre o verdadeiro alcance desta inovação legal que se traduz na possibilidade de as acções das sociedades anónimas serem acções sem valor nominal —em particular, sobre se as alterações efectuadas consubstanciam, efectivamente, um alargamento das hipóteses de financiamento das empresas portuguesas—, bem como o de superar determinadas questões termino-

The «new» no par value shares as a financing alternative for the Portuguese companies

This article deals with the main modifications introduced to the Portuguese Companies Code after the recognition of no par value shares within public limited companies, with the publication of Decree-Law no. 49/2010 19 May. The purpose of this article is to reflect upon the true extent of this legal innovation —in particular, if the modifications made embody, in effect, an extension of the financing alternatives made available to Portuguese companies, so far as they allow different issue values to be set—, as well as to overcome certain terminological issues which are decisive for the real understanding of no par value shares in Portugal.

lógicas que se afiguram decisivas para uma real compreensão desta nova figura em Portugal, numa fase em que a doutrina nacional começa ainda a dar os primeiros passos na sua interpretação e discussão.

As «novas» acções sem valor nominal

Enquadramento geral

As acções sem valor nominal, comumente designadas por *no par value shares*, ao contrário do que à primeira vista possa parecer, não constituem uma novidade no contexto europeu e estadunidense do direito societário. Pelo contrário, desde há muito que se discutem as virtualidades associadas a estas acções, sendo, inclusivamente, possível traçar-se um percurso de crescente reconhecimento da figura, em detrimento da regra da obrigatoriedade do valor nominal.

Com efeito, observamos que a Segunda Directiva 77/91/CEE, do Conselho, de 13 de Dezembro de 1976, também designada por Segunda Directiva sobre Sociedades ou Directiva do Capital (a «Directiva»), na sua versão originária, já previa (e mantém essa mesma previsão —cfr. artigos 3.º c), 8.º n.º 1 e 9.º n.º 1) a possibilidade de inexistência de valor nominal, autorizando, assim, as legislações nacionais a preverem a emissão de acções sem valor nominal. De acordo com a Directiva, na falta de valor nominal, as acções não poderão ser emitidas a um valor inferior ao seu valor contabilístico. Mais adiante, explicitaremos o modo como interpretamos esta exigência.

Importa, porém, e antes de mais, esclarecer que as acções sem valor nominal consagradas na Directiva e agora, na nossa lei, coincidem com as geralmente denominadas acções sem valor nominal impróprias ou falsas, em oposição às verdadeiras acções sem valor nominal ou acções sem valor nominal próprias (*true no par shares*).

Com efeito, a noção de acção sem valor nominal surge, no nosso ordenamento jurídico, profundamente ligada ao conceito de capital social, mantendo-se, assim, a possibilidade de determinação da fracção ou da percentagem do capital que determinado número de acções representa, à semelhança do que sucede em países como a Bélgica, a Alemanha, a Itália ou a França, e ao contrário dos Estados Unidos da América, cujo legislador procedeu à eliminação deste conceito, ainda hoje fundamental —mas cada vez mais questionado— no direito societário europeu.

Outra realidade não poderia, aliás, ter lugar no nosso ordenamento jurídico, tendo em conta as imposições comunitárias existentes a este nível. De facto, a Directiva exige às sociedades anónimas, *inter alia*, a existência de um capital social dividido em acções, as quais correspondem, por sua vez, a uma determinada fracção do capital, dispondo ainda, como vimos, que, na falta de valor nominal, as acções não podem ser emitidas a um valor inferior ao seu valor contabilístico (à semelhança, de resto, da exigência de um valor mínimo de emissão correspondente ao valor nominal aplicável às acções com valor nominal).

Prima facie poderá parecer —como, aliás, decorre do próprio Preâmbulo do DL 49/2010— que o legislador configurou esta permissão de emissão de acções sem valor nominal por parte das sociedades anónimas portuguesas como a consagração, com carácter genérico, da solução temporária e excepcional contida no Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de Março, que veio estabelecer mecanismos extraordinários de diminuição do valor nominal das acções das sociedades anónimas, por razões fundamentalmente ligadas à conjuntura económica em que Portugal se encontrava submerso. Não é esta, contudo, a nossa visão, podendo —quanto muito— o referido diploma ser considerado precursor da consagração legislativa desta figura em Portugal, tendo em conta que ambos os diplomas preconizam soluções legais distintas, ainda que com objectivos substancialmente semelhantes.

Foi, portanto, neste contexto, que o DL 49/2010 surgiu, traduzindo-se —em nosso entender— num

esforço de eliminação de determinadas desvantagens competitivas sofridas pelas empresas nacionais ao nível das suas oportunidades de financiamento, atentas as assimetrias legislativas existentes nesta matéria a nível europeu e mundial, visto que vários países já consagravam, desde há algum tempo, a possibilidade de inexistência de valor nominal e de emissão de novas acções a um valor inferior ao valor de emissão anteriormente praticado. Este último aspecto revestir-se-á, como veremos adiante, de uma importância fulcral na determinação das reais implicações desta «nova» figura.

Aspectos particulares do novo regime jurídico

O valor de emissão e o valor contabilístico - uma confusão terminológica?

A compreensão do verdadeiro alcance da introdução das acções sem valor nominal em Portugal depende, muito particularmente, do entendimento daqueles que são os dois conceitos fundamentais nesta matéria: o valor de emissão e o valor contabilístico.

Antes ainda de procedermos à análise destes conceitos à luz da legislação nacional, importa fazer referência ao n.º 1 do artigo 8.º da Directiva, segundo o qual as «*acções não podem ser emitidas a um valor inferior ao seu valor nominal ou, na falta de valor nominal, ao seu valor contabilístico*».

Em face deste preceito da Directiva —verdadeira pedra de toque nesta matéria que os vários Estados Membros deverão respeitar na transposição para os respectivos ordenamentos jurídicos—, parece-nos ponto assente, se não isoladamente, pelo menos em conjugação com outras normas, a admissibilidade de acções sem valor nominal por parte do legislador comunitário, ainda que na sua forma imprópria. E isto na medida em que sempre se exige uma referência ao capital social, porquanto as acções sem valor nominal deverão corresponder a uma determinada percentagem, fracção ou parte do capital social (*i.e.*, um determinado valor resultante de um simples cálculo aritmético: o quociente da divisão do capital subscrito pelo número de novas acções emitidas). É o que a Directiva apelida de «valor contabilístico»: a fracção do capital que cada nova acção emitida representa no universo das novas acções emitidas numa concreta operação de aumento de capital.

Não se pense, contudo, que esta designação se apresenta isenta de dúvidas. Com efeito, o que o

artigo 8.º da Directiva esclarece é que, na falta de valor nominal, é proibida a emissão de acções abaixo do seu «valor contabilístico», e não já o concreto alcance deste último conceito. Neste sentido, tem vindo a ser discutido, na doutrina europeia e comunitária, se o quociente inicialmente obtido com a primeira divisão (do capital social pelo número de acções) efectuada deverá ser atendido como um valor mínimo para as emissões futuras ou, se, pelo contrário, este valor deverá considerar-se variável de emissão para emissão. Neste último caso, haveria de calcular-se um valor contabilístico por cada emissão, tendo apenas em conta o valor do respectivo aumento de capital. É para este último sentido que caminha a nossa posição, afigurando-se-nos que a legislação nacional espelha, como veremos, este mesmo entendimento.

No contexto do ordenamento jurídico nacional, e após as alterações introduzidas pelo DL 49/2010, devemos, em primeiro lugar, notar que, ao contrário do que sucede com o conceito de valor de emissão, sucessivamente repetido pelo legislador societário, ao conceito de valor contabilístico apenas duas referências são feitas: uma primeira, no artigo 92.º, relativo ao aumento proporcional das participações dos sócios no contexto de um aumento de capital por incorporação de reservas; e uma segunda, no artigo 22.º, a propósito da participação nos lucros e perdas, ainda que de forma não declarada através do uso da expressão «*a proporção dos valores das respectivas participações no capital*».

Ora, o conceito de valor de emissão, tal como configurado na nossa lei, corresponde ao valor das entradas dos sócios imputado ao capital social e por estes livremente determinado, fixando-se, deste modo, o valor mínimo das entradas que os sócios deverão realizar, tal como decorre do n.º 2 do artigo 25.º: no «*caso de acções sem valor nominal, o valor da entrada do sócio deve ser pelo menos igual ao montante do capital social correspondentemente emitido*». De igual modo, dispõe o n.º 1 do artigo 298.º que «*é proibida a emissão de acções (...) sem valor nominal abaixo do seu valor de emissão*».

Portanto, o valor de emissão constitui um montante temporalmente circunscrito, na medida em que se refere, a cada momento, a uma determinada operação de emissão de acções, devendo, por isso, ser individualmente calculado para cada emissão.

Embora tal não decorra directamente da lei, devemos notar a necessidade de o número de acções sem valor nominal constar do contrato de sociedade, de acordo com a alínea c) do artigo 3.º da

Directiva e a alínea a) do artigo 272.º, não se afigurando, contudo, necessária a previsão do próprio valor de emissão, no contrato de sociedade, nem nos respectivos títulos ou registos, tendo em conta a potencial variabilidade deste valor, em cada aumento do capital social.

O valor contabilístico, previsto, por seu turno, nos artigos 22.º e 92.º, deverá ser interpretado como o valor médio das acções emitidas por uma sociedade, independentemente do respectivo valor de emissão, valor esse obtido através de uma simples operação aritmética: a divisão do capital social pelo número total de acções emitidas pela sociedade durante todo o seu ciclo de vida. Com a presente interpretação —a única plausível à luz da letra do DL 49/2010—, atribui-se a este conceito um significado distinto do usado na Directiva, *i.e.*, enquanto que na Directiva o valor contabilístico coincide, em nosso entender, com um valor específico e variável por emissão resultante da operação de divisão do capital social emitido pelo número de acções concretamente emitidas, na legislação nacional, a mesma expressão designa já um valor calculado em função da totalidade do capital social e do número total de acções emitidas.

Do exposto decorre, em nossa opinião, que a *ratio* para a previsão, no artigo 8.º da Directiva, de que as acções não podem ser emitidas abaixo do seu valor nominal ou, na falta de valor nominal, abaixo do seu valor contabilístico —*i.e.*, a necessidade de assegurar que o montante correspondente às entradas dos accionistas entra efectivamente no cofre da sociedade, permitindo garantir a efectiva realização e a posterior intangibilidade do capital social— é alcançada, na nossa lei, através do conceito de valor de emissão e já não de valor contabilístico (cfr. o n.º 2 do artigo 25.º e o n.º 1 do artigo 298.º). A este último é, outrossim, reservada uma função eminentemente informativa, assegurada pela percentagem que a acção representa em relação à totalidade do universo accionista (cfr. n.º 4 do artigo 276.º), função essa que assumirá relevância para a determinação da medida de direitos internos de cada sócio (cfr. n.º 1 do artigo 22.º e n.º 1 do artigo 92.º).

O valor de emissão como «novo» referencial

Importa referir que o regime geral do capital social previsto no CSC —nas suas três vertentes, de imposição de um capital social mínimo, de efectiva realização e de conservação do capital social— é inteira-

mente aplicável às sociedades que adoptem a figura das acções sem valor nominal, salvo no que tiver sido especificamente excepcionado pelo legislador.

À semelhança do regime consagrado para as acções com valor nominal, o legislador assegura em relação às *no par value shares* a efectiva realização do capital social, dispondo no n.º 2 do artigo 25.º que, no caso de acções sem valor nominal, o valor de entrada do sócio deve ser, pelo menos, igual ao montante do capital social correspondentemente emitido.

Importa ainda acrescentar o constante do n.º 3 deste mesmo artigo, segundo o qual, no caso de se verificar a existência de erro na avaliação feita pelo revisor oficial de contas do valor de entrada de um determinado sócio, este será considerado responsável pela diferença que porventura se verifique, até ao valor de emissão das acções sem valor nominal, em termos semelhantes ao que aconteceria no caso das acções com valor nominal.

Acresce ainda que também a percentagem das entradas em dinheiro passível de ser diferida passa a ser calculada em relação ao valor de emissão, tal como resulta do n.º 2 do artigo 277.º, segundo o qual, nas entradas em dinheiro, só poderá ser diferida a realização de 70% do valor de emissão das acções, não podendo, porém, ser diferido o prémio de emissão, quando previsto.

A impossibilidade de coexistência de acções com e sem valor nominal

De acordo com os n.ºs 1 e 2 do artigo 276.º, as acções das sociedades anónimas podem ser acções com valor nominal ou acções sem valor nominal, não podendo, assim, na mesma sociedade, coexistir acções com e sem valor nominal.

O legislador optou, deste modo, por uma solução de exclusividade, que evita uma complexidade eventualmente excessiva do regime aplicável às sociedades comerciais, tal como sucede, por exemplo, no âmbito de parte do direito societário norteamericano, em que se permite a coexistência dos dois tipos de acções.

A conversão de acções com valor nominal em acções sem valor nominal

A proibição de cumulação de acções com e sem valor nominal não impede, porém, como facilmen-

te se adivinha, a possibilidade de as empresas converterem as suas acções com valor nominal em acções sem valor nominal.

Significa isto, em primeiro lugar, que estamos perante um regime de âmbito lato, aplicável não apenas a sociedades que se venham a constituir no futuro, mas também a sociedades já constituídas, não dependendo, em absoluto, da dimensão das sociedades, nem sequer do grau de dispersão das respectivas acções. Trata-se, aqui, pura e simplesmente, de uma escolha a realizar pelos accionistas.

De facto, a conversão de acções com valor nominal em acções sem valor nominal constitui uma operação que se insere na competência exclusiva dos sócios, e não da administração, implicando, necessariamente, a prévia alteração do contrato de sociedade nos termos e condições previstos no artigo 85.º.

Curioso é constatar a ausência de referência legal à operação inversa, isto é, à conversão de acções sem valor nominal em acções com valor nominal. Muito embora nos possa parecer uma hipótese menos verosímil —por se tratar de uma inflexão de um regime mais flexível para um regime menos flexível—, admitimos que tal possa ter lugar na vida societária.

Os limites à emissão de acções sem valor nominal

O valor de emissão mínimo

Nos termos dos n.ºs 3 e 4 do artigo 276.º, o valor de emissão não deve ser inferior a 1 cêntimo, devendo, em todo o caso, todas as acções representar a mesma fracção no capital social.

Introduzem-se, desta forma, e à partida, dois limites às acções sem valor nominal: em primeiro lugar, há um valor de emissão mínimo, independentemente da possibilidade de fixação de diferentes valores de emissão *infra* descrita; e, em segundo lugar, a percentagem de capital social representada por cada acção deverá ser equivalente, numa alusão indirecta ao conceito de valor contabilístico nacional, conforme atrás oportunamente detalhámos.

A proibição de emissão de acções abaixo do valor de emissão e a possibilidade de fixação de diferentes valores de emissão

À semelhança da proibição de emissão de acções abaixo do par, aplicável às acções com valor nomi-

nal, o n.º 1 do artigo 298.º vem agora também consagrar a proibição de emissão de acções sem valor nominal abaixo do seu valor de emissão.

Acresce ainda uma outra nova regra constante do n.º 3 deste mesmo artigo, segundo a qual, no caso de um aumento de capital em que se verifique a emissão de acções sem valor nominal a um valor de emissão inferior ao valor de emissão de acções anteriormente emitidas, deverá o conselho de administração elaborar um relatório sobre o valor fixado bem como sobre as suas consequências financeiras para os accionistas.

Da conjugação destas duas normas com o n.º 4 do artigo 276.º *supra* referenciado, resulta, expressamente, a possibilidade de fixação de diferentes valores de emissão para as acções sem valor nominal, de acordo com o que for considerado mais adequado em cada momento da vida da sociedade emitente.

Significa isto que a emissão de acções sem valor nominal, no âmbito de um aumento de capital por novas entradas, sempre poderá apresentar um valor inferior ao valor de emissão de outras acções anteriormente emitidas por essa mesma sociedade, apenas se exigindo que o valor contabilístico (no sentido da Directiva, de acordo com a posição acima sustentada) ou valor de emissão (no sentido do DL 49/2010) daquela concreta emissão seja observado e que, no âmbito de uma mesma emissão, o valor de emissão seja idêntico para todas as novas acções emitidas.

Portanto, à semelhança do que sucede no sistema de valor nominal, com esta nova figura, o legislador mantém a preocupação de assegurar que o montante correspondente ao aumento do capital social ingressará, realmente, no património da sociedade, independentemente do facto de o valor pago pelos subscritores de capital naquela concreta operação poder, eventualmente, ser inferior ao que havia sido pago pelos restantes sócios numa anterior emissão de capital, e da consequente diluição do valor das participações sociais detidas por estes últimos.

Outra posição não nos parece, aliás, defensável, tendo em consideração, por um lado, a justificação central apresentada pelo legislador no Preâmbulo do DL 49/2010 para a consagração das acções sem valor nominal em Portugal, *i.e.*, o efectivo alargamento das hipóteses de financiamento das empresas nacionais, e, por outro, a consagração expressa desta possibilidade no n.º 3 do artigo 298.º.

Sucede, porém, e como vimos, que, de acordo com o n.º 1 do artigo 8.º da Directiva, na falta de valor nominal, as acções não podem ser emitidas a um valor inferior ao seu valor contabilístico. Ora, para alguns autores, daqui decorreria, como tivemos já oportunidade de detalhar, que este valor contabilístico deveria ser fixado *ab initio* para todas as emissões, não sendo variável, de emissão para emissão, ao longo de todo o ciclo de vida da sociedade. Daí que quem defenda tal entendimento possa, eventualmente, duvidar da conformidade da solução consagrada no nosso ordenamento jurídico com a legislação comunitária. Não é esta, contudo, a nossa posição, já que entendemos que a conformidade à Directiva fica assegurada por outra via (já exposta no subcapítulo 2.1. *supra*), não impedindo, assim, que o objectivo declarado no Preâmbulo do DL 49/2010 e expressamente concretizado no n.º 3 do artigo 298.º possa ser efectivamente prosseguido, na medida em que se possibilita a realização de aumentos de capital em situações que, de outro modo, estariam vedadas ou obrigariam a uma prévia redução do capital social.

Na realidade, a regra da proibição de emissão abaixo do par aplicável às acções com valor nominal cria, na prática, sérios obstáculos à realização de operações de aumento de capital, forçando as empresas a proceder a uma prévia redução do capital social por forma a ajustá-lo ao património da sociedade, no âmbito das denominadas «operações harmónio».

Ora, como facilmente se compreenderá, com a possibilidade de fixação de diferentes valores de emissão *supra* explanada, evita-se a complexidade e os custos associados à realização de uma operação harmónio, uma vez que se cria uma alternativa à necessidade de recurso a este tipo de operações como meio prévio à obtenção de financiamento por parte de uma sociedade.

De igual modo, oferecendo-se uma nova alternativa de financiamento às empresas, reduzir-se-ão, naturalmente, as circunstâncias em que as mesmas se vêem obrigadas a recorrer ao financiamento junto de terceiros, designadamente através da emissão de dívida, com o inerente agravamento da sua situação financeira.

Devemos ainda relevar especialmente a obrigatoriedade de elaboração do relatório *supra* referido, justificando, do ponto de vista da racionalidade económica e societária, o concreto preço de emissão e as consequências que a operação implica para os accionistas, ainda que não se vislumbre a razão pela

qual o legislador não foi ainda mais longe, exigindo, paralelamente, um outro relatório elaborado por revisor oficial de contas que certificasse as informações prestadas neste âmbito pelo conselho de administração.

Pese embora a ausência de uma referência expressa da lei nesse sentido, entendemos que, no caso de emissão de acções sem valor nominal realizada a um valor de emissão superior ao valor de emissão de acções anteriormente emitidas, exige o equilíbrio das novas soluções legais que se considere desnecessário o preenchimento daquele requisito, dispensando-se, assim, o conselho de administração da obrigatoriedade de elaboração do relatório *supra* referido.

De qualquer forma, é nosso parecer que a ausência deste documento, nos casos em o mesmo seja considerado legalmente exigível, determinará, em princípio, a anulabilidade da deliberação de emissão de acções em apreço, nos termos gerais da alínea a) do n.º 1 do artigo 58.º.

Importa ainda reter que, no caso de emissão de acções sem valor nominal realizada a um valor de emissão inferior ao valor de emissão de acções anteriormente emitidas, poderá discutir-se se a fixação do valor de emissão das acções deverá caber, em qualquer circunstância, aos sócios, e não aos administradores, pese embora a possibilidade geral de delegação da competência de deliberação do aumento de capital social no órgão de administração, nos termos previstos no artigo 456.º.

Conclusão: uma nova alternativa de financiamento para as empresas portuguesas

Muito embora nos situemos, à data de redacção do presente artigo, num tempo em que o tema das acções sem valor nominal em Portugal surge como uma novidade, apresentando-se, por isso, a sua discussão, em geral, num estágio de pouca maturação, algumas conclusões poderão, em nossa opinião, ser traçadas.

As acções sem valor nominal configuram, em suma, um mecanismo introduzido com o objectivo de facilitar o financiamento das sociedades, permitindo a fixação de diferentes valores de emissão ao longo da sua vida, podendo adivinhar-se, por isso, no futuro, uma forte receptividade por parte das empresas à adopção desta solução.

O balanço da introdução desta figura no nosso ordenamento jurídico não poderá, portanto, deixar de ser positivo, tendo em consideração as vantagens que lhe estão naturalmente associadas, por comparação com o sistema de *par value*, e a —pelo menos aparente— inexistência de quaisquer desvantagens relevantes nesta matéria.

Resta saber como irá a generalidade das empresas nacionais reagir à consagração desta nova solução e de que forma tenderá a doutrina e a jurisprudência a interpretar as diversas alterações introduzidas pelo DL 49/2010 no nosso direito das sociedades.

CATARINA GONÇALVES DE OLIVEIRA e JOANA PINHAL*

* Advogadas da Área de M&A-Priate Equity da Uría Menéndez - Proença de Carvalho (Lisboa).