

A OPERAÇÃO ACORDEÃO:  
ALGUMAS ESPECIFICIDADES DA REDUÇÃO  
DO CAPITAL SOCIAL A ZERO

Dissertação apresentada à Universidade Católica Portuguesa para  
obtenção do grau de Mestre em Direito

por,

Adriana Reis Martins

sob orientação de Mestre Evaristo Mendes

Mestrado em Direito Empresarial  
Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa

Março de 2015

## ÍNDICE

I.	Introdução.....	Pág. 5
II.	A operação acordeão	
	1. Caracterização e delimitação da figura.....	Pág. 5
	1.1. Carácter unitário da operação: a interdependência económica e jurídica da redução e do aumento de capital.....	Pág. 7
	1.2. A operação acordeão enquanto técnica societária de ajustamento e restabelecimento do equilíbrio financeiro.....	Pág. 8
	1.3. A operação acordeão enquanto técnica societária com impacto nas participações sociais e susceptível de afectar o estatuto de sócio.....	Pág. 9
III.	A redução do capital social a zero	
	2. Introdução ao tema. A perda integral do capital social e o efeito da operação nas participações sociais e no <i>status socii</i> .....	Pág. 10
	3. A admissibilidade da redução do capital social a zero – quadro normativo.....	Pág. 12
	3.1. A tese da inadmissibilidade da figura.....	Pág. 13
	3.1.1. Objecções formais. Breve referência.....	Pág. 13
	3.1.2. Objecções materiais: a privação ilegítima da “propriedade societária”.....	Pág. 14
	3.2. A tese da admissibilidade da figura.....	Pág. 15
	3.2.1. A redução a zero enquanto manifestação da obrigação de participação nas perdas. A redescoberta deste instituto.....	Pág. 15
	3.2.2. O interesse colectivo à manutenção da sociedade e o interesse individual ao valor de liquidação da participação.....	Pág. 17
	3.2.3. A redução a zero no CIRE. O problema da redução extrajudicial..	Pág. 17
IV.	Requisitos de validade da operação acordeão com redução do capital social a zero	
	4. Requisitos. O problema do direito de subscrição preferencial.....	Pág. 20
	4.1. Fundamento do direito.....	Pág. 20
	4.2. A extinção das participações sociais e o direito de preferência.....	Pág. 21
	4.3. Admissibilidade da sua supressão? – Requisitos.....	Pág. 22
	4.4. Termos de exercício do direito.....	Pág. 27

5. Redução a zero e privação de participações sociais com valor patrimonial.....	Pág. 29
5.1. Fundamento da operação: a perda do valor contabilístico das participações e a obrigação de participação nas perdas. O problema das participações com valor real numa sociedade com situação líquida negativa.....	Pág. 29
5.2. O valor real enquanto critério geral de referência da extinção de participações sociais por acto maioritário da corporação. O princípio geral da não privação de participações sociais sem o recebimento de compensação equivalente de valor real.....	Pág. 31
5.3. O interesse geral em promover o saneamento de sociedades que acumulam perdas e a extinção onerosa de participações sociais. Compatibilização.....	Pág. 35
6. A exigência de verificação da situação patrimonial-contabilística por um balanço <i>ad hoc</i> certificado.....	Pág. 38
V. Conclusões .....	Pág. 37
VI. Bibliografia .....	Pág. 40

## ABREVIATURAS

BMJ	Boletim do Ministério da Justiça
CC	Código Civil
CDSR	Congresso Direito das Sociedades em Revista
CIRE	Código da Insolvência e de Recuperação de Empresas
CJ	Colectânea de Jurisprudência
CPC	Código de Processo Civil
CPEREF	Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência
CRP	Constituição da República Portuguesa
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CSCC	Código das Sociedades Comerciais em comentário
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DS	Droit des Sociétés
DSA	Derecho de Sociedades Anonimas
ESA	Estudios sobre la Sociedad Anonima
IDET	Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho
PGR	Procuradoria Geral da República
RDC	Revista de Derecho Comercial
RdDC	Rivista del Diritto Commercial
RDM	Revista de Derecho Mercantil
RDS	Revista de Direito das Sociedades
RdDS	Revista de Derecho de Sociedades
RdS	Revue des Sociétés
RDES	Revista de Direito e de Estudos Sociais
ROC	Revisor oficial de contas
RTDCE	Revue trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Economique
STJ	Supremo Tribunal de Justiça
TC	Tribunal Constitucional
TJUE	Tribunal de Justiça da União Europeia
TRLSA	Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas
TRLSC	Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital

## **I. Introdução**

A operação acordeão é comumente caracterizada como um instrumento técnico de saneamento financeiro que, combinando uma redução com um aumento do capital social, realiza, simultaneamente, a eliminação dos prejuízos sociais e a injeção de novos recursos líquidos na sociedade. Nos casos em que, por motivo de verificação de perdas avultadas, o montante da situação líquida regista um valor igual a zero ou negativo, discute-se se a operação referida pode integrar uma redução a zero do capital social. A operação configurada nestes termos, suscita problemas do ponto de vista da legalidade da privação da titularidade de participações sociais, que, apesar da perda do respectivo valor contabilístico, podem conservar valor real ou de mercado, sobretudo nas hipóteses em que os maioritários deliberam suprimir o direito de subscrição preferencial no aumento de capital, excluindo os minoritários da participação no valor de investimento que a sociedade encerra.

A presente dissertação divide-se em três grandes partes. A primeira, de carácter essencialmente introdutório, traça as linhas gerais da operação acordeão. As restantes partes centram-se, especificamente, nas operações acordeão que integram uma redução a zero do capital social. A segunda parte apresenta o quadro actual do debate em torno da admissibilidade da referida operação. De um lado da equação temos, essencialmente, a protecção das minorias e, do outro lado, a obrigação de participação nas perdas e o interesse geral na conservação da sociedade. Na terceira parte analisam-se os requisitos de validade da redução a zero, nomeadamente a admissibilidade da supressão/limitação do direito de subscrição preferencial e o problema da redução a zero do valor nominal de participações que conservam valor real. Por fim, apresentamos uma solução de compromisso entre a garantia do valor de investimento dos sócios e o interesse e significado económico-financeiro da operação. Terminamos o presente estudo com a apresentação das nossas conclusões.

## **II. A operação acordeão**

### **1. Caracterização e delimitação da figura**

Numa primeira abordagem, podemos dizer que a operação acordeão ou harmónio é a operação societária relativa à cifra nominal ou estatutária do capital social, que combina

uma redução com um aumento da cifra referida<sup>1</sup>, em que a primeira variação precede (logicamente) a segunda, mas cujos efeitos se encontram reciprocamente condicionados.

Na medida em que se reporta ao capital social, a operação acordeão diferencia-se, desde logo, de outras operações que combinam uma variação da cifra nominal do capital social com a de outras rubricas do capital próprio, nomeadamente com a constituição de reservas legais indisponíveis (cfr. *p.e.* art. 347.º, n.º 7, al. b)<sup>2</sup>.

A operação acordeão não pode ser reconduzida a uma modalidade de redução de capital com finalidade especial<sup>3</sup> ou a uma redução cuja eficácia está condicionada a um aumento subsequente, nem tampouco a um aumento condicionante da eficácia de uma redução de capital<sup>4</sup>. Desde logo, porque o resultado final da operação tanto pode traduzir-se numa redução, como no aumento ou na manutenção do montante da cifra nominal do capital social. Mas, sobretudo, porque é uma “*figura autónoma, distinta da mera soma das suas partes*”<sup>5</sup>, cuja singularidade reside na conexão entre as duas variações do capital de sinal contrário, o que confere à operação um carácter unitário.

Entre nós, esta figura vem referida no art. 95.<sup>o6</sup>, que todavia não contempla, de forma genérica, a operação acordeão, prevendo, ao invés, o caso específico em que esta integra uma redução do capital social a montante inferior ao mínimo legalmente permitido para cada tipo societário<sup>7</sup>. O legislador não pretendeu aqui regular o regime da operação acordeão, mas manter a exigência do capital social mínimo aquando da alteração do contrato

---

<sup>1</sup> Em resultado da combinação de variações do capital social “nominais” e “efectivas”, a operação pode assumir diferentes configurações teóricas, que podem ou não implicar um aumento do património líquido. Pense-se na conjugação de uma redução efectiva (*p.e.* para efeitos de amortização de quotas ou acções) com um aumento efectivo do capital no mesmo montante, com o propósito de assegurar a manutenção dos níveis de capitalização da sociedade.

A modalidade comumente associada à operação acordeão é a redução nominal e aumento efectivo do capital social, nomeadamente quando esta seja utilizada como um instrumento de saneamento financeiro (MANZANO ARENAS, *Aumento y reducción de capital en Sociedades Anónimas*, CISS, nº 6, 1999, pág. 378.)

<sup>2</sup> Os preceitos em causa pertencem ao CSC. Quando forem indicados outros diplomas legais, será oportunamente feita essa referência.

<sup>3</sup> E. GUTIÉRREZ, *La operación de reducción y aumento del capital simultáneos en la Sociedad Anónima*, 1997, Madrid, McGraw Hill, pág. 148.

<sup>4</sup> CASTRO NUNES, *As “operações acordeão” nas Sociedades Anónimas*, Tese de Mestrado em Ciências Jurídico-Comerciais da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2005, disponível para consulta na biblioteca da Universidade Católica, pág. 42-43.

<sup>5</sup> MANZANO ARENAS, *Aumento...*, *op. cit.*, pág. 386.

<sup>6</sup> Esta disposição tem como fonte o art. 34.º da Directiva 77/91/CEE do Conselho (Segunda Directiva do Conselho da CEE sobre Direito das Sociedades).

<sup>7</sup> P. TARSO DOMINGUES, “Garantias da consistência do património social”, in *Problemas do Direito das Sociedades*, IDET, Coimbra, Almedina, 2002, pág. 544.

de sociedade<sup>8</sup>, na medida em que pressupõe a nulidade da deliberação de redução de capital a montante inferior ao mínimo legal, a não ser que a sua eficácia fique expressamente condicionada ao aumento para montante igual ou superior àquele mínimo<sup>9</sup>.

### **1.1. O carácter unitário da operação: a interdependência económica e jurídica da redução e do aumento do capital social**

Anteriormente tivemos oportunidade de referir que a operação acordeão é caracterizada pela sua natureza unitária. Isto deve-se ao facto de a redução e o aumento de capital constituírem componentes de um só processo destinado à prossecução de uma finalidade económica unitária<sup>10</sup>, o que lhes confere interdependência e impede que as duas variações de capital sejam consideradas actos isolados sem qualquer ligação entre si<sup>11</sup>. Não existem duas modificações do capital social, mas apenas uma que é o resultado final da operação (que pode passar alternativamente pelo aumento, redução ou manutenção do montante da cifra nominal do capital social), composta por duas variações do capital (a redução e o aumento)<sup>12</sup>.

Esta “*unidade de proposição*”<sup>13</sup> vai traduzir-se no condicionamento recíproco dos efeitos de ambas as variações do capital social: a produção de efeitos de cada uma das referidas variações fica dependente da eficácia da outra, o que impede que uma delas seja eficaz sem a restante<sup>14</sup>. Deste modo, a redução e o aumento de capital vão produzir efeitos em simultâneo. No entanto, a ordem de encadeação da operação não é indiferente. Como

---

<sup>8</sup> Cfr. Direito Espanhol, A. S. MARTIN, “La reducción y el aumento del capital simultáneos según el artículo 169.º del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas”, in *DSA*, Tomo III, Vol. II, 1994, pág. 1013.

<sup>9</sup> RÁUL VENTURA, *Alterações do contrato de sociedade, Parte Geral, Artigos 85.º a 96.º: comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1988, pág. 349.

<sup>10</sup> Esta finalidade económica pode passar, a título exemplificativo, pelo saneamento financeiro, pela transmissão da sociedade (*p.e.* em alternativa à venda das participações sociais), etc. A operação acordeão pode, inclusive, estar compreendida numa operação mais complexa, designadamente, constituindo uma fase prévia a uma operação de fusão societária (E. GUTIÉRREZ, *La operación...*, *op. cit.*, pág. 63 e sg.)

<sup>11</sup> A. S. MARTIN, “La reducción...”, *op. cit.*, pág. 1020; E. GUTIÉRREZ, *La operación...*, *op. cit.*, pág. 155.

<sup>12</sup> E. GUTIÉRREZ, *La operación...*, *op. cit.*, pág. 154; EVARISTO F. MENDES, “Operação unitária de redução e aumento do capital afectado por perdas (Operação harmónico ou acordeão) – Parecer (ano: 1999)”, pág. 8 e sg., disponível em [www.evaristomendes.eu](http://www.evaristomendes.eu).

<sup>13</sup> Expressão utilizada no Acórdão do STJ de 26/02/2004 [Pires da Rosa], in *CJ*, Acórdãos do STJ, Ano XII, Tomo I, 2004, pág. 80-82, numa das raras referências da nossa jurisprudência à operação acordeão. Veja-se, ainda, o Acórdão do TRC de 10/07/2014 [Fonte Ramos], in *CJ*, Ano XXII, Tomo III, 2014, pág. 49-56. Neste aresto, o tribunal entendeu (em nossa opinião, correctamente) que estando em causa uma redução de capital para cobertura de prejuízos, não se aplica o disposto no art. 95.º, n.º 1.

<sup>14</sup> E. GUTIÉRREZ, *La operación...*, *op. cit.*, pág. 156.

referimos *supra*, a redução precede o aumento de capital, embora esta seja uma precedência do *ponto de vista lógico* e não cronológico<sup>15</sup>.

Fora os casos de redução a montante inferior ao mínimo legal, cuja produção dos efeitos está condicionada à eficácia do aumento de capital por expressa determinação do art. 95.º, n.º 2, não se pode presumir a presença da referida “*unidade de proposição*”, que apenas pode ser extraída através da interpretação da vontade societária. A conclusão pela existência de uma “*unidade de proposição*” não implica, no entanto, a aplicação de um regime jurídico singular autónomo, distinto da regulação prevista para as variações do capital social que compõem a figura<sup>16</sup>, ficando sujeita às regras gerais da redução e do aumento<sup>17</sup>.

## **1.2. A operação acordeão enquanto técnica societária de ajustamento e restabelecimento do equilíbrio financeiro**

A operação acordeão é tradicionalmente caracterizada como uma medida de saneamento financeiro, que combina uma redução nominal do capital social que elimina o desequilíbrio existente entre o valor do património líquido contabilístico, afectado por perdas, e a cifra estatutária do capital social, com um aumento de capital que dota a sociedade dos recursos patrimoniais necessários à continuação da actividade social<sup>18</sup>. Cabe, então, determinar em que medida a referida operação se revela um instrumento idóneo para alcançar esta finalidade.

Entende-se que há desequilíbrio patrimonial quando a situação líquida de uma sociedade é inferior ao montante da cifra estatutária do capital social<sup>19</sup>. No contexto de uma operação acordeão, este é restabelecido através de uma redução do capital social ao montante do património líquido ou, pelo menos, a um valor próximo deste montante: a redução não altera a situação patrimonial da sociedade, mas “limpa” do balanço as perdas sociais. Apesar de reposto o equilíbrio patrimonial, na medida em que a situação patrimonial, tal como se encontra contabilisticamente definida, não foi alterada, o saneamento financeiro ainda não é conseguido. Para esse efeito, é necessário que a redução seja acompanhada de um aumento de

---

<sup>15</sup> PÉREZ DE LA CRUZ, *La reducción del capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bologna, Publicaciones de Real Colegio de España en Bolonia, 1973, pág. 233.

<sup>16</sup> E. GUTIÉRREZ, *La operación...*, *op. cit.*, pág. 154.

<sup>17</sup> P. TARSO DOMINGUES, “Garantias...”, *op. cit.*, pág. 544.

<sup>18</sup> E. BELTRAN, “En torno a los requisitos de la «Operación Acordeón»”, in *RDC*, nº 199-200, Enero-Junio 1991, pág. 76.

<sup>19</sup> MANZANO ARENAS, *Aumento...*, *op. cit.*, pág. 326.

capital por novas entradas<sup>20</sup>, que dotem a sociedade de novos recursos que se traduzam num aumento do capital próprio ou património líquido, contribuindo para o reforço da sua solvência e para o incremento da sua capacidade produtiva<sup>21</sup>.

Do ponto de vista teórico, o equilíbrio patrimonial poderia ser alcançado, em maior ou menor medida, através de um simples aumento de capital<sup>22</sup>. No entanto, apesar de não existir nenhum preceito legal que assim o obrigue, do ponto de vista prático é imprescindível proceder a uma redução “prévia” do capital social. Na medida em que se pretenda captar novo investimento, a não adopção da mesma constitui um entrave não apenas à entrada de novos sócios, que presumivelmente se mostrarão resistentes à subscrição de participações sociais de valor contabilístico inferior ao valor nominal e, conseqüentemente, ao suporte de uma distribuição automática das perdas<sup>23</sup>, mas também ao reforço ou reconstituição das participações existentes, mormente quando nem todos os sócios estejam dispostos a participar proporcionalmente no reforço referido.

### **1.3. A operação acordeão enquanto técnica societária com impacto nas participações sociais**

A operação acordeão tem suscitado alguma desconfiança, na medida em que pode constituir um instrumento susceptível de lesar os interesses dos sócios minoritários e, inclusive, de ser usada para esse fim específico. Isto prende-se com o facto de, por efeito da redução do capital social, haver um reajustamento do valor nominal das participações sociais na medida do necessário para a reposição do equilíbrio patrimonial. Com efeito, a operação

---

<sup>20</sup> As entradas não têm necessariamente que ser em dinheiro. Pense-se nas situações em que o aumento de capital é levado a cabo através da conversão de créditos em entradas em espécie. Nestes casos, a conversão do passivo em capital próprio dá lugar ao aumento do património líquido, apesar de não entrarem novos recursos patrimoniais na sociedade (E. GUTIÉRREZ, *La operación...*, *op. cit.*, pág. 70).

<sup>21</sup> E. GUTIÉRREZ, *La operación...*, *op. cit.*, pág. 64-65.

<sup>22</sup> Como refere R. MANZANO ARENAS, *Aumento y reducción...*, *op. cit.*, pág. 383, não é possível repor o pleno equilíbrio patrimonial “Património = Capital” por via de um simples aumento de capital, uma vez que subsistem sempre perdas que trazem o património líquido para montante inferior à cifra nominal do capital social. No entanto, a situação patrimonial deficitária pode ser reduzida, na medida em que se queira atingir a cobertura mínima de metade do capital social, a fim de se evitar a aplicação do regime previsto no art. 35.º. No mesmo sentido, cfr. P. TARSO DOMINGUES, “Artigo 35.º”, in *CSCC* (coord. Coutinho de Abreu), vol. I (Artigos 1.º a 84.º), Coimbra, Almedina, 2010, pág. 539 e sg.

<sup>23</sup> P. OLAVO CUNHA, “A redução do capital das Sociedades Anónimas”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, vol. IV, 2003, Coimbra, Almedina, p. 686. Como nota MANZANO ARENAS, *Aumento...*, *op. cit.*, pág. 383 e sg, nem sempre é aconselhável a absorção máxima das perdas através de uma redução de capital, nomeadamente quando o valor real da sociedade seja superior ao seu valor contabilístico, caso em que os novos investidores podem estar dispostos a participar na distribuição das perdas.

não só traduz uma redução da cifra estatutária do capital social, como também do valor nominal das participações sociais. Assim, em resultado da operação, as anteriores participações podem sofrer uma drástica modificação e, inclusive, ficarem reduzidas a um valor sem expressão significativa.

No caso da operação acordeão com redução a zero a situação agrava-se, havendo uma particular susceptibilidade de lesão do estatuto de sócio, uma vez que, com ela, também as participações sociais serão reduzidas a zero, o que logicamente conduz à extinção das mesmas. Assim, aqueles que não subscrevam o aumento de capital perderão a qualidade de sócios. Nesta situação particular, a operação acordeão pode ser utilizada pelas maiorias como um instrumento de afastamento de minorias indesejáveis<sup>24</sup>.

### **III. A redução do capital social a zero**

#### **2. Introdução ao tema. A perda integral do capital social e o efeito da operação nas participações sociais e no *status socci***

Cabe-nos agora tratar da hipótese sobre a qual se vai centrar a nossa dissertação: aquela em que a operação acordeão integra uma redução a zero do capital social.

A redução do capital social a zero é comumente associada aos casos de perda integral do capital social, ou seja, às situações em que a cifra nominal ou estatutária do capital deixa de ter cobertura ou correspondência patrimonial, por a situação líquida contabilística ser igual a zero ou mesmo de valor negativo. Isto não significa, necessariamente, que a sociedade careça em absoluto de activos patrimoniais, mas que o volume do passivo contabilístico é de tal dimensão que suplanta o correspondente activo, não subsistindo qualquer remanescente líquido, isto é, capital próprio, imputável ao capital social<sup>25</sup>. Assim, contrariamente ao que a expressão sugere, não é o capital social (em sentido formal ou nominal) que se encontra

---

<sup>24</sup> GARRIDO DE PALMA, “Las pérdidas del patrimonio de la sociedad anónima. La reducción y el aumento del capital simultáneos (operación acordeón), in *ESA*, 2º vol., Madrid, Civitas, 1991, pág. 410. No mesmo sentido, PÉREZ DE LA CRUZ, *La reducción...*, *op. cit.*, p. 234.

<sup>25</sup> PÉREZ DE LA CRUZ, *La reducción*, *op. cit.*, pág. 233. No mesmo sentido, A. S. MARTIN, “La reducción...”, *op. cit.*, pág. 1038.

perdido, mas antes o património líquido que, tal como se encontra definido contabilisticamente, deixou de cobrir a sua cifra estatutária<sup>26</sup>.

A operação traduz, por um lado, um reajustamento nominal ou formal do capital social ao património líquido contabilístico, mas produz, por outro lado, um efeito material sobre as participações sociais: a redução a zero do seu valor nominal<sup>27</sup>, resultante da obrigação de participação nas perdas, implica logicamente, pelo menos à primeira vista, a extinção das mesmas. Com efeito, visto que não se admite a existência de participações de valor nominal zero nas sociedades de capitais, ou se defende o surgimento de uma categoria especial de acções, do tipo das acções de fruição (mas sem valor nominal), ou se aceita a extinção das participações sociais, sem mais, como consequência lógica da operação<sup>28</sup>.

Repare-se que, externamente, o montante do capital social nunca chega a ser reduzido ao limite das perdas, podendo, inclusive, a cifra referida manter-se inalterada após a finalização da operação. O que se visa é explicar, justamente, a modificação interna na estrutura societária, isto é, a afectação jurídica das participações sociais, enquanto passo para viabilizar o saneamento financeiro da sociedade<sup>29</sup>. Isto significa que os antigos titulares das participações que não concorram ao aumento do capital social, mediante o exercício do direito de subscrição preferencial, perderão a qualidade de sócios. Nesta medida, a operação pode dar azo a comportamentos abusivos dos sócios detentores da maioria necessária à alteração do contrato de sociedade, promovendo o afastamento dos sócios minoritários que não tenham recursos financeiros para fazer injeções de capital e que, por isso, não possam subscrever o aumento. A este propósito, RAÚL VENTURA, que nega a admissibilidade da redução a zero, sugere que uma operação desta natureza pressupõe o intuito prático de uma “alteração da composição subjectiva da sociedade”<sup>30</sup>.

De forma a evitar a extinção forçosa das participações sociais, poder-se-ia equacionar a inversão da ordem de combinação das variações de capital, fazendo preceder o

---

<sup>26</sup> Na acepção mais corrente do Direito Societário, o capital social é um *nomen iuris* ou uma mera cifra formal que consta obrigatoriamente dos estatutos sociais (art. 9.º, n.º 1, al. f)), apenas susceptível de variação mediante alteração do contrato de sociedade, nomeadamente através de deliberação de redução ou de aumento. Para maiores desenvolvimentos, cfr. P. TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o capital social*, Coimbra, Almedina, 2009, em especial pág. 40 e sg.

<sup>27</sup> No caso das acções sem valor nominal, do chamado “valor contabilístico”, também designado de “valor aritmético” ou “fraccional”, que consiste no valor resultante da divisão da cifra do capital social pelo número total de acções emitidas (P. TARSO DOMINGUES, “Traços essenciais do novo regime das acções sem valor nominal”, in *Capital social livre e acções sem valor nominal*, Coimbra, Almedina, 2011, pág. 120).

<sup>28</sup> EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 10.

<sup>29</sup> EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 9 e sg.

<sup>30</sup> RAÚL VENTURA, *Alterações...*, *op. cit.*, pág. 368.

aumento sobre a redução (já não a zero nesta última hipótese)<sup>31</sup>. Todavia, como se assinalou, os subscritores do aumento de capital dificilmente aceitariam suportar as perdas sociais e, deste modo, proceder a uma recapitalização que beneficiaria sobretudo os antigos sócios. Assim, é a realidade económica que acaba por determinar a ordem lógica da operação<sup>32</sup>.

O interesse da realização da referida operação de redução-aumento numa sociedade com situação líquida negativa reside no facto de esta conservar valor patrimonial real ou de mercado. Com efeito, embora a perda total do capital social signifique que o património líquido é negativo, tal não implica que a sociedade seja desprovida de valor económico, mormente de índole empresarial (cfr. p. 5.1.). Daí que os sócios maioritários e eventuais investidores externos estejam interessados em adquirir o controlo da sociedade, cujo valor contabilístico é inferior ao valor real<sup>33</sup>.

### 3. A admissibilidade da redução do capital social a zero – quadro normativo

O Código das Sociedades Comerciais, na linha de outros ordenamentos jurídicos europeus<sup>34</sup>, não prevê expressamente a possibilidade de reduzir o capital social a zero. Esta hipótese acaba, todavia, por estar teoricamente coberta pelo art. 95.º, n.º 3, uma vez que a redução a zero é uma redução do capital social a montante inferior ao mínimo legalmente estabelecido<sup>35</sup>. A norma em questão prevê a possibilidade de reajustamento do capital social ao montante do património líquido contabilístico, ainda que de valor inferior à cifra mínima legalmente estabelecida. No entanto, o efeito extintivo que a redução a zero produz em relação às participações sociais não é aqui expressamente contemplado pelo legislador, uma vez que o preceito normativo não trata das condições em que se fará o reajustamento das

---

<sup>31</sup> E. GUTIÉRREZ, *La operación...*, *op. cit.*, pág. 68 e M. BOIZARD, “La réduction du capital social à zéro”, in *RdS*, n.º 4, Ano 117, 1999, pág. 735.

<sup>32</sup> J. P. CHAZAL e Y. REINHARD, “Validité d’un coup d’accordéon réalisé par réduction de capital à zéro et suppression du droit préférentiel de souscription” (anotação à decisão da Cour de Cassation de 18/06/2004), in *RTDCE*, n.º 3, 2002, pág. 496.

<sup>33</sup> T. ASCARELLI, “La riduzione del capitale a zero”, in *Rivista delle Società*, vol. II, Ano 4, 1959, p. 752; E. SIMMONETO, “Azzeramento del capitale ed espulsione del socio – Anatomia di un delitto”, in *Rivista delle Società*, vol. III-IV, Ano 32, 1987, p. 738 e sg; E. GUTIÉRREZ, *La operación...*, *op. cit.*, pág. 301; SÁNCHEZ ANDRES, *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Civitas, 1973; GARRIDO DE PALMA, “Las pérdidas...”, *op. cit.*, pág. 412; RAÚL VENTURA, *ibidem*.

<sup>34</sup> Contrariamente, o ordenamento jurídico espanhol, no art. 343.º TRLSC, prevê expressamente a possibilidade de redução do capital social a zero,

<sup>35</sup> RAÚL VENTURA, *Alterações...*, *op. cit.*, pág. 367. E. GUTIÉRREZ, *La operación...*, *op. cit.*, p. 284, sugere que se trata de uma espécie dentro do género “redução do capital a montante inferior ao mínimo legal”.

participações sociais numa situação de perdas, limitando-se apenas a prever o interesse em proceder a esse mesmo reajustamento.

Também o art. 35.º, n.º 3, al. b), ao prever a redução do capital para “montante não inferior ao capital próprio da sociedade” como uma das medidas alternativas a adoptar em caso de perda grave do capital social, poderá ser interpretado, a *contrario sensu*, como admitindo a possibilidade de redução da cifra referida para qualquer que seja o montante do capital próprio, ainda que de valor igual ou inferior a zero<sup>36</sup>.

Numa referência única no nosso ordenamento jurídico, estranha ao Código das Sociedades Comerciais, o art. 198.º, n.º 2, al. a) do CIRE faz menção expressa a esta operação enquanto uma de mais medidas, específicas das sociedades comerciais, que poderão ser aprovadas no quadro de um plano de insolvência. Esta disposição revela-se de extrema relevância, uma vez que, por um lado, prevê especificamente a possibilidade de redução do capital social a zero e, por outro lado, faz uma importante alusão ao regime substantivo desta operação (art. 198.º, n.º3 CIRE).

### **3.1 A tese da inadmissibilidade da figura**

#### **3.1.1. Objecções formais. Breve referência**

Tradicionalmente sugere-se que a operação em causa seria logicamente impossível, uma vez que a redução a zero do capital social provocaria a extinção de todas as participações sociais e da própria qualidade de sócio, pelo que, não havendo naquele momento quaisquer sócios, não seria possível deliberar o subsequente aumento de capital<sup>37</sup>. Estas críticas perdem força uma vez compreendido o carácter unitário da operação (cfr. ponto 1.1.). De facto, a eficácia da redução do capital a zero fica suspensa até à efectivação do aumento de capital, pelo que em nenhum momento a cifra nominal do capital social chega a ter valor zero. Por conseguinte, os sócios mantêm a titularidade das suas participações – e, no seu âmbito, o

---

<sup>36</sup> CASTRO NUNES, *As “operações acordeão”...*, *op. cit.*, pág. 97.

<sup>37</sup> RAÚL VENTURA, *Alterações...*, *op. cit.*, pág. 369, seguido, num primeiro momento, por P. OLAVO CUNHA, “A redução...”, *op. cit.*, pág. 683-684.

direito de voto – até ao fim do processo deliberativo do subsequente aumento, não se chegando a verificar qualquer “vazio societário”<sup>38 39</sup>

### 3.1.2. Objecções materiais: a privação ilegítima da “propriedade societária”

Os autores da tese da inadmissibilidade da operação também sustentam que a redução a zero que não seja seguida da liquidação da sociedade, mas de um aumento de capital, constitui uma privação ilegítima da participação social daqueles que não subscrevam a variação positiva do capital e, portanto, uma violação do direito de propriedade constitucionalmente tutelado, no caso português, pelo art. 62.º CRP.

Segundo estes autores, a construção formal da operação, apoiada na situação patrimonial-contabilística, ignora que se, em alternativa, a sociedade for dissolvida, os sócios (minoritários) que não concorram ao aumento de capital e que não fiquem com a empresa social poderão, ainda, obter o valor real mínimo das suas participações, correspondente à respectiva quota de liquidação, tornando-se difícil justificar o seu sacrifício pela operação em apreço<sup>40</sup>.

No fundo, os defensores desta tese pretendem impedir que grupos de controlo se desembarquem de minorias indesejáveis através de uma operação que tem por base valores contabilísticos, que não traduzem o valor real da sociedade e são, inclusive, facilmente manipuláveis de acordo com a margem de discricionariedade da maioria. Em suma, estes autores proclamam que se trata da desfuncionalização de uma operação de saneamento financeiro ao serviço de maiorias que se pretendem apropriar de valores sem expressão contabilística, excluindo os sócios minoritários da participação nesses mesmos valores, o que constitui um desvio à *ratio iuris* subjacente ao regime da redução do capital social<sup>41</sup>.

---

<sup>38</sup> P. PAIS VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, Coimbra, Almedina, pág. 310, 2006; P. TARSO DOMINGUES, “Garantias...”, *op. cit.*, pág. 544; PINTO FURTADO, *Curso de Direito das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 2004, pág. 529.

<sup>39</sup> E. SIMONETTO, “Riduzione della partecipazione sociale al mero diritto di opzione e poteri della maggioranza”, in *Rivista di Diritto Civile*, Ano III, 1957, P. II, pág. 342, avança com uma outra objecção formal, que se centra numa interpretação literal do art. 2447.º do Cod.Civ.it. O autor considera que esta norma disciplina a redução do capital social e não a sua supressão total, pelo que a redução a zero não estaria contemplada na factispécie desta previsão legal. Este entendimento não foi acolhido pela doutrina italiana, que sustenta que a expressão “riduzione del capitale” compreende igualmente a redução da cifra nominal do capital para valor zero (cfr. L. MENGONI, “Sulla reintegrazione del capital azionario in caso di perdita total”, in *RdDC*, Ano LIII, 1955, P. II, pág. 108).

<sup>40</sup> E. SIMONETTO, “Riduzione...”, *op. cit.*, pág. 336 e sg.

<sup>41</sup> T. ASCARELLI, “La riduzione...”, *op. cit.*, pág. 752, seguido por RAÚL VENTURA, *Alterações...*, *op. cit.*, pág. 368.

Sustentam, ainda, os partidários da tese da ilegalidade material da operação que, na hipótese de perda integral do capital social, a sociedade deve ser dissolvida e liquidada, de modo a permitir a realização de valores não computados no balanço contabilístico<sup>42</sup> ou, em alternativa, que a deliberação de redução a zero seja aprovada por unanimidade<sup>43</sup>. Para obviar à dificuldade prática de um consenso, alguns autores sugerem que a redução a zero seja contemporaneamente acompanhada da conversão das antigas participações sociais em acções de fruição com direito de voto, nos ordenamentos jurídicos que admitem a atribuição destes títulos<sup>44</sup>. Segundo estes, o emprego deste instrumento jurídico seria adequado à salvaguarda da manutenção da qualidade de sócio e, conseqüentemente, da licitude da operação, uma vez que, nesta hipótese, a redução a zero não acarretaria a privação da participação social dos sócios que não concorram ao aumento de capital.

### **3.2. A tese da admissibilidade da figura**

#### **3.2.1. A redução a zero enquanto manifestação da obrigação de participação nas perdas. A redescoberta deste instituto**

Alguns defensores da tese da admissibilidade da redução a zero do capital social sustentam que esta operação não constitui uma privação ilegítima da condição de sócio, sendo antes uma manifestação do dever do mesmo a quinhonar nas perdas<sup>45</sup>. No âmbito das sociedades de responsabilidade limitada, este dever é tradicionalmente definido como o risco de perda, total ou parcial, do investimento feito como contrapartida da aquisição das participações sociais (valor das entradas)<sup>46</sup>.

---

<sup>42</sup> T. ASCARELLI, “La riduzione...”, *op. cit.*, pág.751.

<sup>43</sup> SÁNCHEZ ANDRES e PÉREZ DE LA CRUZ, *ibidem*. De facto, na medida em que o direito à conservação da qualidade de sócio é um direito disponível, o seu titular pode renunciar a ele, dando o seu assentimento na deliberação de redução a zero ou o seu consentimento posterior.

<sup>44</sup> A doutrina italiana propõe que as acções “amortizadas” sejam substituídas por “*azione di godimento*” (cfr. L. MENGONI, “Sulla reintegrazione...”, *op. cit.* pág. 117 e E. SIMONETTO, “Riduzione...”, *op. cit.*, pág. 351; T. ASCARELLI, “La riduzione...”, *op. cit.*, pág. 751, sugere a atribuição destes títulos apenas no caso de forte perda do capital social, não totalitária).

<sup>45</sup> Cour de Cassation (Com.) 1994/05/17 (caso *Usinor*), in *RdS*, nº 3, Ano 112, 1994, pág. 485-494 (comentário DANA-DEMARET); 2000/10/10 (caso *Demenois*) in *DS*, nº 2, Ano 51, 2001, pág. 10-12, (comentário T. BONNEAU); 2002/06/18 (caso *L’Amy*), in *RTDCE*, nº 3, 2002, pág. 496-497 (comentário A. LIENHARD).

<sup>46</sup> COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2011, pág. 487. Sobre este dever, cfr. JEAN-CLAUDE MAY, “Clause de contribution aux pertes”, in *Revue des Sociétés*, nº 4, Ano 120, 2002, pág. 691-703; FABIEN KENDÉRIAN, “La contribution aux pertes sociales”, in *Revue des Sociétés*, nº 4, Ano 120, 2002, pág. 617-651.

Este entendimento parte do pressuposto de que a operação em causa é motivada pela total falta de correspondência entre a cifra nominal do capital social e a situação patrimonial líquida da sociedade, devido à verificação de perdas. Na medida em que o valor das participações sociais se determina em função da quota-parte do património social, também aquelas se perderam em resultado da total desconformidade do seu valor nominal (ou fraccionário) com a sua expressão contabilística. A operação determina, somente, um reajustamento do valor nominal das participações ao seu valor contabilístico, por efeito da contabilização de prejuízos<sup>47</sup>. Assim, a redução a zero não significa mais do que a concretização *antecipada* do risco assumido pelos sócios de perda do valor das suas entradas, isto é, ainda em curso de vida da sociedade, pelo que a especialidade da operação reside, apenas, no momento em que os sócios são chamados a contribuir para as perdas<sup>48</sup>.

Os partidários desta tese não deixam, no entanto, de reconhecer a importância da tutela dos interesses dos minoritários, salvaguardando, em geral, o direito a subscrever preferencialmente o aumento de capital, que não poderá ser suprimido ou limitado por deliberação da Assembleia Geral<sup>49</sup>. Este mecanismo, que garante a possibilidade de conservação da posição de sócio mediante a realização de novas entradas, protege-o suficientemente, excluindo, assim, a necessidade de prestação do seu consentimento<sup>50</sup>. Os sócios não são obrigados a participar na reestruturação da sociedade, não se podendo afirmar, por isso, que existe um aumento das obrigações impostas pelo contrato de sociedade<sup>51</sup>. Caso optem por não concorrer ao aumento de capital social, a perda da qualidade de sócio não será mais do que o resultado da opção pelo não exercício do direito de subscrição preferencial<sup>52</sup>. Adicionalmente, estes autores exigem que a operação seja devidamente fundamentada por um balanço auditado, que ateste a veracidade da situação patrimonial-contabilística que serve de base ao apuramento da perda integral do capital social<sup>53</sup>.

---

<sup>47</sup> O que nos cabe perguntar é se a situação contabilística pode servir de critério de referência do reajustamento nominal das participações sociais (cfr. ponto 5.2.).

<sup>48</sup> FABIEN KENDÉRIAN, “La contribution...”, *op. cit.*, in *Revue des Sociétés*, nº4, Ano 120, 2002, pág. 631-633, 641.

<sup>49</sup> Solução acolhida pelo ordenamento jurídico espanhol, no art. 343.º, n.º 2 TRLSC. Diferentemente, a Cour de Cassation (Com.), na decisão de 18/06/2002 (caso *L’Amy*), pronunciou-se pela admissibilidade da operação de redução a zero com supressão total do direito de subscrição preferencial.

<sup>50</sup> A. S. MARTIN, “La reducción...”, *op. cit.*, pág. 1037 e E. BELTRAN, *ibidem*. Estes autores exceptuam que, na hipótese de a redução a zero não ser justificada por uma perda integral do capital social, a operação deve ser adoptada por unanimidade.

<sup>51</sup> Cour de Cassation (Com.) 1994/05/17 (caso *Usinor*).

<sup>52</sup> E. GUTIÉRREZ, *La operación...*, *op. cit.*, pág. 308, aderindo à posição de A. MIGNOLI, “Reintegrazione del capitale azionario per perdita totale e diritti individuali degli azionisti”, in *RdDC*, Ano LIII, 1955, P. II, pág. 228.

<sup>53</sup> Acerca das condicionantes da operação quando admitida, cfr. EVARSTO F. MENDES, “A operação...”, *op. cit.*, pág. 11 e sg.

### 3.2.2. O interesse colectivo à manutenção da sociedade e o interesse individual ao valor de liquidação da participação

Em resposta à afirmação de que em caso de dissolução da sociedade os sócios poderiam vir a receber uma quota de liquidação representativa do valor real das suas participações sociais, argumenta-se que o interesse individual ao valor de liquidação não pode inviabilizar uma operação que assegura a sobrevivência da sociedade e que, por isso, prossegue o interesse social e está em conformidade com o interesse comum dos sócios<sup>54</sup>. Este acolhimento parte da premissa de que a operação acordeão tem ou pode ter na base um verdadeiro conflito entre o interesse dos sócios que não querem participar na revitalização da sociedade e o interesse daqueles que a pretendem manter em funcionamento, que é resolvido em favor do interesse colectivo à conservação da sociedade, através da atribuição à maioria da faculdade de aprovar a operação de redução-aumento do capital, em alternativa à dissolução da sociedade (art. 35.º, n.º 3)<sup>55</sup>.

A compatibilização do interesse colectivo com o interesse individual do sócio opera-se, então, através do reconhecimento do direito de subscrição preferencial das novas participações sociais correspondentes ao aumento do capital, potencialmente conflituante, direito que o sócio tanto pode exercer como – caso não queira ou não possa, de facto, concorrer ao aumento – alienar<sup>56</sup>. As dificuldades práticas de venda deste direito não devem comprometer este entendimento, uma vez que a falta generalizada de mercado é um inconveniente que se estende a qualquer operação de aumento de capital, estando compreendida na esfera de risco de quem investe em propriedade accionária<sup>57</sup>.

---

<sup>54</sup> Cour de Cassation (Com.) 2000/10/10 (caso *Demenois*), 2002/06/18 (caso *L'Amy*): depois de distinguir, implicitamente, a noção de interesse social de interesse comum dos sócios, o tribunal sustenta a conformidade da operação com este último interesse, uma vez que, por um lado, esta limita-se a sancionar a obrigação de contribuir para as perdas na proporção das suas entradas e, por outro lado, assegura que as participações de todos os sócios são extintas em condições de igualdade (D. COHEN, «La validité du «coup d'accordéon» (à propos d'une jurisprudence récente), in *RD*, n° 6, 2003, pág. 412).

<sup>55</sup> Cfr. Direito Italiano, F. SABATO, *Manuale delle Società*, UTET, 1992, pág. 638.

<sup>56</sup> E. GUTIÉRREZ, *La operación...*, *op. cit.*, pág. 309.

<sup>57</sup> E. GUTIÉRREZ, *ibidem*.

### 3.2.3. A redução a zero no CIRE. O problema da redução extrajudicial

O Código da Insolvência, no art. 198.º, n.º 2, al. a), admite que a cifra estatutária do capital social seja reduzida a zero, para cobertura de prejuízos, no contexto de uma de mais providências, específicas das sociedades comerciais, aprovadas pela assembleia de credores e homologadas pelo juiz no quadro de um plano de insolvência. À semelhança do previsto no art. 95.º, a redução do capital a zero só é permitida se for acompanhada de um aumento de capital para montante igual ou superior ao mínimo legalmente estabelecido para o respectivo tipo societário<sup>58</sup>.

Adicionalmente, o n.º 3, do art. 198.º CIRE faz depender a adopção desta medida de um juízo acerca de uma situação hipotética: apenas se admite a redução a zero se, simulando uma liquidação integral do património societário, não subsistir qualquer remanescente a distribuir pelos sócios. Está aqui em causa antever o resultado a que conduziria a liquidação do património da sociedade, segundo a informação disponível no momento da aprovação do plano de insolvência. Se, de acordo com este juízo de prognose, for de crer a suficiência do activo para a satisfação integral do passivo, bem como a existência de remanescente líquido distribuível aos sócios, nos termos dos arts. 154.º e 156.º, não será admissível reduzir o capital social a zero. Se, ao invés, for de crer que o activo remanescente não chega para cobrir a totalidade do passivo, já será, então, lícita a adopção desta medida pelos credores sociais. Este juízo terá em consideração o relatório apresentado pelo administrador da insolvência à assembleia de credores, segundo o art. 155.º CIRE<sup>59</sup>.

O preceito normativo em questão visa impedir que, por via da redução a zero, os sócios sejam privados do valor de bens patrimoniais não contabilizados ou subvalorizados no balanço, cujo valor real é revelado no momento da liquidação da sociedade. Note-se que o facto de a sociedade conservar valor patrimonial – em regra, de índole empresarial – não é incompatível com a declaração de insolvência, mesmo decorrente esta do critério patrimonial acolhido no art. 3.º, n.º 2 CIRE. Com efeito, uma vez que o referido critério de solvabilidade toma unicamente por base valores contabilísticos do activo e do passivo social, que representam um retrato distorcido não só da situação patrimonial real, mas, sobretudo, da

---

<sup>58</sup> Todavia, contrariamente ao previsto no art. 95.º, n.º 3, o aumento de capital terá que ser aprovado em simultâneo com a redução de capital, isto é, na assembleia de credores que aprova o plano de insolvência, visto que, uma vez aprovado, este não poderá ser objecto de alterações posteriores, estando sujeito a homologação judicial (art. 210.º e 214.º CIRE).

<sup>59</sup> CARVALHO FERNANDES e J. LABAREDA, *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas Anotado*, Quid Iuris, 2009, pág. 657-658. No mesmo sentido, A. PRATA, J. M. CARVALHO e R. SIMÕES, *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas Anotado*, Coimbra, Almedina, 2013, pág. 562.

dimensão económica da sociedade, o preceito em apreço ignora que a sociedade possa encerrar em si mesma perspectivas de crescimento e de criação de valor, não obstante a verificação de uma situação líquida contabilística negativa<sup>60</sup>.

Outro traço essencial do regime previsto no Código da Insolvência é a admissibilidade da supressão do direito de subscrição preferencial no aumento de capital que seja precedido da redução a zero (art. 198.º, n.º 4, al. a) CIRE)<sup>61</sup>. O legislador pressupõe que os interesses dos sócios estão suficientemente acautelados pela introdução do referido requisito de validade previsto no n.º 3, do art. 198.º CIRE, ou seja, caso seja de presumir a não remanescência de qualquer património distribuível aos sócios, o aumento de capital não comportará o risco de diminuição do valor das participações, uma vez que, nesta hipótese, estas já não conservam se quer o seu valor de liquidação. Neste sentido, os credores poderão impedir que os sócios participem no aumento de capital e promover a sua subscrição por novos investidores, sem que a supressão do direito de subscrição preferencial tenha que ser justificada pelo interesse social, conforme determina o art. 460.º.

Sem prejuízo da relevância que representa o inovador regime introduzido no Código da Insolvência, o complexo normativo previsto no art. 198.º CIRE não pode ser aplicado, sem mais, no caso de a redução a zero do capital ser adoptada fora do quadro de um plano de insolvência homologado pelo juiz, designadamente quando a operação seja aprovada extrajudicialmente pela colectividade dos sócios. De facto, visto que o processo de insolvência tem por finalidade última a satisfação dos interesses dos credores (art. 1.º, n.º1 CIRE)<sup>62</sup>, que, para esse efeito, têm ao seu dispor um conjunto de mecanismos, entre os quais se compreendem as medidas adoptadas no âmbito de um plano de insolvência, é necessário apreciar em que medida se justifica aplicar a solução prevista no Código da Insolvência à

---

<sup>60</sup> O art. 3.º, n.º 3 CIRE permite que sejam utilizados outros critérios de avaliação patrimonial a fim de se demonstrar que o activo é, afinal, superior ao passivo, que passam, a título exemplificativo, pela consideração dos bens integrantes do património societário pelo seu “justo valor”, ainda que estes não constem do balanço contabilístico. Esta é essencialmente uma faculdade concedida ao devedor não requerente da insolvência que deduza oposição à mesma, nos termos do art. 30.º, n.º 4 CIRE (E. ANTUNES, “Recuperação de empresas em processo de insolvência”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Castanheira Neves*, Vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pág. 13 e sg). Na hipótese de o devedor não promover esta reavaliação patrimonial, nomeadamente, por ter sido ele a requerer a declaração da insolvência, a protecção conferida aos sócios pelo art. 198.º, n.º 3 CIRE assume relevância acrescida.

<sup>61</sup> Divergindo do regime contido no CPEREF, designadamente no âmbito das medidas de reestruturação financeira e da gestão controlada (art. 88.º, n.º 2, al. a) e 100.º, n.º 1), que previa a salvaguarda do direito de subscrição preferencial dos sócios nos aumentos de capital deliberados pela assembleia de credores. Dirigindo uma dura crítica a esta nova opção legislativa, cfr. P. TARSO DOMINGUES, *Variações...*, op. cit., pág. 403 e sg.

<sup>62</sup> Note-se que o plano de insolvência pode adoptar a forma que melhor satisfizer os interesses dos credores, que pode ou não passar pela recuperação financeira da empresa (cfr. nova redacção do art. 1.º, n.º 1 CIRE).

redução a zero aprovada pela maioria dos sócios em Assembleia Geral e finalisticamente vinculada à prossecução do interesse social (*p.e.* art. 58.º, n.º 1, al. b)). Antes de mais, cabe perguntar se a existência de remanescente líquido distribuível aos sócios pode inviabilizar a realização da operação acordeão com redução a zero, bem como se o direito de subscrição preferencial no aumento de capital pode ser suprimido sem mais. Estas questões serão tratadas ao longo do capítulo IV desta dissertação.

#### **IV. Requisitos de validade da operação acordeão com redução a zero**

#### **4. O problema do direito de subscrição preferencial**

##### **4.1. Fundamento do direito**

O direito de subscrição preferencial nos aumentos de capital a realizar em dinheiro vem consagrado no art. 266.º, no que respeita às sociedades por quotas, e no art. 458.º<sup>63</sup>, quanto às sociedades anónimas. O reconhecimento deste direito tem sido, essencialmente, justificado com recurso a duas ordens de razões: por um lado, assegurar a manutenção da posição relativa de cada sócio, isto é, a percentagem de participação no capital social em função da qual é determinado o peso político ou a medida de participação na organização e funcionamento da sociedade (*max.* o direito de voto). Por outro lado, evitar o risco de “aguamento” ou de perda de valor patrimonial das participações sociais resultante de uma operação de aumento de capital, designadamente na hipótese de o valor de emissão das novas participações ser inferior ao seu valor real<sup>64 65</sup>.

---

<sup>63</sup> Este preceito foi introduzido por exigência do art. 29.º, n.º 1 da Directiva 77/91/CEE do Conselho (hoje, correspondente ao art. 33.º da Directiva 2012/30/UE do Parlamento Europeu e do Conselho). Note-se que ao reconhecer, igualmente, aos sócios da sociedade por quotas um direito de preferência nos aumentos de capital a realizar em dinheiro, o legislador português foi mais longe do que a própria Directiva, que, ao invés, limita o seu âmbito de aplicação às sociedades anónimas (RAÚL VENTURA, *Alterações...*, *op. cit.*, pág. 177).

<sup>64</sup> Cfr, por todos, TARSO DOMINGUES, “Artigo 266.º”, in *CSCC* (coord. COUTINHO DE ABREU), vol. IV (Artigos 246.º a 270.º-G.º), Coimbra, Almedina, pág. 221 e sg.

PEDRO ALBUQUERQUE, *Direito de Preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anónimas e por quotas*, Coimbra, Almedina, 1993, pág. 34, indica, ainda, uma terceira finalidade (patrimonial) associada à outorga do direito de subscrição preferencial, nomeadamente a de “assegurar um privilégio, ou situação de vantagem, na participação em investimentos na sociedade da qual são membros”.

No contexto de uma operação acordeão com redução do capital social a zero, o reconhecimento do direito de subscrição preferencial assume uma outra dimensão, uma vez que representa, sobretudo, o mecanismo que assegura a conservação da qualidade de sócio, mediante a subscrição do aumento de capital. Não se trata tanto de acautelar a conservação da participação proporcional de cada sócio, como sucede em geral, mas, sobretudo, de garantir a possibilidade de estes permanecerem na sociedade enquanto tais<sup>66</sup>. No fundo, o reconhecimento do direito de subscrição preferencial constitui para muitos o último reduto dos sócios minoritários dissidentes, de tal modo que não se aceita a sua supressão<sup>67</sup> e, nas posições mais exigentes, nem tão-pouco a sua limitação<sup>68</sup>.

#### 4.2. A extinção das participações sociais e o direito de preferência

Uma vez reduzido o valor nominal das participações sociais a zero, cabe perguntar se os sócios mantêm na sua titularidade o direito de subscrição preferencial que os legitime a participar no aumento de capital e, deste modo, a assegurar a conservação do respectivo estatuto.

Alguns autores consideram que, apesar da redução a zero do valor nominal das participações sociais, que deixam, assim, de representar qualquer fracção do capital social, estas não se encontram extintas, concentrando em si o direito de subscrição preferencial no aumento de capital, que constitui a única prerrogativa em que se traduz especificamente a qualidade de sócio naquele momento<sup>69</sup>. Este entendimento é susceptível de críticas, uma vez que é duvidoso que o direito de preferência confira, por si só, a qualidade de sócio ao respectivo titular, visto que o mesmo atribui a mera faculdade de aquisição da posição de sócio mediante a subscrição do aumento de capital, o que é distinto de ser sócio em sentido estrito: “existe um *ius ad rem* e não um *ius in re*”<sup>70</sup>. Por outro lado, esta posição parte de uma petição de princípio, uma vez que fundamenta a manutenção da qualidade de sócio com base

---

<sup>65</sup> Repare-se que a exigência de um prémio de emissão ou ágio pode evitar a perda do valor das participações sociais, mas já não a diluição dos direitos corporativos ou de natureza administrativa.

<sup>66</sup> J. Q. GONZÁLEZ, “«Operación Acordeón» y derecho de suscripción preferente”, in *RdDS*, nº 7, 1996, pág. 225.

<sup>67</sup> Cfr. *p.e.* E. SIMONETTO, “Azzeramento...”, *op. cit.*, pág. 755 e sg.

<sup>68</sup> Solução actual da lei espanhola (art. 343.º, n.º 2 TRLSC).

<sup>69</sup> L. MENGONI, “Sulla reintegrazione...”, *op. cit.*, p. 117, seguido por A. MIGNOLI, “Reintegrazione...”, *op. cit.*, pág. 227.

<sup>70</sup> PÉREZ DE LA CRUZ, *La reducción...*, *op. cit.*, pág. 238.

na titularidade do direito de preferência, sem demonstrar que esta premissa é verdadeira, isto é, que os antigos sócios conservam o referido direito.

Outros autores sustentam que o direito de subscrição preferencial se extingue juntamente com as participações sociais<sup>71</sup>. No entanto, a assembleia geral pode livremente deliberar conceder aos antigos sócios um “direito de subscrição prioritário” no aumento de capital. Este direito não tem fonte legal, constituindo antes uma determinação da vontade da assembleia geral ou um “gesto de compaixão”<sup>72</sup>.

Na nossa opinião, não é necessário recorrer a este tipo de construções para sustentar a manutenção do direito de subscrição preferencial na esfera jurídica dos antigos sócios. Com efeito, a simultaneidade da produção de efeitos das duas variações contrárias do capital social assegura a manutenção da qualidade de sócio até ao termo do processo deliberativo do aumento de capital e, conseqüentemente, a conservação dos direitos inerentes à participação social, entre os quais o direito de subscrição preferencial<sup>73</sup>. Assim, após a conclusão da operação de redução-aumento, unitariamente considerada, produzir-se-á o (alegado) efeito extintivo das participações sociais. Só então, caso não exerçam o direito de preferência, os antigos sócios deixarão definitivamente de ser membros da sociedade.

O recurso a um argumento de ordem sistemática vem confirmar o entendimento por nós defendido: o CIRE, ao prever no art. 198.º, n.º 4, a possibilidade de derrogação do direito de subscrição preferencial no aumento de capital previamente reduzido a zero, reconhece, implicitamente, a conservação deste direito na esfera jurídica dos sócios.

#### **4.3. Admissibilidade da sua supressão? - Requisitos**

Cabe-nos agora apreciar se, face às coordenadas do Direito Societário vigente, é admissível a supressão ou limitação do direito de subscrição preferencial no aumento de capital integrado numa operação acordeão com redução a zero. Note-se que o ordenamento

---

<sup>71</sup> E. GUTIÉRREZ, numa referência ao art. 169.º TRLSA (actual art. 343.º, n.º 2 TRLSC), que prevê expressamente a inderrogabilidade do direito de subscrição preferencial, entende que se trata da concessão legal de um direito novo, distinto do direito previsto no art. 93.º, al. b) TRLSA (actual art. 304.º TRLSC).

<sup>72</sup> DANA-DEMARET, “La technique du coup d’accordéon ...” (comentário à decisão da Cour de Cassation de 17/05/1994), in *RdS*, n.º 3, Ano 112, 1994, pág. 492.

<sup>73</sup> A. S. MARTIN, “La reducción...”, *op. cit.*, p. 1040. Repare-se que o art. 458.º prescreve que este direito é concedido àqueles que sejam accionistas “à data da deliberação do aumento de capital”, regra que se deve considerar igualmente aplicável às sociedades por quotas (RAÚL VENTURA, *Alterações...*, *op. cit.*, pág. 190).

jurídico português não prevê nenhuma norma específica para a hipótese referida, ao contrário da lei espanhola, que determina a impossibilidade de supressão ou se quer de limitação deste direito (art. 347.º, n.º 2 TRLSC). Por isso, a resposta a esta questão terá que resultar das coordenadas do Direito Societário vigente. Neste contexto, importa distinguir os casos de aumento de capital por entradas em dinheiro, das hipóteses de aumento por entradas em espécie.

Na hipótese de o aumento de capital ser realizado através de entradas em dinheiro, o art. 460.<sup>o74</sup> determina que este direito só pode ser objecto de derrogação (concreta) mediante a observação de determinados requisitos<sup>75</sup>. O único requisito de ordem substantiva previsto na norma referida é o de que a supressão ou limitação do direito de subscrição preferencial seja justificada pelo interesse social (art. 460.º, n.º 2). Como refere RAÚL VENTURA, a derrogação deste direito não representa um fim em si mesmo, constituindo, ao invés, um dos elementos de uma operação mais vasta orientada para um fim concreto e determinado. Por isso, terá de se apurar a conformidade desse fim ao interesse social, que ultrapassa o mero resultado financeiro da operação<sup>76</sup>. Este constitui um requisito positivo de validade da deliberação de exclusão ou limitação do direito de preferência, o que significa que, para que esta seja considerada lícita, é necessário demonstrar que com a mesma se pretendeu prosseguir um interesse social sério, que justifique a subscrição do aumento de capital por terceiros e não pelos sócios<sup>77</sup>. A deliberação que limite ou suprima o direito de preferência em desrespeito do referido requisito material será nula (art. 56.º, n.º 1, al. d), uma vez que viola um preceito de natureza imperativa, que não pode ser afastado pelos sócios (art. 460.º, n.º 2)<sup>78</sup>.

No contexto de um aumento de capital integrado numa operação acordeão com redução a zero, os interesses individuais dos sócios a acautelar através da atribuição de um direito de subscrição preferencial não passam, apenas, por assegurar a preservação das respectivas posições relativas e do valor das suas participações sociais, como sucede em geral,

---

<sup>74</sup> Norma igualmente aplicável às sociedades por quotas (cfr. art. 266.º, n.º 4).

<sup>75</sup> Sobre os requisitos formais cfr., por todos, M<sup>a</sup> J. S. PESTANA DE VASCONCELOS, “Do direito de preferência dos sócios em aumento de capital nas sociedades anónimas e por quotas”, in *Nos 20 anos do CSC*, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pág. 530 e sg.

<sup>76</sup> RAÚL VENTURA, *Alterações...*, *op. cit.*, p. 207-208 e PEDRO ALBUQUERQUE, *Direito de preferência...*, *op. cit.*, pág. 347, seguindo a linha de pensamento de FERRI.

<sup>77</sup> RAÚL VENTURA, *ibidem*.

<sup>78</sup> RAÚL VENTURA, *Alterações...*, *op. cit.*, pág. 206; COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, *op. cit.*, pág. 100; P. TARSO DOMINGUES, “Artigo 266.º...”, *op. cit.* pág. 239. Diferentemente, considerando que a deliberação é meramente anulável, PEDRO ALBUQUERQUE, *Direito de preferência...*, *op. cit.*, pág. 380 e sg, seguido de M<sup>a</sup> J. S. PESTANA DE VASCONCELOS, “Do direito de preferência...”, *op. cit.*, pág. 555 e sg.

estando, sobretudo, em causa garantir a sua permanência na sociedade enquanto tais<sup>79</sup>. Isto não significa que se possa afirmar, sem mais, a existência de um regime especial que determine o carácter inderrogável deste direito. Face ao silêncio da lei, deve-se, pois, considerar se, e em que medida, o interesse social pode justificar negar aos sócios a possibilidade de garantir a sua manutenção na sociedade, através da realização de entradas em dinheiro.

Na hipótese em que uma sociedade em sérias dificuldades financeiras reduz a zero o seu capital e, em seguida o aumenta, o interesse social subjacente à referida operação de saneamento pode justificar que o aumento seja subscrito maioritariamente por terceiros dispostos a injectar os recursos necessários à revitalização financeira da sociedade, em troca da aquisição do controlo da mesma, ainda que em prejuízo dos sócios.

Mais dúvidas colocam a possibilidade de a operação poder realizar-se com integral supressão do direito de subscrição preferencial, isto é, com reserva total da subscrição do aumento a favor de terceiros<sup>80</sup>. Dificilmente se compreenderá que não seja dada oportunidade aos sócios (que nisso manifestem interesse) de participar nesse esforço financeiro, caso a operação de saneamento seja viável nestes termos. Com efeito, o princípio da proporcionalidade, directriz geral garantística do ordenamento jurídico português, não pode deixar de determinar a adopção da solução que seja apta a prosseguir o interesse da sociedade e, simultaneamente, se revele a menos danosa do ponto de vista das desvantagens sofridas individualmente pelos sócios<sup>81</sup>. Assim, ainda que existam concretos motivos para a limitação ou derrogação parcial do direito de subscrição preferencial, não consideramos que o interesse social justifique, em geral, a supressão total do referido direito, devendo aos sócios ser garantida a participação no aumento de capital.

Já no caso de o terceiro investidor só estar disposto a “salvar” a sociedade em troca da aquisição do seu controlo total e de esta constituir a única forma prática de viabilizar a operação de saneamento, mormente por os sócios não disporem dos recursos necessários ou

---

<sup>79</sup> Esta questão não se coloca exactamente nos mesmos termos nas sociedades anónimas cotadas em bolsa, uma vez que os sócios poderão assegurar a titularidade de participações sociais mediante aquisições no mercado.

<sup>80</sup> Cfr. Acórdão da Cour de Cassation (Com.) de 18/06/2002 (caso *L’Amy*). Neste aresto estava em causa uma deliberação de uma operação de acordeão com redução a zero, tomada no âmbito de um processo amigável de recuperação empresarial, cuja subscrição do aumento de capital foi integralmente reservada a um terceiro privado. A grande novidade deste aresto reside justamente na admissibilidade da operação com supressão total do direito de subscrição preferencial. Na decisão da Cour de Cassation, que foi precedida de uma sentença da primeira instância desfavorável aos minoritários, terão entrado em linha de consideração circunstâncias particulares do caso em concreto, entre as quais a intervenção dos poderes públicos no plano de recuperação da sociedade.

<sup>81</sup> Cfr. arts. 17.º e 18.º CRP. Na doutrina, cfr. GOMES CANOTILHO e VITAL MOREIRA, *Constituição...*, op. cit., pág. 392 e sg; EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, op. cit., pág. 24 e sg.

não estarem interessados em empreender esse esforço financeiro, consideramos que o interesse social pode justificar a realização da operação com supressão integral do direito de preferência, ainda que tal determine a exclusão (indirecta) dos sócios. Com efeito, embora se reconheça a essencialidade do direito à conservação da posição de sócio, não se pode afirmar a existência de um direito absoluto do mesmo a manter essa qualidade<sup>82</sup>, sobretudo, em face da consagração de institutos societários conducentes à privação ou afectação de participações sociais, em especial, daqueles que promovem a concentração da titularidade de participações e a formação de grupos (*max.* art. 490.º, n.º 1-4)<sup>83</sup>.

Isto significa que, numa situação de perda integral do capital social, a supressão do direito de preferência não está, por si só, legitimada pelo interesse económico-financeiro da operação de saneamento. É sempre necessário averiguar se, e em que medida, o interesse social justifica a derrogação, em concreto, deste direito. Na hipótese em que os sócios se vejam afastados da sociedade, estes não ficarão desprovidos de qualquer tipo de tutela ou protecção, que, à semelhança de outras situações de privação forçada de participações sociais, residirá na atribuição de uma justa compensação pela privação da titularidade das respectivas participações (cfr. ponto 5.2.).

O legislador português limitou o direito de subscrição preferencial aos aumentos de capital por entradas em dinheiro (arts. 266.º, n.º1 e 458.º), não havendo, por isso, lugar a qualquer deliberação de supressão ou limitação do referido direito, nos termos *supra* indicados, que se encontra, nesta hipótese, de antemão excluído<sup>84</sup>. No entanto, isto não significa que a maioria possa arbitrariamente deliberar um aumento de capital por entradas em espécie com o único ou principal intuito de afastar o direito de preferência dos sócios dissidentes. Com efeito, a própria opção pelo aumento em espécie tem que ser justificada por um especial e concreto interesse comum a todos os sócios em adquirir o bem ou direito objecto da entrada em espécie<sup>85</sup>, insusceptível de ser obtido por outra via ou, pelo menos, em condições equiparáveis. Quando assim não seja, os sócios poderão invocar a anulabilidade da

---

<sup>82</sup> JOÃO LABAREDA, *Das acções das sociedades anónimas*, Lisboa, AAFDL, 1988, pág. 202 e sg.

<sup>83</sup> Cfr. ENGRÁCIA ANTUNES, “O artigo 490.º do CSC e a Lei Fundamental - «Propriedade Corporativa», Propriedade Privada, Igualdade de tratamento”, in *Estudos em comemoração dos cinco anos da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, Coimbra, Coimbra Editora, 2001, em especial, pág. 217 e sg.

<sup>84</sup> Note-se que, como afirmou o TJUE no Acórdão Siemens/Nold, as legislações nacionais podem estender o regime do direito de subscrição preferencial previsto no art. 29.º, n.º1 da Segunda Directiva a outras modalidades de aumento de capital que não por entranhas em dinheiro.

<sup>85</sup> Note-se que a conversão de créditos pecuniários em capital não legitima, por si só, a limitação ou supressão (*a priori*) do direito em questão, especialmente quando se trate de créditos dos sócios sujeitos ao regime dos suprimentos (cfr. art. 243.º e sg). Esta última hipótese, para além de colocar problemas do ponto de vista do princípio da igualdade de tratamento, suscita, ainda, a questão do impedimento de voto dos sócios titulares dos referidos créditos (cfr. art. 251.º, n.º 1 e 384.º, n.º 6, al. d)).

referida deliberação, nos termos da al. a), n.º1, do art. 58.º, alegando, para o efeito, a violação do dever de lealdade ou de fidelidade<sup>86</sup>. De facto, deve ser considerado desleal o comportamento da maioria que aprova um aumento em espécie desnecessário, exercendo o seu direito de voto em ordem a obter benefícios especiais para si (mormente o reforço da sua posição dentro da sociedade) ou para terceiro, em prejuízo dos demais sócios, que se vêm excluídos da sociedade, por efeito da acção conjugada da redução a zero do capital e da supressão (indirecta) do direito de preferência.

Uma vez devidamente legitimado o recurso ao aumento por entradas em espécie, deverá ser permitido aos restantes quotistas e accionistas a realização de entradas em dinheiro, por forma a garantir a manutenção da qualidade de sócio e assegurar, o quanto possível, a inalterabilidade das respectivas posições relativas<sup>87</sup>. Com efeito, no contexto de uma operação acordeão com redução a zero, em que os sócios se encontram na iminência de perder o respectivo estatuto, o dever de lealdade não pode deixar de determinar, em especial, que os maioritários actuem de modo a eliminar ou mitigar a produção de danos na esfera jurídica dos restantes sócios<sup>88</sup>, sob pena de a deliberação de aumento *in natura* ser anulável (art. 58.º, n.º 1, al. a)). Para o efeito, poderá ser deliberado um aumento de capital misto, em parte destinado à realização de entradas em espécie por terceiros subscritores e, noutra parte, dirigido aos sócios que tenham manifestado o desejo de realizar novas entradas em dinheiro<sup>89</sup>. Em alternativa, poderão ser deliberados dois aumentos de capital, um em dinheiro e outro em espécie<sup>90</sup>.

Em ambas as hipóteses referidas, existem requisitos comuns que devem ser observados aquando da tomada da deliberação de aumento de capital. Desde logo, a exclusão (directa ou por via do aumento em espécie) do direito de preferência deve respeitar o princípio da igualdade de tratamento, sobretudo em caso de afectação deste direito em favor dos sócios

---

<sup>86</sup> Sobre este dever, cfr. AVELÃS NUNES, *O direito de exclusão de sócios nas sociedades comerciais* (reimpressão da edição de 1968), Coimbra, Almedina, pág. 81 e sg; ANTÓNIO CAIERO, “A exclusão estatutária do direito de voto nas sociedades por quotas”, in *Temas de Direito das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 1984, pág. 73 e sg; M. A. CARNEIRO DA FRADA, “Deliberações sociais inválidas no novo Código das Sociedades”, in sep. *Novas perspectivas do Direito Comercial*, Coimbra, Almedina, 1988, pág. 322 e sg; COUTINHO DE ABREU, *Curso...*, op. cit., pág. 318 e sg; P. PAIS VASCONCELOS, *A participação...*, op. cit., pág. 325 e sg; MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades*, vol. I, Coimbra, Almedina, 2011, pág. 874 e sg; EVARISTO F. MENDES, “Lucros de exercício”, in *RDES*, Ano XXXVIII, N.º 1-4, pág. 353 e sg;

<sup>87</sup> P. TARSO DOMINGUES, “Artigo 266.º...”, op. cit. p. 225. No mesmo sentido, P. OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 2012, pág. 854.

<sup>88</sup> CASTRO NUNES, *As “operações acordeão”...*, op. cit., pág. 198 e sg.

<sup>89</sup> J. Q. GONZÁLEZ, “«Operacion Acordeon»...”, op. cit., p. 230 e sg. Sobre a figura do aumento misto de capital, cfr. C. PAZ-ARES, “El aumento mixto de capital: notas en defensa de la figura”, in *RDM*, n.º 203-204, Enero-Junio 1992, pág. 7-27.

<sup>90</sup> Nesta hipótese, a eficácia da redução do capital a zero ficará dependente da simultânea produção de efeitos dos dois aumentos de capital.

que perfazem a maioria. Nesta hipótese, os sócios beneficiários e, em geral, aqueles que se encontrem numa situação de conflito de interesses<sup>91</sup>, devem estar impedidos de votar na deliberação que limite ou suprima o direito de subscrição preferencial ou na deliberação que aprove o aumento por entradas em espécie, consoante os casos. Para além disso, os motivos que determinam a limitação ou a supressão deste direito ou a opção pelo aumento de capital em espécie devem constar de um relatório escrito elaborado pela administração, nos termos do art. 460.º, n.º 5<sup>92</sup>, a partir do qual os sócios poderão avaliar e sindicar a bondade da solução proposta. Por fim, a estes requisitos acresce que, na medida do necessário para evitar a diluição ou perda do valor real das participações existentes, as novas participações deverão ser subscritas com ágio ou prémio de emissão (cfr. ponto 5.3.)<sup>93</sup>. Note-se que a exigência de um prémio de emissão demasiado elevado pode conduzir ao afastamento dos minoritários da sociedade, uma vez que a subscrição do aumento nestas condições se torna demasiado onerosa para os mesmos. Por isso, será sempre necessário fazer, em concreto, uma adequada ponderação entre o interesse na salvaguarda do valor real das antigas participações e o interesse na viabilização do exercício do direito de preferência pelos minoritários<sup>94</sup>.

#### 4.4. Termos de exercício do direito

A medida concreta do exercício do direito de subscrição preferencial é determinada em função da proporção das quotas ou acções detidas pelos sócios no momento da adopção do aumento de capital (arts. 266.º, n.º 2, al. a), 458.º, n.º 2, al. a)). No âmbito de uma operação acordeão com redução a zero, a base de cálculo da medida da extensão do referido direito é a

---

<sup>91</sup> No Acórdão da Cour de Cassation (Com.) de 18/06/2002 (caso *L'Amy*), o tribunal de primeira instância não considerou que os maioritários, que votaram a integral supressão do direito de subscrição preferencial, poderiam ter um especial interesse em aprovar a referida operação, entregando a sociedade a um terceiro, nomeadamente por os créditos bancários estarem (alegadamente) garantidos pelos mesmos. Esta foi, aliás, uma informação solicitada pelos minoritários, que não foi atendida pelo referido tribunal. Colocava-se, então, aqui o problema de a deliberação em causa ser abusiva, na medida em que, com o seu voto, os maioritários pretendessem evitar o accionamento das garantias por si prestadas, em prejuízo dos minoritários. Note-se que, em Portugal, os sócios controladores (também gerentes ou administradores) são, muitas das vezes, garantes pessoais do passivo social. Face ao direito português, colocar-se-ia, ainda, o problema do impedimento de voto dos sócios referidos.

<sup>92</sup> Aplicado analogicamente, nesta última hipótese.

<sup>93</sup> A este propósito, a lei espanhola, no art. 308.º TRLSC, determina que, em caso de supressão do direito de subscrição preferencial, as novas participações devem ser subscritas pelo respectivo valor real.

<sup>94</sup> Cfr. Acórdão da Cour de Cassation de 2000/10/10 (caso *Demenois*). Nesta decisão, o tribunal considerou que a exigência de um elevado prémio de emissão estava justificada pela necessidade de reconstituir os capitais próprios atingidos por perdas não compensadas pela redução a zero. O tribunal ignorou que esta opção implicou, na prática, a redução da posição do minoritário a uma participação sem qualquer expressão significativa (seis acções em mil e sete).

participação de que o sócio era titular antes da redução do capital social a zero<sup>95</sup>. Com efeito, uma vez que as variações contrárias do capital produzem efeitos simultaneamente, os sócios ainda conservam as suas antigas posições sociais aquando da tomada da deliberação de aumento de capital (cfr. ponto 5.3.).

No que concerne à relação entre o número de quotas ou acções actuais e as correspondentes ao novo aumento, esta deve ser fixada de forma a promover a subscrição das participações sociais pelos minoritários<sup>96</sup>. Isto não significa que alguns sócios não se vejam obrigados a comprar ou vender direitos de preferência para adquirir o número de direitos necessários à subscrição de uma quota ou acção (quocientes inteiros), mas que a proporção entre os antigos e os novos títulos não pode ser fixada de forma a eliminar, na prática, o direito de preferência dos minoritários, sob pena de invalidade da respectiva deliberação de aumento de capital, por violação do dever de lealdade ou de fidelidade (art. 58.º, n.º 1, al. a)).

No que respeita aos prazos de exercício do referido direito, cabe distinguir o regime das sociedades por quotas, do das sociedades anónimas. Relativamente às primeiras, os sócios que desejem exercer o respectivo direito de preferência terão que manifestar a vontade de o fazer antes de o aumento ser deliberado, designadamente até ao final da assembleia geral que aprove o referido aumento de capital (art. 266.º, n.º 5)<sup>97</sup>. Quanto às segundas, os accionistas devem ser avisados, por anúncio ou carta registada, das condições de exercício do direito de preferência, devendo, para o efeito, ser concedido um prazo não inferior a quinze ou vinte e um dias, respectivamente (art. 459.º)<sup>98</sup>.

---

<sup>95</sup> A. S. MARTIN, “La reducción...”, *op. cit.*, pág. 1040; M. BOIZARD, “La réduction...”, *op. cit.*, pág. 739; J. Q. GONZÁLEZ, “«Operacion Acordeon»...”, *op. cit.*, pág. 226.

<sup>96</sup> PEDRO ALBUQUERQUE, *Direito de preferência...*, *op. cit.*, pág. 271.

Repare-se que, no âmbito de uma operação acordeão com redução a zero, quando a parte do aumento de capital relativa a determinado sócio não se mostre suficiente para formar uma nova quota, não se poderá acrescer as antigas quotas de forma proporcional, visto que estas se extinguíram por efeito da redução a zero do respectivo valor nominal.

<sup>97</sup> P. TARSO DOMINGUES, “Artigo 266.º...”, *op. cit.*, pág. 229, rejeita a interpretação segundo a qual a manifestação de vontade dos sócios deveria ocorrer antes do início da própria assembleia geral. No mesmo sentido, P. OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades...*, *op. cit.*, pág. 850.

<sup>98</sup> O aviso tanto pode, como não, ser feito na convocatória da assembleia geral. Note-se que os prazos dos arts. 377.º, n.º 3 e 459.º não coincidem totalmente.

## **5. Redução a zero e privação de participações sociais com valor patrimonial**

### **5.1. Fundamento da operação: a perda do valor contabilístico das participações e a obrigação de participação nas perdas. O problema das participações com valor real numa sociedade com situação líquida negativa**

Em França, a partir da decisão da Cour de Cassation de 17/05/1994 (caso *Usinor*), a admissibilidade da operação de redução a zero do capital social tem sido justificada com recurso à obrigação social de participação nas perdas<sup>99</sup>: por motivo da verificação de perdas ou prejuízos, a cifra estatutária do capital social deixou de ter qualquer cobertura patrimonial, pelo que se justifica proceder ao reajustamento da mesma até ao montante da situação líquida contabilística, cujo valor é zero ou, mesmo, negativo. O valor nominal das participações sociais deixou de ter correspondência patrimonial e estas perderam, reflexamente, a sua representação contabilística<sup>100</sup>, justificando-se, nesta medida, a redução a zero do mesmo, ainda que tal implique a perda integral do valor das entradas realizadas pelos sócios.

Todavia, importa reter que, não obstante a situação líquida da sociedade ser negativa, as participações sociais podem possuir um valor real indiscutível, sem correspondência com o valor resultante da aplicação das regras contabilísticas do balanço de exercício. Isto prende-se com o facto de a contabilidade relativa às demonstrações financeiras anuais não reflectir a situação patrimonial real e efectiva da sociedade, mas espelhar, ao invés, uma imagem redutora e limitada da realidade patrimonial. Mais especificamente, a contabilidade constitui um instrumento técnico de representação simplificada da realidade patrimonial que, através do recurso a uma linguagem comum e padronizada (v.g. mapas e demonstrações financeiras), tem por finalidade auxiliar os seus utilizadores (órgão administrativo, sócios, Estado, credores, etc.) na tomada de uma decisão de investimento consciente e informada.

O balanço de exercício é uma das demonstrações financeiras de que se serve a contabilidade. Este documento contabilístico não reflecte a situação patrimonial societária em sentido jurídico, nem em sentido económico<sup>101</sup>. Com efeito, o balanço de exercício não se encontra concebido para traduzir o valor da sociedade ou do respectivo património, mas antes

---

<sup>99</sup> Cfr. ponto 3.2.1.

<sup>100</sup> No caso das acções sem valor nominal, o seu valor “aritmético” ou “fraccionário” deixou de ter cobertura patrimonial (cfr. nota 27).

<sup>101</sup> G. PORTABLE, “I «beni» iscrivibili nel bilancio di esercizio e la tutela dei creditori nella società per azioni”, in *Rivista delle Società*, Ano 14, 1969, pág. 277.

para apurar o resultado líquido do exercício e do lucro distribuível<sup>102</sup>. Por um lado, a situação patrimonial da sociedade, tal como ela resulta do balanço, reduz-se à mera soma dos valores individuais dos elementos do património social, não sendo considerado o valor que lhes corresponde enquanto componentes do complexo que integram<sup>103</sup>. Por outro lado, o balanço de exercício exprime um activo patrimonial restrito ou parcial, em virtude da restrição das rubricas que podem ser nele inscritas. Estas estão, de facto, circunscritas a elementos determinados, por norma juridicamente autónomos e capazes de constituir em si mesmo garantia para os credores sociais, com exclusão de importantes valores de exploração e de posição de mercado<sup>104</sup>: marcas e outros sinais distintivos, know-how, clientela fidelizada, reputação do estabelecimento ou dos respectivos produtos, localização estratégica, staff especializado e motivado, acreditamento no mercado e outros factores do *good will*, etc<sup>105</sup>. Portanto, havendo uma empresa, o balanço reflecte apenas o valor de uma parte da organização humano-técnico-produtiva que esta representa, faltando, sobretudo, a dimensão de conjunto e de mercado da mesma<sup>106</sup>.

Vistas as coisas de outro ângulo, a situação patrimonial contabilística da sociedade não só exprime uma visão redutora e distorcida da realidade patrimonial representada, mas, especialmente, da dimensão económica da sociedade<sup>107</sup>. Com efeito, a contabilidade, em especial o balanço de exercício, reflecte uma dimensão estática da sociedade, reduzida ao desempenho passado da mesma (com reporte à data da elaboração dos respectivos mapas financeiros), não traduzindo as perspectivas de evolução futura e de crescimento<sup>108</sup>. Sem prejuízo da multiplicidade de métodos de avaliação de empresas, mais do que o conjunto dos elementos patrimoniais identificáveis (ainda que considerados segundo valores de balanço *ajustados*), o valor económico de uma empresa é determinado, sobretudo, em função da capacidade de criação de valor efectivo e de geração de rendimentos futuros, com base na

---

<sup>102</sup> EVARISTO F. MENDES, “Exoneração de sócios. Direito geral de exoneração por justa causa nas sociedades por quotas, in *II CDSR*, Coimbra, Almedina, 2012, p. 24; E. SIMONETTO, “Azzeramento...”, *op. cit.*, pág. 734 e sg;

<sup>103</sup> MANUEL DE ANDRADE, *Sobre as cláusulas de liquidação de partes sociais pelo último balanço*, Coimbra, 1955, pág. 82; EVARISTO F. MENDES, “Exoneração...”, *op. cit.*, pág. 23-24.

<sup>104</sup> EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 33.

<sup>105</sup> O *good will* apenas pode ser contabilizado no activo patrimonial em situações excepcionais, designadamente na hipótese da aquisição de uma empresa pela sociedade (E. SIMONETTO, “Azzeramento...”, *op. cit.*, pág. 738).

<sup>106</sup> EVARISTO F. MENDES, “Exoneração...”, *op. cit.*, p. 24 e “Operação...”, *op. cit.*, pág. 33 e sg.

<sup>107</sup> EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 32.

<sup>108</sup> J. A. ÁGUILA-REAL, “La liquidación del socio que causa baja como consecuencia de su separación o exclusión”, *RDM*, n° 240, Abril-Junio 2001, pág. 458

respectiva estrutura de apoio actual<sup>109</sup>. O activo e o passivo da sociedade são, assim, tidos como valores secundários, uma vez que o que releva são as perspectivas de rendimento, as expectativas de crescimento e de geração de resultados futuros, mormente fluxos de caixa<sup>110</sup>.

Por tudo isto, a perda do valor contabilístico das participações sociais pode não significar (ou na maior parte das vezes não significa) a perda do seu valor real. Por isso, proceder ao reajustamento das participações sociais com base em dados patrimoniais-contabilísticos pode conduzir a uma modificação do respectivo valor nominal sem qualquer correspondência com o valor real ou efectivo das mesmas.

## **5.2. O valor real enquanto critério geral de referência da extinção de participações sociais por acto maioritário da corporação. O princípio geral da não privação de participações sociais sem o recebimento de compensação equivalente de valor real**

Não há dúvidas de que a cifra nominal do capital social, na medida em que constitui um mero valor estatutário ou convencional de retenção do património social, pode ser reajustada em função da situação patrimonial-contabilística da sociedade. Com efeito, visto que do património líquido deixaram de constar bens de valor, pelo menos, idêntico à cifra do capital social, justifica-se proceder à sua redução até ao montante do património líquido contabilístico, ainda que este seja de valor zero (desde que acompanhada do subsequente aumento de capital, nesta última hipótese). Trata-se, aqui, de um procedimento de índole formal ou nominal.

Todavia, o mesmo não sucede relativamente às participações sociais. Não se pode afirmar que a situação patrimonial-contabilística possa servir de critério de referência da produção do efeito jurídico extintivo de participações sociais, uma vez que tal significaria admitir a afectação de posições jurídicas (e já não o simples ajustamento de dados nominais ou convencionais) de valor real, porventura bastante superior ao evidenciado pelas normas contabilísticas, tendo por base valores de balanço de exercício a que a lei não reconhece

---

<sup>109</sup> P. V. G. LOBO XAVIER, “A avaliação de sociedades comerciais num processo de fusão”, in *RDES*, Ano XXIII, Nº 3-4, Julho-Dezembro 2009, pág. 177.

<sup>110</sup> Sobre a forma de cálculo do valor real da sociedade, cfr. MANUEL DE ANDRADE, *Sobre as cláusulas...*, *op. cit.*, pág. 82 e sg; EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 34 e sg, “Exoneração...”, *op. cit.*, pág. 24 e sg, “Valor das participações sociais. Valor legal e valor estatutário. Discrepância de valores”, disponível em [www.evaristomendes.eu](http://www.evaristomendes.eu), pág. 13 e sg, nota 46; J. A. ÁGUILA-REAL, “La liquidación...”, *op. cit.*, pág. 457 e sg; P. V. G. LOBO XAVIER, “A avaliação...” *op. cit.*, pág. 176 e sg.

significado no quadro jurídico extintivo de participações sociais<sup>111</sup>. Por outro lado, em caso de dissolução da sociedade, os sócios ainda poderiam obter o valor real mínimo das suas participações sociais: o valor da compensação pela quota de liquidação. Isto significa que, apesar da perda do respectivo valor contabilístico, as participações sociais podem, ainda, conservar valor intrínseco, o que revela a inadequação dos valores contabilísticos para servir de elemento patrimonial de base da sua extinção<sup>112</sup>.

Repare-se que o regime especial da redução do capital social por perdas prevê a possibilidade de se proceder ao reajustamento do valor nominal das participações sociais, ainda que contra a vontade dos sócios minoritários. Mas não contempla, ao invés, as circunstâncias em que se procederá à extinção das participações, nomeadamente a atribuição de uma compensação pelo valor perdido, o que se deve ao facto de o legislador nem sequer considerar especificamente essa hipótese. Posto isto, em face da referida omissão do regime, deve ter-se como ponto de partida as regras gerais que regem as situações de privação forçada das participações sociais por acto da sociedade: o princípio da atribuição de equivalente compensatório e a consideração do respectivo valor real enquanto critério geral de referência do referido compensatório<sup>113</sup>.

O princípio de que a privação de participações sociais só pode ocorrer mediante a atribuição de compensação de valor equivalente decorre, desde logo, da coordenada constitucional contida no art. 62.º da CRP<sup>114</sup>. O direito de propriedade a que se refere a mencionada norma constitucional não se circunscreve à *proprietas rerum*, abrangendo, igualmente, outros direitos de natureza patrimonial normalmente não incluídos sob aquela designação, tais como as partes sociais<sup>115</sup>. Note-se que, à luz do texto constitucional, a participação social não é considerada uma “propriedade real”, sendo antes configurada como uma “propriedade corporativa”, cujo conteúdo e exercício é conformado pelas regras legais e

---

<sup>111</sup> EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 18.

<sup>112</sup> EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 29.

<sup>113</sup> EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 19, 27 e sg.

<sup>114</sup> Direito de natureza análoga aos direitos, liberdades e garantias, que beneficia, nessa medida, nos termos do art. 17.º CRP, da força conferida pelo art. 18.º CRP. Sem prejuízo das discussões em torno da vinculação das entidades privadas às normas constitucionais, o preceito constitucional em questão servirá, no mínimo, de directiz interpretativa orientadora das normas de Direito Societário (EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 28).

<sup>115</sup> Acórdão do TC nº 491/2002 [Paulo Mota Pinto], que aprecia a conformidade constitucional do art. 490º, nº 3 (aquisição tendente ao domínio total), in DR, II Série, nº 18, de 22/01/2003, p. 1062. Na doutrina, cfr. GOMES CANOTILHO e VITAL MOREIRA, *Constituição da República Portuguesa Anotada*, vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pág. 800; RUI MEDEIROS, *Ensaio sobre a responsabilidade do Estado por actos legislativos*, Coimbra, Almedina, 1992, pág. 248 e sg; Mª Lúcia A. AMARAL, *Responsabilidade do Estado e dever de indemnizar*, Coimbra, Coimbra Editora, 1998, pág. 548 e sg; EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 28.

estatutárias e, inclusive, pela sujeição ao princípio maioritário<sup>116</sup>. Isto significa que as participações sociais podem ser objecto de compressão (ou, mesmo, de extinção) em resultado do funcionamento da orgânica societária, não obstante aos seus titulares dever ser garantida, nessa hipótese, a atribuição de uma justa contrapartida<sup>117</sup>.

A directriz constitucional encontra-se, ainda, materializada nas normas de Direito Societário, nomeadamente nos institutos jurídicos (directa ou indirectamente) conducentes à extinção de participações sociais ou à privação da respectiva titularidade<sup>118</sup>. Trata-se, em primeiro lugar, dos institutos da amortização forçada de quotas e acções (*max.* arts. 235.º, n.º1, al. a) e 347.º) e da exclusão de sócios (*max.* arts. 1021.º CC, art. 186.º, n.º 4, 241.º, n.º 2-3, 242.º, n.º 4), que atribuem à sociedade um poder<sup>119</sup> de extinguir ou de dispor das participações sociais, nos casos e termos previstos na lei ou no contrato de sociedade. Referimo-nos, ainda, à figura da aquisição tendente ao domínio total (art. 490.º, n.º 2-4 CSC), que atribui ao sócio detentor de uma participação igual ou superior a 90% o direito de adquirir potestativamente as quotas ou acções dos restantes sócios<sup>120</sup>. Do complexo normativo mencionado, resulta que o sócio que seja privado da sua participação social, quer por deliberação do colectivo dos sócios, quer por acto do sócio maioritário, tem direito à atribuição de um equivalente compensatório monetário (ainda que, nesta última hipótese, em alternativa à contrapartida em espécie).

O princípio referido está, igualmente, previsto nos institutos jurídicos de reorganização da estrutura jurídica societária que implicam implicitamente um poder de disposição ou uma afectação/extinção das participações sociais como efeito autorizado da operação<sup>121</sup>. Referimo-nos à fusão (art. 97.º e sg) e à cisão de sociedades (art. 118.º sg). Em vista a assegurar a manutenção da qualidade de sócio nos precisos termos em que preexistia na sociedade incorporada ou cindida, são atribuídas aos sócios participações sociais na

---

<sup>116</sup> Acórdão do TC n.º 491/2002 [Paulo Mota Pinto], pág. 1063. Na doutrina, cfr. ENGRÁCIA ANTUNES, “O artigo 490.º...”, *op. cit.*, pág. 239 e sg.

<sup>117</sup> GOMES CANOTILHO e VITAL MOREIRA, *Constituição...*, *op. cit.*, pág. 805, a propósito dos regimes da aquisição tendente ao domínio total (art. 490.º, n.º 3) e da alienação forçada de participações sociais no quadro da gestão controlada (art. 108.º CPEREF), consideram que, tratando-se de hipóteses de cedência forçada de direitos patrimoniais de particulares a outros particulares, dever-se-á ter em conta determinados princípios do regime da restrição de “direitos, liberdades e garantias”, designadamente a justiça da contrapartida da alienação.

<sup>118</sup> EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 29.

<sup>119</sup> Ou, mesmo, um verdadeiro dever nos casos em que o contrato de sociedade imponha a amortização da quota ou de acções (cfr. art. 232.º, n.º 4 e 347.º, respectivamente).

<sup>120</sup> Sobre este instituto, cfr. MENEZES CORDEIRO, “Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total (artigo 490.º, n.º 3, do CSC)”, in *BMJ*, n.º 480, Novembro 1998, pág. 5-30; ENGRÁCIA ANTUNES, “O artigo 490.º...”, *op. cit.*, pág. 147-246, *Os grupos de sociedades*, 1993, Coimbra, Almedina, pág. 726 e sg.

<sup>121</sup> EVARISTO F. MENDES, *ibidem*; ENGRÁCIA ANTUNES, “O artigo 490.º...”, *op. cit.*, pág. 249 e sg.

sociedade incorporante ou da nova sociedade, segundo uma relação de troca proporcional, isto é, de acordo com a relação de *equivalência* entre as participações primitivas e as novas participações (arts. 98.º, n.º 1, al. e), 99.º, n.º 4, 119.º, al. f))<sup>122</sup>. O mesmo princípio encontra, também, expressão no regime da transformação de sociedades (*max.* art. 136.º, n.º 1), na medida em que garante a inalterabilidade da posição relativa dos sócios e do valor patrimonial das respectivas participações (art. 136.º, n.º 1 CSC). Veja-se, ainda, o regime relativo à constituição de grupos por contrato de subordinação (*max.* arts. 494.º, n.º 1, al. a), 495.º, al. d), 499.º, n.º 1). Como refere MENEZES CORDEIRO, “em todos estes casos encontramos conversões patrimoniais, que garantem, em certos moldes, o valor detido pelos sócios, mas não a sua imutabilidade qualitativa”<sup>123</sup>.

O critério geral de referência a partir do qual se calcula o valor das participações sociais e do referido equivalente compensatório é o valor real da sociedade. Esta regra decorre, essencialmente, da norma contida no art. 1021.º CC, para o qual remete a generalidade dos preceitos *supra* indicados. Desta norma resulta que o valor *mínimo* relevante para efeitos de perda ou extinção de participações sociais é o valor de liquidação das mesmas. O art. 198.º, n.º 3 CIRE constitui uma concretização do referido preceito, na medida em que determina que, para efeitos da admissibilidade da operação de redução a zero, o valor base a ter em consideração é o valor de liquidação fraccionário das participações.

Seria redutor fazer coincidir este valor com o valor de liquidação atomística das participações sociais, isto é, a importância que poderia ser obtida na venda imediata e separada de cada um dos activos que compõem o património social, uma vez paga a totalidade das dívidas sociais. Com efeito, raras são as vezes em que a liquidação de uma sociedade coincidirá com a venda atomística dos elementos patrimoniais que a integram, dado que, os liquidatários, vinculados pelo dever de lealdade e de diligência (art. 64.º), deverão procurar maximizar o valor da sociedade<sup>124</sup>. Por isso, este deverá corresponder ao valor de liquidação das participações sociais nas melhores condições de mercado, incluindo o valor de trespasse do negócio ou empresa, ou ao preço de transferência global unitário das mesmas<sup>125</sup>.

---

<sup>122</sup> EISA MARQUES, “Artigo 97.º”, in *CSCC* (coord. COUTINHO DE ABREU), vol. II (Artigos 85.º a 174.º), Coimbra, Almedina, 2011, pág. 162 e sg.

<sup>123</sup> MENEZES CORDEIRO, “Da constitucionalidade...”, *op. cit.*, pág. 27.

<sup>124</sup> ÁGUILA-REAL, “La liquidación...”, *op. cit.*, pág. 450.

<sup>125</sup> MANUEL DE ANDRADE, *Sobre as cláusulas...*, *op. cit.*, pág. 80 e sg; FERRER CORREIA, *Lições de Direito Comercial* (policopiado), vol. II, Coimbra, pág. 259; EVARISTO F. MENDES, “Exoneração...”, *op. cit.*, pág. 23, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 30, “Valor...”, *op. cit.*, pág. 13 e sg. No que respeita às sociedades abertas, deverá ser tido em conta o respectivo valor de cotação em bolsa, que relevará, ao menos, como valor mínimo (cfr. art. 188.º CVM). EVARISTO F. MENDES, “Exoneração...”, *op. cit.*, pág. 27, nota 29; ÁGUILA-REAL, “La liquidación...”, *op. cit.*, pág. 449 e sg.

Uma vez calculado o referido valor de referência, isto é, o valor real da sociedade, aplicam-se as regras que regulam o activo restante em caso de liquidação da sociedade (art. 1118.º, n.º 1-3, *ex vi* art. 1021.º, n.º 2 CC), sendo este dividido aritmeticamente pelo número de participações sociais, multiplicando-se o quociente obtido pelo número de acções ou quotas detidas pelos sócios excluídos<sup>126</sup>.

A avaliação e a correspondente determinação do valor das participações deverão ser realizadas por um ROC independente, com base num balanço *ad hoc* elaborado de acordo com os critérios *supra* enunciados (cfr. art. 105.º, n.º 2, 490.º, n.º 2). Na hipótese de discordância quando ao valor encontrado, quer o sócio, quer a sociedade poderão requerer uma avaliação judicial, nos termos do art. 1068.º e 1069.º CPC (cfr. art. 105.º, n.º 3)<sup>127</sup>.

### **5.3. O interesse geral em promover o saneamento de sociedades que acumulam perdas e a extinção onerosa de participações sociais. Compatibilização**

No âmbito de uma operação acordeão com redução a zero, cabe distinguir o reajustamento nominal do capital social, do reajustamento das participações sociais: se a cifra estatutária do capital social poderá ser reduzida à situação patrimonial-contabilística, já o reajustamento das participações sociais deverá ter por base o seu valor real. Com efeito, as participações sociais poderão ser reduzidas até ao limite do respectivo valor real, ainda que este seja igual a zero, ou extintas onerosamente, isto é, com atribuição aos sócios de uma justa compensação pela privação da titularidade das mesmas, calculada a partir do valor real da sociedade, nos termos *supra* indicados. De outro modo, a operação em causa traduzirá uma transferência de valor das primitivas para as novas participações sociais e, conseqüentemente, um enriquecimento dos subscritores do aumento de capital à custa dos antigos sócios.

A contrapartida compensatória pode assumir as vestes de um equivalente em dinheiro ou em espécie, nesta última hipótese, mediante a atribuição de determinado número de quotas ou acções aos sócios, segundo a relação de proporcionalidade ou equivalência entre

---

<sup>126</sup> EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 33 e sg, “Exoneração...”, *op. cit.*, pág. 21 e sg; ÁGUILA-REAL, “La liquidación...”, *op. cit.*, pág. 449 e sg.

Tenha-se que o facto de se entender que o valor relevante para efeitos de perda ou extinção de participações é o valor real da sociedade, não significa que se desconsidera a provável valorização das quotas ou acções que não ocorreria sem a reintegração patrimonial da sociedade (EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 20).

<sup>127</sup> EVARISTO F. MENDES, “Exoneração...”, *op. cit.*, pág. 30.

as primitivas e as novas participações sociais<sup>128</sup>. Optando-se pela contrapartida monetária, à semelhança de outras operações financeiramente onerosas para a sociedade, deve ser aplicada a regra que determina que do pagamento da referida contraprestação não pode resultar uma situação líquida inferior à cifra nominal do capital social e das reservas legais (cfr. art. 236.º, 240.º, n.º 6, 241.º, n.º 2). Para que a operação não fique comprometida, deverá ser exigido aos subscritores do aumento de capital o pagamento de um prémio de emissão adequado, a fim de dotar a sociedade dos recursos líquidos necessários ao cumprimento da obrigação em apreço. Com efeito, visto que, no fundo, está em causa um conflito entre aqueles que ficam e os que saem da sociedade, traduzido no potencial enriquecimento daqueles à custa destes, justifica-se que o referido encargo seja suportado pelos primeiros<sup>129</sup>. Caso a situação patrimonial contabilística não seja regularizada nos termos *supra* indicados, consideramos que se deve aplicar analogicamente o disposto no art. 236.º, n.º 3, ficando a redução a zero sem efeito<sup>130</sup>.

A aplicação rígida das considerações tecidas pode conduzir à inviabilidade prática de operações financeiramente saudáveis. De facto, os maioritários terão pouco interesse em promover a recapitalização da sociedade nos termos *supra* descritos, optando, ao invés, pela dissolução e liquidação da mesma. Por outro lado, o próprio sentido da operação de saneamento opõe-se, de certa forma, à afectação do património social em favor dos sócios<sup>131</sup>. Importa, pois, proceder a uma adequada ponderação dos interesses em jogo: por um lado, o saneamento financeiro de sociedades com situação líquida zero ou negativa e, por outro lado, a salvaguarda do valor de investimento dos sócios. Cabe-nos, agora, propor as linhas gerais que deverão orientar a adopção de uma solução justa e equilibrada do ponto de vista dos interesses potencialmente em conflito.

No caso de o valor contabilístico das participações não diferir de forma expressiva do respectivo valor real e de os sócios preferirem na subscrição integral do aumento de capital, admitimos que o reajustamento das mesmas possa ser realizado com base na sua representação contabilística. Com efeito, se a privação da titularidade das participações não se revelar especialmente danosa do ponto de vista da perda de valor real que estas conservam e os sócios tiverem a possibilidade de participar nas potencialidades de negócio-valorização que a sociedade constitui em si mesma, mediante o exercício do direito de preferência, consideramos que as participações podem ser reduzidas a zero sem a atribuição de

---

<sup>128</sup> Tenha-se presente o regime das fusões e das aquisições tendentes ao domínio total, *max.* art. 99.º, n.º 4 e 490.º, n.º 2, respectivamente.

<sup>129</sup> EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 27.

<sup>130</sup> O que implicará, por consequência, a ineficácia da operação acordeão globalmente considerada (cfr. ponto 3.1.).

<sup>131</sup> EVARISTO F. MENDES, “Operação...”, *op. cit.*, pág. 36.

contrapartida compensatória. Nesta hipótese, não se verificando uma lesão grave dos interesses individuais dos sócios, deve prevalecer o interesse económico que a operação de saneamento encerra.

Já na hipótese de haver limitação ou supressão do direito de preferência (directa ou por via do aumento em espécie) e de o valor real ser bastante superior à sua expressão contabilística, o critério de referência do reajustamento das mesmas não poderá ser outro se não o valor real das participações. Nesta hipótese, o recurso a expedientes contabilístico-formais acarreta a perda de posições reais de valor significativo, que será transferido para as novas participações, na medida em que os mesmos não participem (ao menos de forma proporcional) no aumento de capital. Assim, a redução a zero das participações terá que ser acompanhada da atribuição aos sócios do devido equivalente compensatório de valor real, que deverá recair (indirectamente) sobre os subscritores do aumento de capital, mediante o pagamento do respectivo prémio de emissão.

Mais complexas se afiguram as hipóteses em que, alternativamente, se verifica uma discrepância grave entre o valor real e contabilístico das participações ou se limita o direito de subscrição preferencial. Na primeira sub-hipótese, consideramos que o direito de preferência não constitui um instrumento que acautele suficientemente os interesses dos sócios, uma vez que, não obstante estes participarem no aumento de capital, a operação implica a perda de participações de valor real bastante significativo. Por isso, deverá ser observada a regra segundo a qual na base do reajustamento das participações deverá estar o respectivo valor real. Na segunda sub-hipótese, não obstante a medida da discrepância entre o valor real e contabilístico das participações sociais não impedir a realização da operação segundo dados contabilísticos, o aumento de capital deverá ser subscrito com prémio de emissão, a fim de igualar a posição dos antigos e dos novos sócios.

## **6. A exigência de verificação da situação patrimonial-contabilística por um balanço *ad hoc* certificado**

Ainda que (dentro dos circunstancialismos *supra* referidos) se admita a realização da operação de redução a zero segundo critérios contabilísticos, deve exigir-se a elaboração de um balanço *ad hoc* que reflita a actual situação patrimonial-contabilística da sociedade. Para o efeito específico da extinção de participações sociais, a perda total do capital social deve resultar de um balanço ordenado à determinação dos valores actuais das rúbricas

contabilísticas do património social, que deverá ser objecto de posterior exame e certificação por parte de um ROC independente (cfr. art. 98.º, n.º 1, al. d), n.º 2, 99.º).

Estas informações deverão ser disponibilizadas aos sócios antes da aprovação da operação, devendo, ainda, constar da convocatória da assembleia a exacta medida da redução/extinção das participações sociais, sob pena de invalidade da respectiva deliberação (art. 58.º, n.º 1, al. c), 4).

## **V. Conclusões**

1. Uma vez ultrapassados os argumentos de ordem formal, a redução a zero, em si mesma, sem contar com as condições da sua realização, é hoje comumente aceite pela generalidade dos autores portugueses. O legislador, no art. 198.º, n.º 2, al. a) CIRE, previu especificamente a admissibilidade desta operação no quadro de um plano de insolvência.
2. Em caso de perda integral do capital social, ficando a respectiva cifra estatutária sem qualquer cobertura patrimonial, a sua redução ou reajustamento ao montante da situação patrimonial líquida não traduz um simples procedimento nominal ou formal, produzindo efeitos materiais, em especial, sobre as participações sociais: a sua extinção.
3. O facto de uma sociedade apresentar uma situação patrimonial-contabilística de valor zero ou negativa não significa que a mesma não conserve valor real, mormente de índole empresarial. Com efeito, a contabilidade não reflecte o valor económico ou de mercado de uma empresa, que é, sobretudo, determinado em função da capacidade previsional de criação de valor ou aptidão para a produção de utilidades/rendimentos apropriáveis pelos sócios.
4. Portanto, a redução a zero do valor nominal das participações sociais, fundamentada pela obrigação de contribuição para as perdas, pode esconder a privação da titularidade de participações de valor real inquestionável.
5. O regime legal da redução por perdas apresenta-se bastante lacunoso, em especial no que respeita às condições em que se procederá ao reajustamento das participações sociais. Por isso, como ponto de partida, devem ter-se presentes quer a disposição do CIRE, que apenas admite que as participações sejam reduzidas a zero caso estas não conservem o seu valor de liquidação, quer as disposições reguladoras de institutos conducentes à privação forçada

das participações sociais, em que a tutela das minorias foi expressamente considerada pelo legislador.

6. Daí resulta que a extinção de participações sociais deve, em princípio, ter por base o valor real da sociedade e só pode ocorrer mediante a atribuição de compensação de valor equivalente, considerando, para o efeito, o valor de liquidação das participações nas melhores condições de mercado, mormente considerando uma liquidação com trespasse, como o CIRE também contempla (cfr. art. 198.º, n.º 3), ou de transferência global unitária das mesmas.
7. A operação pode, no entanto, realizar-se segundo critérios de balanço de exercício quando o valor contabilístico das participações não difira consideravelmente do seu valor contabilístico e os sócios possam subscrever proporcionalmente o aumento de capital. Nesta hipótese, a operação não encerra uma transferência de valor das antigas para as novas participações.
8. Em qualquer dos casos, o apuramento da actual situação patrimonial-contabilística deve resultar de um balanço *ad hoc* certificado por um ROC independente.
9. A derrogação do direito de subscrição preferencial tem que ser devidamente fundamentada, em concreto, pelo interesse social, não se admitindo que o interesse económico-financeiro da operação de saneamento justifique, por si só, a supressão deste direito.
10. A opção pelo aumento em espécie tem que ser, igualmente, justificada por um interesse concreto na aquisição do bem ou direito objecto da entrada *in natura*, sob pena de invalidade da deliberação que aprove o referido aumento. Nesta hipótese, os sócios devem poder realizar entradas em dinheiro, por forma a garantir a manutenção do respectivo estatuto.

## BIBLIOGRAFIA

ABREU, J. M. Coutinho de

- *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 4ª edição, Coimbra, Almedina, 2011

ALBUQUERQUE, Pedro de

- *Direito de Preferência dos sócios em aumentos de capital nas sociedades anónimas e por quotas*, Coimbra, Almedina, 1993

ALMEIDA, A. Pereira

- *Sociedades Comerciais*, 4ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2006

AMARAL, Mª Lúcia A.

- *Responsabilidade do Estado e dever de indemnizar*, Coimbra, Coimbra Editora, 1998

ANDRADADE, Manuel A. D.

- *Sobre as cláusulas de liquidação de partes sociais pelo último balanço*, Coimbra, 1955

ANDRES, Aníbal Sánchez

- *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Civitas (Civitas monografías), 1973 (reimpressão 1990)

ANTUNES, José A. Engrácia

- “Da redução do capital social”, *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Heinrich Ewald Hörster*, Coimbra, Almedina, 2012, pág. 583-611

- “O artigo 490.º do CSC e a Lei Fundamental - «Propriedade Corporativa», Propriedade Privada, Igualdade de tratamento”, in *Estudos em comemoração dos cinco anos da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, Coimbra, Coimbra Editora, 2001, pág. 147-246

- *Os grupos de sociedades*, 1993, Coimbra, Almedina

ARENAS, Rafael Manzano

- *Aumento y reducción de capital en Sociedades Anónimas*, CISS (monografías mercantiles, nº 6), 1999

ASCARELLI, Tullio

- “La riduzione del capitale a zero”, in *Rivista delle Società*, vol. II, Año 4, 1959, pág. 748-753

BELTRAN, Emilio

- “En torno a los requisitos de la «Operación Acordeón»”, in *Revista de Derecho Comercial*, nº 199-200, Enero-Junio 1991, pág. 75-89

BLANCO, Antonio Pérez de la Cruz

- *La reducción del capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bologna, Publicaciones de Real Colegio de España en Bolonia, 1973

BOIZARD, Martine

- “La réduction du capital social à zéro”, in *Revue des Sociétés*, nº 4, Año 117, 1999, pág. 735-741

BONNEAU, Thierry

- “Coup d'accordéon: De l'impossibilité de lever une option d'achat en raison de l'annulation des actions”, (anotação à decisão da Cour de Cassation de 10/10/2000), in *Droit des Sociétés*, nº2, Año 51, 2001, pág. 10-12

CAEIRO, António

- “A exclusão estatutária do direito de voto nas sociedades por quotas”, in *Temas de Direito das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 1984

CANOTILHO, J. J. GOMES e MOREIRA, VITAL

- *Constituição da República Portuguesa Anotada*, vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 2007

CANNU, Paul le

- “L’accordéon menace les nantis”, (anotação à decisão da Cour de Cassation de 10/01/1995), in *Revue des Sociétés*, nº1, Ano 113, 1995, pág. 70-82

CARVALHO, Francisco Neves Marques de

- “O aumento de capital social por entradas em espécie, em particular com créditos sobre a sociedade”, in *Temas de Direito das Sociedades*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, pág. 301-343

CHAZAL, Jean-Pascal e REINHARD, Yves

- “Validité d’un coup d’accordéon réalisé par réduction de capital à zéro et suppression du droit préférentiel de souscription” (anotação à decisão da Cour de Cassation de 18/06/2002), in *Revue trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Economique*, nº3, 2002, pág. 496-497

COHEN, Daniel

- “La validité du «coup d’accordéon» (à propos d’une jurisprudence récente)”, in *Recueil Dalloz*, nº 6, 2003, pág. 410-413

CORDEIRO, António Menezes

- *Direito das Sociedades Comerciais*, vol. I, Coimbra, Almedina, 2011

- “Da preferência dos accionistas na subscrição de novas acções; Exclusão e violação”, in *ROA*, Ano 50, II, Julho 1990, pág. 345-362

- “Da constitucionalidade das aquisições tendentes ao domínio total (artigo 490.º, n.º 3, do Código das Sociedades Comerciais)”, in *BMJ*, nº 480, Novembro 1998, pág. 5-30

CORREIA, A. A. Ferrer

- *Lições de Direito Comercial* (policopiado), vol. I, II, Coimbra

CUNHA, Paulo Olavo

- *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª edição, Coimbra, Almedina, 2012

- “A redução do capital das Sociedades Anónimas”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, vol. IV, 2003, Coimbra, Almedina, pág. 659-694

- “O novo regime da redução do capital social e o artigo 35.º do Código das Sociedades Comerciais”, sep. *Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles: 90 anos. Homenagem da Faculdade de Direito de Lisboa*, 2007, Lisboa, Almedina

DANA-DEMARET, Sabine

- “La technique du coup d’accordéon ...” (anotação à decisão da Cour de Cassation, de 17/05/1994), in *Revue des Sociétés*, nº 3, Ano 112, 1994, pág. 485-494

DOMINGUES, Paulo de Tarso

- “O novo regime da redução do capital social”, separata de *Estudos em honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2008

- “Artigo 35.º”, in *Código das Sociedades Comerciais em comentário* (coord. Coutinho de Abreu), vol. II (Artigos 1.º a 84.º), Coimbra, Almedina, 2010, pág. 511-551

- “Artigos 94.º a 96.º”, in *Código das Sociedades Comerciais em comentário* (coord. Coutinho de Abreu), vol. II (Artigos 85.º a 174.º), Coimbra, Almedina, 2011, pág. 110-154

- “Artigo 266.º”, in *Código das Sociedades Comerciais em comentário* (coord. Coutinho de Abreu), vol. IV (Artigos 246.º a 270.º-G.º), Coimbra, Almedina, 2012, pág. 217-242

- “Garantias da consistência do património social”, in *Problemas do Direito das Sociedades*, IDET, Coimbra, Almedina, 2002, pág. 497-545

- “Traços essenciais do novo regime das acções sem valor nominal”, in *Capital social livre e acções sem valor nominal*, Coimbra, Almedina, 2011

FERNANDES, Luís A. Carvalho e LABAREDA, João

- *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas Anotado*, Quid Iuris, 2009

FRADA, Manuel A. Carneiro

- “Deliberações sociais inválidas no novo Código das Sociedades”, sep. *Novas perspectivas do Direito Comercial*, Almedina, 1988

FURTADO, J. H. Pinto

- *Curso de Direito das Sociedades (5ª edição revista e actualizada com a colaboração de Nelson Rocha)*, Coimbra, Almedina, 2004

GONZÁLEZ, Amalia Rodríguez

- “Algunas consideraciones sobre la necesidad de consentimiento de los accionistas en la operación de reducción de capital a cero y simultáneo aumento”, in *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 24, 2005, pág. 353-362

GONZÁLEZ, Jesús Quijano

- “«Operación Acordeón» y derecho de suscripción preferente”, in *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 7, 1996, pág. 217-231

GUTIÉRREZ, Cristóbal Espín

- “La reducción y el aumento del capital simultáneos: la verificación contable, la reducción del capital por debajo del mínimo y las medidas de remoción del desequilibrio patrimonial grave: comentario a la STS nº 1171/2007, de 9 de Noviembre de 2007”, in *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 31, 2008, pág. 351-381

- *La operación de reducción y aumento del capital simultáneos en la Sociedad Anónima*, 1997

KENDÉRIAN, Fabien

- “La contribution aux pertes sociales”, in *Revue des Sociétés*, nº4, Ano 120, 2002, pág. 617-651

HOVASSE, Henri

- “L’opération «coup d’accordéon» indispensable pour assurer la pérennité de la société ne porte atteinte ni à l’intérêt commun des associés, ni au droit de propriété des actionnaires” (anotação à decisão da Cour de Cassation de 18/06/2002), in *La Semaine Juridique – Édition Générale (JCP)*, nº 47, 20 Novembre 2002, pág. 2082-2085

LABAREDA, João

- *Das acções das sociedades anónimas*, Lisboa, AAFDL, 1988

MARQUES, ELSA

- “Artigo 97.º”, *Código das Sociedades Comerciais em comentário* (coord. Coutinho de Abreu), vol. II (Artigos 85.º a 174.º), Coimbra, Almedina, 2011, pág. 155-175

MARTÍN, Adolfo Sequeira

- “La reducción y el aumento del capital simultáneos según el artículo 169.º del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas”, in *Derecho de Sociedades Anonimas*, Tomo III, Vol. II, 1994, Madrid, Civitas, pág. 1009-1048

MAY, Jean-Claude

- “Clause de contribution aux pertes”, in *Revue des Sociétés*, nº 4, Ano 120, 2002, pág. 691-703

MEDEIROS, Rui

- *Ensaio sobre a responsabilidade do Estado por actos legislativos*, Coimbra, Almedina, 1992

F. MENDES, Evaristo

- “Lucros de exercício”, in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Jan-Dez 1996, Ano XXXVIII, Nº 1-4

- “Operação unitária de redução e aumento do capital afectado por perdas (Operação harmónio ou acordeão) – Parecer (ano: 1999)”, disponível em [www.evaristomendes.eu](http://www.evaristomendes.eu)

- “Valor das participações sociais. Valor legal e valor estatutário. Discrepância de valores” (texto provisório, destinado aos *Estudos dedicados ao Prof. Doutor Bernardo da Gama Lobo Xavier*), disponível em [www.evaristomendes.eu](http://www.evaristomendes.eu)

- “Exoneração de sócios. Direito geral de exoneração por justa causa nas sociedades por quotas”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2012, pág. 13-89, disponível em [www.evaristomendes.eu](http://www.evaristomendes.eu)

- “Deliberações que fixam o valor das participações sociais – Impugnação”, in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2014, pág. 67-108, disponível em [www.evaristomendes.eu](http://www.evaristomendes.eu)

MENGONI, Luigi

- “Sulla reintegrazione del capital azionario in caso di perdita total”, in *Rivista del Diritto Commercial*, Ano LIII, 1955, P. I, pág. 108-117.

MIGNOLI, Ariberto

- “Reintegrazione del capitale azionario per perdita totale e diritti individuali degli azionisti”, in *Rivista del Diritto Commercial*, Ano LIII, 1955, P. II, pág. 223-231.

- NUNES, A. J. Avelãs

- *O direito de exclusão de sócios nas sociedades comerciais*, Coimbra, Almedina (reimpressão da edição de 1968)

NUNES, Vitor Sérgio de Castro

- *As “operações acordeão” nas Sociedades Anónimas*, Tese de Mestrado em Ciências Jurídico-Comerciais da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, disponível para consulta na biblioteca da Universidade Católica, 2005

PAZ-ARES, Candido

- “El aumento mixto de capital: notas en defensa de la figura”, in *Revista de Derecho Mercantil*, nº 203-204, Enero-Junio 1992, pág. 7-27

PALMA, Victor Manuel Garrido de,

- “Las pérdidas del patrimonio de la sociedad anónima. La reducción y el aumento del capital simultáneos (operación acordeón), in *Estudios sobre la sociedad anonima*, 2º volume, 1991, Madrid, Civitas, pág. 407-417

PLAZAS, José Machado

- *Perdida del capital social y responsabilidad de los administradores por las deudas sociales*, Madrid, Civitas (monografias Civitas), 1997

PORTABLE, Giuseppe B.

- “I «beni» iscrivibili nel bilancio di esercizio e la tutela dei creditori nella società per azioni”, in *Rivista delle Società*, Ano 14, 1969, pág. 242-287

PRATA, Ana, CARVALHO, Jorge Morais e SIMÕES, Rui

- *Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas anotado*, Coimbra, Almedina, 2013

RAMOS, Mariana Pinto

- “O direito de preferência dos sócios nos aumentos de capital”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV, Nº 1, 2012, pág. 179-243

REAL-ÁGUILA, Jesús Alfaro e VARGAS, Aurora Campins

- “La liquidación del socio que causa baja como consecuencia de su separación o exclusión”, *Revista de Derecho Mercantil*, nº 240, Abril-Junio 2001, pág. 441-493

SABATO, Franco di

- *Manuale delle Società*, UTET, 1992

SERENS, M. Nogueira,

- “Aumento de capital de sociedade anónima fechada: menções obrigatórias da respectiva da deliberação e modo de exercício do direito de preferência”, in *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, nº 3965, Ano 140, Nov-Dez 2010, pág. 105-136

SIMONETTO, Ernesto

- “Riduzione della partecipazione sociale al mero diritto di opzione e poteri della maggioranza”, in *Rivista di Diritto Civile*, Ano III, 1957, P. II, pág. 331-353

- “Azzeramento del capitale ed espulsione del socio – Anatomia di un delitto”, in *Rivista delle Società*, vol. III-IV, Ano 32, 1987, pág. 721-760

VASCONCELOS, M<sup>a</sup> João S. Pestana,

- “Do direito de preferência dos sócios em aumento de capital nas sociedades anónimas e por quotas”, in *Nos 20 anos do CSC, Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, vol. III, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pág. 503-558

VASCONCELOS, Pedro Pais de

- *A participação social nas sociedades comerciais*, 2<sup>a</sup> edição, Coimbra, Almedina, 2006

VENTURA, Raúl

- “Adaptação do Direito Português à Segunda Directiva do Conselho da Comunidade Económica e Europeia sobre o Direito das Sociedades”, sep. *Documentação e Direito Comparado, Boletim de Documentação e Direito Comparado*, nº 3, 1980, Lisboa, PGR
- *Alterações do contrato de sociedade, Parte Geral, Artigos 85.º a 96.º: comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1988

VIENDI, Alain

- “Impossibilité d’exécution d’une promesse de cession d’actions à la suite d’une opération de réduction du capital à zéro suivie d’une augmentation de capital” (anotação à decisão da Cour de Cassation de 10/10/2000), in *La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires (JCP)*, nº 2, 11 Janvier 2001, pág. 85-88

XAVIER, PEDRO V. G. Lobo

- “A avaliação de sociedades comerciais num processo de fusão”, in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Ano XXIII, Nº 3-4, Julho-Dezembro 2009