



**TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS
E GOVERNO SOCIETÁRIO**
EM ESPECIAL, O REGIME DA DIRETIVA 2017/828

João Pacheco Ferreira

Working Paper No. 5/2020

Outubro 2020

This paper can be downloaded without charge from the Governance Lab website at:
www.governancelab.org.

The contents of this paper are the sole responsibility of its author.

Keywords: Related Party Transactions; Directive 2017/828; Tunnelling; Minority Shareholders' Protection.

TRANSAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E GOVERNO SOCIETÁRIO

Em especial, o regime da Diretiva 2017/828

João Pacheco Ferreira

pachecoferreira.joao@gmail.com

2020¹

Abstract

Executive Summary

Related Party Transactions are generally those made between a company and any of its stakeholders. They can be a very effective way of tunnelling, i.e. diverting value from the company, to the benefit of a shareholder or director, for example. In an expression accurately presents the problem, some authors call it a “hidden distribution” of assets or profits.

There are several possible answers for this issue. They range from public disclosure to mandatory approval by the shareholders who are not part in the transaction (“majority of the minority” rule). There are also many “middle ground” solutions, like approval by the board of directors, either with or without the participation of the related party, in which case the independent members of the board can play a key role.

In this paper, we focus on the rules dictated by Directive 2017/828, how it tries to create a level playing field in the EU, and its application in the Portuguese legal system.

¹ O presente artigo foi escrito antes da entrada em vigor da Lei 50/2020.

Particularly, we highlight the possible consequences of the failure to comply with the term for the Directive's transposition by the Portuguese legislator.

Furthermore, we previously scrutinize the norms that are currently applicable in Portugal in order to understand the level of protection minority shareholders currently have and how the Directive will impact such protection.

Finally, some future perspectives are indicated on how we think the legislation in this matter, at an European level, should evolve, as our opinion tends to be that there is only one truly effective mechanism for minority shareholders' protection is the "majority of the minority" rule.

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO - COLOCAÇÃO DO PROBLEMA:	5
2. O REGIME VIGENTE EM PORTUGAL	6
3. BREVE NOTA DE DIREITO COMPARADO	9
4. O REGIME DA DIRETIVA 2017/828 - DIFICULDADES E NOVIDADES	11
4.1. A (FALTA DE) TRANSPOSIÇÃO PARA O ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS	15
5. CONCLUSÃO:	17
BIBLIOGRAFIA	18

1. INTRODUÇÃO - COLOCAÇÃO DO PROBLEMA

As Transações entre Partes Relacionadas (doravante “TPR”) são negócios jurídicos efetuados entre uma sociedade e um *stakeholder* controlador da mesma². Podem ser um mecanismo eficaz no desvio de valor da sociedade (*tunneling*) para o mencionado *stakeholder*, na medida em que são, à partida, negócios legítimos, havendo uma troca comercial, com contrapartida por aquilo que é prestado pela sociedade. Por exemplo, situações em que uma sociedade vende um dos principais ativos ao seu maior acionista, por um preço inferior ao normalmente praticado no mercado ou concede um empréstimo a um administrador ou a um acionista, num momento em que estes não obteriam crédito ou, pelo menos, não o obteriam em condições normais no mercado³. Assim, a avaliação irá no sentido de saber se tal contrapartida é adequada ou não, algo que dificilmente poderá ser deixado nas mãos de terceiros, incluindo tribunais.

Este problema é especialmente relevante em países como Portugal, assim como na generalidade da Europa continental, em que há muita concentração acionista, não se verificando, nas maiores empresas, uma elevada dispersão de capital. Assim sendo, há uma grande tendência ao aproveitamento do controlo para dele retirar os chamados *private benefits*. Exemplo paradigmático desta cultura, e que espoletou, na Europa, enorme atenção para a problemática, é o caso *Parmalat*, em que se estima que a família controladora tenha desviado indevidamente 2,3 mil milhões de Euros através dos referidos mecanismos⁴.

Ao longo do presente trabalho, pretendemos efetuar uma análise crítica das soluções encontradas para este problema, com particular foco na Diretiva 2017/828 e a sua aplicação no ordenamento jurídico português, fazendo um prévio exame ao regime atualmente vigente em Portugal, de modo a perceber o contexto em que a Diretiva surge, no âmbito português, assim como a evolução que a mesma comporta e integrando uma breve nota de Direito comparado.

² Conceito que será aprofundado *infra*.

³ Estes e outros exemplos em PINTO, ALEXANDRE MOTA, “Transacções com partes relacionadas, no Direito das sociedades”, in *Actualidad Jurídica Uriá Menéndez* / 43-2016, [em linha], Madrid, (2016), pp. 25-26. Disponível em: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5091/documento/art01.pdf?id=6752> [Consult. 16 de junho de 2020].

⁴ GOMES, JOSÉ FERREIRA, “Conflitos de interesses entre accionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro - Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Coimbra, (2010), p. 85.

2. O REGIME VIGENTE EM PORTUGAL

Conforme já adiantado, revela-se importante efetuar um exame das regras e mecanismos de controlo das TPR atualmente vigentes em Portugal, isto é, antes da transposição da Diretiva, de forma a entender o contexto em que a mesma será transposta e as novidades que trará. Esta análise dividir-se-á em 3 momentos diversos de controlo das TPR: *disclosure*, controlo prévio e meios repressivos.

Em primeiro lugar, são de salientar as obrigações de informação ao mercado. Desde logo, existe a obrigação de, no relatório anual sobre governo das sociedades, informar o mercado acerca dos *stakeholders* envolvidos e o grau do seu envolvimento⁵, sendo esses as potenciais “partes relacionadas”. Por outro lado, as sociedades cotadas obrigadas a elaborar contas consolidadas devem divulgar, nos termos das regras internacionais de contabilidade⁶, semestralmente, “as principais transações relevantes entre partes relacionadas realizadas nos seis primeiros meses do exercício que tenham afectado significativamente a sua situação financeira ou o desempenho”⁷. Semelhante obrigação é prevista no artigo 66.º-A do CSC, no que toca às sociedades não cotadas (“não sujeitas às normas internacionais de contabilidade”), devendo tais sociedades publicar um conjunto de informações acerca de TPR, “se tais operações forem relevantes e não tiverem sido realizadas em condições normais de mercado”. Há ainda obrigação de informação ao público, no âmbito das transações entre sociedade anónima e administrador, quanto às autorizações que o conselho de administração conceda para a realização de tais TPR⁸.

Num segundo momento, são fundamentais os mecanismos de controlo prévio. É neste ponto que se situa aquela que é, em nosso entender, a regra essencial atualmente vigente nesta matéria, ou seja, o artigo 397.º do CSC⁹. Diz-nos o seu n.º1 que são absolutamente proibidos certos negócios de financiamento, ou auxílio ao mesmo, do administrador, pela sociedade. No n.º2 é consagrada uma proibição relativa dos restantes negócios da sociedade com os seus administradores, sendo cominados com nulidade caso

⁵ Artigo 245.º-A, n.º1, alíneas a), c) e q) do CVM.

⁶ Em particular, a norma IAS 24 estabelece de forma bastante analítica e exaustiva os conceitos relevantes para este efeito. Para um exame detalhado da mesma, assim como normas conexas, vide PINTO, ALEXANDRE MOTA, op. cit., pp. 27-28.

⁷ Artigo 246.º, n.º 3, alínea c) do CVM.

⁸ Artigo 397.º, n.º 4 do CSC.

⁹ Para uma análise cabal do regime, vide GOMES, JOSÉ FERREIRA, op. cit., pp. 101-106.

não sejam previamente autorizados por deliberação do conselho de administração, sendo o administrador em causa excluído de tal decisão. É ainda relevante o n.º5, que exceciona as duas normas referidas anteriormente quanto ao “próprio comércio da sociedade” e quando “nenhuma vantagem especial seja concedida ao administrador”. É, no entanto, de notar que, mesmo nos casos de aparente normalidade de mercado, pela relevância e valores envolvidos, deve haver um maior escrutínio. Sendo estes conceitos indeterminados¹⁰, poderá haver, aqui, uma válvula de escape ao desejado controlo dos administradores. Nesse sentido, seria mais prudente apontar um critério objetivo para esta aferição¹¹. Aqui chegados, é elementar notar que o CSC não prevê qualquer regulamentação específica para as transações com acionistas, nem com outras partes relacionadas. FERREIRA GOMES ensaia a possível aplicação, por interpretação extensiva ou por analogia, do artigo 397.º a esse tipo de transações. O Autor chega à conclusão, que nos parece acertada, de que o elemento literal da norma não permite tal alargamento do âmbito subjetivo do regime, sobrepondo-se a segurança jurídica aos interesses em causa¹². Já o Código recomendatório do IPCG, tendo uma redação mais “aberta”, remete para decisão do conselho de administração, com parecer prévio e vinculativo do órgãos de fiscalização, quais os critérios para identificar uma TPR como relevante, indicando como boa prática, nesses casos, a aprovação pelo órgão de administração, nuns casos, cumulada com um parecer favorável do órgão de fiscalização, noutros¹³.

Por fim, existem diversos meios repressivos cuja aplicabilidade a Doutrina pondera neste âmbito, sendo particularmente importante a sua ponderação quanto ao conflito de interesses de acionistas controladores, na medida em que, como explicitado, não está previsto, nesse caso, nenhum mecanismo de controlo prévio, neste momento, no ordenamento jurídico português. Neste sentido, FERREIRA GOMES, autor de referência nesta matéria, dá-nos subsídios muito relevantes na mesma. Desde logo, recuperando os ensinamentos de VAZ SERRA, no sentido de configurar este tipo de situações como casos de abuso de representação, nos termos dos artigos 268.º e 269.º do Código Civil, devendo o negócio ser ineficaz caso a contraparte conheça ou deva conhecer o abuso de poderes, o que certamente sucede. Tal sucederá quando um acionista controlador influencie o administrador de forma a que a sociedade realize uma TPR como mecanismo de

¹⁰ Para uma concretização dos mesmos, vide GOMES, JOSÉ FERREIRA, op. cit., pp. 112-115.

¹¹ O que, como veremos, a Diretiva 2017/828 impõe aos Estados-Membros.

¹² GOMES, JOSÉ FERREIRA, op. cit., pp. 108-112.

¹³ I.5.1 do Código de Governo das Sociedades do IPCG.

tunneling, sendo um ato contrário aos fins da representação¹⁴. Também COUTINHO DE ABREU defende a aplicabilidade desta figura a situações de TPR¹⁵. Por outra banda, FERREIRA GOMES convoca o artigo 384.º n.º6 alínea d) do CSC como “a verdadeira sede do conflito de interesses entre sócio e sociedade”¹⁶, recordando a doutrina de RAÚL VENTURA. Nesta sede, a lei presume que o sócio em conflito de interesses irá tentar retirar benefícios pessoais, em prejuízo do interesse social, impedindo-o de votar¹⁷, sendo a violação desse impedimento fundamento de anulação da deliberação (58.º, n.º1, a) CSC). É também ensaiada a hipótese de aplicação do artigo de anulação da deliberação nos termos do artigo 58.º, n.º1, b), no âmbito das denominadas “deliberações abusivas”¹⁸. No entanto, como também acaba por reconhecer o autor, estas duas figuras são de relevância diminuta no que toca ao controlo das transações entre partes relacionadas, pois a execução das mesmas é da competência geral dos administradores (405.º CSC), pelo que só excecionalmente haverá, na realidade, intervenção da assembleia geral, com a possível aplicação das mencionadas figuras. Por último, o Autor aponta como potencialmente operativo o artigo 83.º, n.º4 do CSC, no âmbito da *culpa in instruendo*¹⁹, de forma a responsabilizar o sócio controlador que tenha influenciado o administrador a efetuar uma TPR lesiva do interesse da sociedade, devendo ressarcir-la solidariamente com tal administrador. Esta solução é também propugnada por COUTINHO DE ABREU²⁰, sendo uma concretização do dever de lealdade dos acionistas. No entanto, é um mecanismo que encontra diversas dificuldades aplicativas, nomeadamente porque depende da prévia responsabilização do administrador, nos termos do artigo 72.º do CSC, cujo n.º5, por sua vez, exclui tal responsabilização quando os seus atos tenham sido efetuados na decorrência de deliberação dos sócios, pelo que há aqui um risco de raciocínio circular que torne a norma inoperativa. ALEXANDRE MOTA PINTO considera ainda pertinente a aplicação do artigo 31.º do CSC²¹, declarando-se o negócio nulo por fraude à lei,

¹⁴ “o facto de a representação orgânica não constituir verdadeira representação não deve obstar à aplicação das soluções legais de direito civil”, em GOMES, JOSÉ FERREIRA, op. cit., p. 111.

¹⁵ ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, “Negócios entre sociedade e partes relacionadas (administradores, sócios) – sumário às vezes desenvolvido” in *Direito das Sociedades em Revista*, ano 5, Coimbra, (2013), p. 24.

¹⁶ VENTURA, RAÚL, *Sociedades por Quotas - Vol. II*, Coimbra, (1996), p. 306 *apud* GOMES, JOSÉ FERREIRA, op. cit., p. 143.

¹⁷ Também neste sentido vai a recomendação I.4.2 do Código de Governo das Sociedades do IPCG.

¹⁸ GOMES, JOSÉ FERREIRA, op. cit., p. 144.

¹⁹ *Idem*, p. 151.

²⁰ ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, op. cit., p. 24.

²¹ PINTO, ALEXANDRE MOTA, op. cit., p. 33.

argumentando tratar-se de uma atribuição de bens da sociedade a acionistas não autorizada pela assembleia geral.

3. BREVE NOTA DE DIREITO COMPARADO

Antes de analisar o regime da Diretiva 2018/727, creio que é pertinente efetuar uma pequena incursão pelos ordenamentos jurídicos estrangeiros, nomeadamente no seio da União Europeia, que possam ter sido contributos importantes na formação do referido diploma. Efetivamente, penso que a legislação e Doutrina internacionais podem ser subsídios relevantes à compreensão deste importante problema de *governance* e à correta aplicação e transposição da Diretiva.

Desde logo, é interessante entender, em conexão com o último elemento doutrinário exposto, no capítulo anterior, que na Alemanha, foi através da doutrina e jurisprudência desenvolvidas em torno do regime alemão análogo ao artigo 31.º do CSC português, ou seja, a propósito das “distribuições ocultas”, que se entendeu que as transações com acionistas que retirem valor à sociedade constituem, de facto, distribuições de bens a esses acionistas, sendo nulas sem aprovação do colégio dos sócios²².

Em França, a Doutrina especializada²³ dá-nos uma perspetiva muito interessante que, talvez adiantando conclusões, creio poder aplicar-se na plenitude à realidade portuguesa, assim como não será descabido fazê-lo quanto aos outros países da UE, pelo menos os da Europa continental. De facto, é defendido que, independentemente do quadro regulatório e recomendatório em vigor, França padece de um problema de fraca cultura societária, de crise de valores, sendo esse um problema dificilmente ultrapassável no campo do Direito, passando por uma evolução social. No entanto, dá-nos tal Doutrina, também, alguns sinais de esperança, no sentido de que tal evolução parece estar em curso, principalmente devido à necessidade de captação de investimento estrangeiro e a

²² CONAC, PIERRE-HENRI/ENRIQUES, LUCA/GELTER, MARTIN, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, [em linha], 2007, p. 502. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1532221> apud PINTO, ALEXANDRE MOTA, op. cit., p. 33.

²³ HELLERINGER, GENEVIÈVE, *Related Party Transactions in France - A Critical Assessment*, [em linha], 2019, p. 16. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3316570 [Consult. 25 de junho de 2020].

uma maior atenção geral do público a estas questões, na sequência da crise financeira de 2008.

No Reino Unido, sempre uma referência em matéria de *Corporate Governance*, a UK Listing Authority há muito que impõe regras severas a determinadas sociedades cotadas²⁴. Resumidamente, tais regras requerem que as transações acima de um determinado volume e que não sejam efetuadas no *ordinary course of business*: 1) sejam totalmente públicas antes de serem finalizadas, nomeadamente quanto aos seus acionistas; 2) uma declaração formal do conselho de administração no sentido da justiça e razoabilidade da transação, da perspetiva do interesse social; 3) aprovação pela assembleia geral de acionistas, não podendo a parte relacionada, nem seus associados, votar. Também em França e na Alemanha eram previstas, ainda antes da entrada em vigor da Diretiva, para certas sociedades cotadas, regras semelhantes de *majority of the minority*²⁵. Também nos EUA há tradição de aplicação de aprovação das TPR, entre acionista maioritário e sociedade, pelos acionistas minoritários. A este propósito, GERARD HERTIG e HIDEKI KANDA dão duas notas interessantes²⁶: em primeiro lugar, a de que este é o único mecanismo credível no controlo das transações que o sócio controlador efetua com a sociedade, na medida em que o controlo pela administração pode ser uma mera formalidade, sendo esta nomeada por aquele; por outro lado, refere que esta regra limita significativamente os direitos de controlo dos acionistas controladores, sendo este o motivo pela qual se encontra mais difundida no quadro anglo-saxónico, em que a estrutura do capital acionista é mais dispersa, e menos desenvolvida na Europa continental, em que a concentração acionista continua a ser a realidade mais comum.

Finalmente, é interessante olhar ao relatório da OCDE²⁷ acerca do presente tema, que nos dá uma visão abrangente de inúmeras jurisdições por todo o mundo. Primeiramente, é pertinente atentar no facto de que, em quase todas as economias, o conselho de administração é o órgão primariamente responsável por tomar decisões acerca de TPR, no interesse dos acionistas. Nesse âmbito, desempenham um papel

²⁴ ENRIQUES, LUCA, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*, [em linha], 2014, p. 2. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2505188> [Consult. 27 de junho de 2020].

²⁵ GOMES, JOSÉ FERREIRA, op. cit., p. 144.

²⁶ HERTIG, GERARD, KANDA HIDEKI, “Related Party Transactions” in *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*, New York, 2006, p. 123 *apud* GOMES, JOSÉ FERREIRA, op. cit., p. 94.

²⁷ OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, 2012.

especialmente relevante os administradores independentes ou figuras análogas²⁸. Ademais, é possível verificar que a aprovação pela assembleia geral, embora menos comum, é também regra aplicada num número considerável de países, em termos muito diversos²⁹.

Por último, é relevante notar que, no mais recente *ranking* “*Doing Business*”³⁰³¹, que mede, através de um conjunto de indicadores, a proteção dos sócios minoritários de conflitos de interesses, Portugal aparece apenas em 77º lugar, com 62 pontos, comparando-se, por exemplo, com uma média da OCDE de 68,2 pontos.

4. O REGIME DA DIRETIVA 2017/828 - DIFICULDADES E NOVIDADES

Antes de mais, cabe esclarecer que a Diretiva 2017/828, que altera a Diretiva 2007/36/CE, tem o seu âmbito de aplicação restringido às sociedades cotadas, como é explícito no artigo 1.º n.º1 deste diploma.

Seguidamente, releva, antes de analisar o regime específico das TPR, previsto no artigo 9.º-C, compreender a *ratio* subjacente a todo o diploma, pois a mesma será um elemento ponderoso na sua interpretação. Da leitura dos considerandos da Diretiva é possível retirar, com bastante exatidão, os objetivos a alcançar com a mesma, sendo claramente direcionados à melhoria das práticas de *corporate governance*. O que preside à necessidade de mudança é, em geral, e na opinião dos decisores europeus, a apatia dos acionistas quanto à governação societária e a falta de transparência das sociedades, o que cria e resulta, numa espécie de bola de neve, num ambiente menos atrativo do que o ideal para o investimento. Assim, a Diretiva pretende modificar esse paradigma, tentando incentivar o envolvimento dos investidores na vida societária, deixando de ser meros

²⁸ Conforme ALEXANDRE MOTA PINTO defende que deve suceder em Portugal, dando-se o protagonismo a tais elementos: PINTO, ALEXANDRE MOTA, op. cit., pp. 34-35.

²⁹ Para uma interessante síntese das jurisdições analisadas e respetivas normas a respeito de TPR, vide a tabela 1.2 em OECD, op. cit., pp. 32-33.

³⁰ Disponível em <https://www.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/protecting-minority-investors/score#> [Consult. 29 de junho de 2020].

³¹ Embora certa doutrina internacional descredibilize tal *ranking*, questionando a sua exatidão e correspondência com a realidade. Nesse sentido, vide PUCHNIAK, DAN, VAROTTIL, UMAKANTH, *Related Party Transactions in Commonwealth Asia: Complexity Revealed*, [em linha], (2019). Disponível em: http://ssrn.com/abstract_id=3169760 [Consult. 29 de junho de 2020].

gestores de ativos, numa lógica de sustentabilidade a longo prazo. De forma mais concreta, o diploma prevê medidas, nesse sentido, quanto à criação de uma ligação mais adequada entre a remuneração e o desempenho dos administradores (*say on pay*)³², o aumento da transparência e da supervisão acionista relativamente a transações com partes relacionadas³³, a facilitação da transmissão transfronteiriça de informação, a mitigação da opacidade na identificação de acionistas inseridos em complexas cadeias de intermediação³⁴, a facilitação do voto eletrónico³⁵ e encorajamento da publicação da política de investimento dos investidores institucionais³⁶.

Numa consideração que nos parece acertada, ANTÓNIO GARCIA ROLO³⁷ menciona ainda que está subjacente a estas alterações um crivo intervencionista do legislador, no pressuposto de que o governo das sociedades cotadas não se trata de uma questão meramente intra societária, mas de interesse público, conforme demonstrado pela crise financeira de 2008, podendo tal intervenção ser um instrumento de mitigação e gestão de risco sistémico.

Atendendo, em particular, aos Considerandos relativos às TPR, entendemos, desde logo, que, conforme referido *supra*, na introdução, as regras criadas neste âmbito têm como propósito evitar as situações de *tunneling*, que “podem proporcionar à parte relacionada a oportunidade de se apropriar de uma parte do valor de uma sociedade”³⁸. Também neste sentido argumenta a Comissão, a quem coube a iniciativa no processo legislativo europeu que desembocou na Diretiva 2017/828, na sua Proposta, reforçando que “*currently, shareholders (...) do not have adequate tools to oppose to abusive transactions*”³⁹. Percebemos, também, que a trave-mestra do regime passará pela necessidade de aprovação destas transações pelo conselho de administração e/ou da assembleia geral⁴⁰, não podendo, em princípio, a parte relacionada influenciar tal decisão⁴¹. Por fim, indica-nos que são também fundamentais os deveres de *disclosure* das

³² Considerandos 29 a 41.

³³ Considerandos 42 a 45.

³⁴ Considerandos 4 a 9 e 11 a 13.

³⁵ Considerando 10.

³⁶ Considerandos 15 a 25.

³⁷ ROLO, ANTÓNIO GARCIA, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição” in *Revista de Direito das Sociedades 3-2017*, Coimbra, (2017), p. 564.

³⁸ Considerando 42.

³⁹ Ponto 2 do Explanatory Memorandum, na Proposta de Diretiva da Comissão Europeia [em linha]. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2014:0213:FIN> [Consult. 25 de maio de 2020].

⁴⁰ Idem.

⁴¹ Considerando 43.

TPR⁴². A Comissão dá ainda uma perspetiva adicional bastante relevante, quanto à necessidade de uniformização de normas em matéria de TPR no mercado interno europeu, argumentando que as *“existing Member State rules in these areas are very different and as a result, they provide an uneven level of transparency and protection for investors”* o que causa aos investidores institucionais globais (*cross-border investors*) *“difficulties and costs when they want to monitor companies and engage with them, and have no effective tools to protect their investments”*⁴³.

Passando à análise do regime concreto destinado às TPR, verifica-se, à partida, que a Diretiva não fornece uma definição das mesmas, devendo a procura pelo conceito pertinente dividir-se em dois elementos: um subjetivo e um objetivo. Quanto ao primeiro, cabe saber o que se entende por “parte relacionada”. Responde a nova alínea h), do nº2 da Diretiva 2007/36/CE, remetendo para as Normas Internacionais de Contabilidade (IAS). Tais normas, nomeadamente nos pontos 9 a 12 da Norma IAS 24, regulam detalhadamente este conceito⁴⁴. Esta opção legislativa, constante da versão final da Diretiva, é divergente com a Proposta da Comissão que lhe deu origem, uma vez que esta definia TPR como uma transação entre uma sociedade e os seus gestores, administradores, entidades de controlo ou acionistas. No que toca ao elemento objetivo, importa saber quais são as “transações relevantes”. Neste sentido, o artigo 9.º-C n.º1 remete para decisão de cada Estado Membro (doravante “EM”) qual o critério, dando apenas *guidelines*, no sentido dos fatores a ter em conta⁴⁵ e definindo “devem ser estabelecidos um ou mais rácios quantitativos com base no impacto da transação sobre a posição financeira, nos proveitos, nos ativos, na capitalização ou no volume de negócios da sociedade⁴⁶. Também aqui há divergência com a Proposta da Comissão, que estabelecia como critério quantitativo, para o processo de aprovação do nº4, TPR representativas de montante superior a 5% do ativo e, quanto ao dever de *disclosure* dos nºs 2 e 3, 1% do ativo⁴⁷. Isto leva-nos a outra regra interessante, e que faz todo o sentido, prevista no 5º parágrafo do artigo 9.º, n.º1, que define que a noção de transação relevante pode ser diferente para cada um daqueles dois efeitos. Denota-se portanto, nos dois

⁴² Considerando 44.

⁴³ Ponto 3 do Explanatory Memorandum, op. cit.

⁴⁴ A sua reprodução, nesta sede, não se afigura proveitosa para a economia de palavras. Para um exame sintético, vide ROLO, ANTÓNIO GARCIA, op. cit., p. 577.

⁴⁵ Alíneas a) e b) do artigo 9.º-C, n.º1.

⁴⁶ Quarto parágrafo do artigo 9.º-C, n.º1.

⁴⁷ Ponto 3 do Explanatory Memorandum, op. cit.

elementos, que a Comissão pretendia uma maior uniformização do Direito no mercado interno europeu, mas, nas sucessivas modificações, ao longo do processo legislativo, outros órgãos consideraram pela prevalência de alguma margem de discricionariedade do legislador dos EM. Embora tal permita uma maior adaptabilidade à realidade económica de cada EM, a verdade é que sai prejudicado um dos principais objetivos da Comissão com a proposta destas regras, ou seja, a uniformização de um *level playing field* atrativo e transparente para *cross-border investors*, que reduzisse os seus custos de entrada nos mercados de capitais dos diversos EM.

Os n.ºs 2 e 3 do artigo impõem um dever de publicidade de TPR, obrigando ao *disclosure* de um conteúdo mínimo acerca das mesmas, do nosso ponto de vista bastante alargado, especialmente pelo conceito indeterminado que o n.º2 aplica de “outras informações necessárias para avaliar se a transação é justa e razoável do ponto de vista da sociedade e dos acionistas que não são partes relacionadas”, sendo de louvar tal solução, cujo conteúdo deve ser determinado casuisticamente em função da *ratio* da figura. De resto, não me parecem surgir dificuldades da maior relevância neste âmbito⁴⁸.

Mais interessante, do nosso ponto de vista, é o n.º4 do mesmo artigo, que dita que as TPR relevantes devem ser aprovadas pelos acionistas em assembleia geral, pelo órgão de administração e/ou⁴⁹ pelo órgão de supervisão, segundo procedimentos que impeçam as partes relacionadas de explorar a sua posição e que ofereçam uma proteção adequada dos interesses da sociedade e dos acionistas que não são partes relacionadas. Tens em conta este quadro, a Diretiva dá liberdade aos EM de definirem o procedimento que considerem adequado ao alcance de tais objetivos, aparentemente. Muito relevante é, em nosso entender, a parte final do 4.º parágrafo do n.º4, ao definir que a parte relacionada está “impedida de aprovar a transação contra o parecer contrário da maioria dos acionistas que não são partes relacionadas ou contra o parecer da maioria dos administradores independentes”. Assim, e apesar da redação complexa do parágrafo, parece-nos que a Diretiva 2017/828 consagra, para os casos em que os EM decidam pela necessidade de aprovação pela assembleia geral a regra de *majority of the minority*, tentando aproximar o regime europeu do americano, em que, como foi referido, tal regra é tradicional. Esta é uma evolução de louvar, na medida em que me parece ser,

⁴⁸ ANTÓNIO GARCIA ROLO refere uma dificuldade interpretativa, quanto à “independência” do terceiro para efeitos do n.º 3 alínea a), que é de algum interesse. Nesse sentido, vide ROLO, ANTÓNIO GARCIA, op. cit., p. 578.

⁴⁹ 2.º parágrafo do artigo dá liberdade aos EM para cumular as necessidades de aprovação.

efetivamente, a única regra verdadeiramente eficaz na prevenção das TPR, conforme explicitado *supra*, no âmbito da doutrina internacional. Por outro lado, nos casos em que se exija apenas a aprovação pelo conselho de administração, é dada a primazia aos administradores independentes, na senda daquilo que também já referimos dever ser a matriz nesta matéria. No entanto, e sendo coerente com o dito anteriormente, parece-nos que, infelizmente, a nossa cultura societária não atingiu ainda um ponto de maturidade que nos permita dizer que tais administradores irão agir com efetiva independência, sobretudo quando exista um acionista claramente controlador, que tenha o poder de nomear e destituir tais administradores, estando a sua independência as mais das vezes afetada determinantemente por reverência a tal possibilidade.

É ainda de mencionar a possibilidade de os EM isentarem determinadas transações, nos termos do n.º 6, assim como o disposto no n.º5, que salvaguarda da aplicação do regime as transações realizadas no quadro da atividade corrente e celebradas em condições normais de mercado. Quanto a estes conceitos, revelam-se as mesmas dificuldades interpretativas referidas no âmbito do artigo 397.º n.º5 do CSC. Para obviar a uma fuga ao regime por via destes conceitos, a norma europeia determina a realização de um procedimento interno para avaliar periodicamente se estas condições são cumpridas, não podendo a parte relacionada participar em tal avaliação.

4.1. A (FALTA DE) TRANSPOSIÇÃO PARA O ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS

Antes de retirar as conclusões finais, cremos ser ainda significativo analisar a transposição da Diretiva para o Direito interno, assim como as eventuais consequências do incumprimento do prazo de transposição.

Começando por este último ponto, de facto o prazo de transposição tinha como limite o dia 10 de junho de 2019, nos termos do artigo 2.º, n.º 1 da Diretiva 2017/828. Uma vez que Portugal ainda não a transpôs, coloca-se a questão, típica do Direito da União Europeia, de saber que efeitos pode o diploma operar no ordenamento jurídico português nesta situação⁵⁰. No âmbito do presente trabalho, a questão pode ser particularmente

⁵⁰ Esta é uma questão muito complexa, que é discutida abundantemente pela Doutrina especializada e vastamente concretizada através de inúmeras decisões do Tribunal de Justiça da União Europeia. Não sendo o objeto direto deste trabalho, denotaremos apenas o quadro essencial nesta matéria.

relevante, na medida em que o artigo 397.º do CSC apenas prevê um processo de aprovação prévio de negócios entre administradores e sociedade e a Diretiva consagra-o também quanto aos negócios entre acionistas e sociedade. Apesar de ser unanimemente aceite que do incumprimento do dever de transposição atempada de uma Diretiva, por parte do Estado, não pode resultar um efeito direto horizontal da mesma, ou seja, nas relações entre particulares, a jurisprudência do TJUE já se aproximou diversas vezes de semelhante resultado, através da figura da interpretação conforme à Diretiva, que alguma doutrina qualifica como a consagração implícita do efeito direto horizontal⁵¹, na medida em que tal interpretação, conforme configurada por aquele tribunal, desafia os limites do elemento literal, permitindo a sua flexibilização no sentido imposto pela Diretiva não transposta atempadamente. Assim, no nosso caso, será de considerar a possibilidade de admitir que o artigo 397.º do CSC, numa interpretação conforme à Diretiva, inclui os negócios efetuados entre sociedade e acionista controlador. Por outro lado, o TJUE já consagrou⁵², também, a possibilidade de a parte lesada pela não possibilidade de invocação contra outros particulares de direitos que já deveriam constar da ordem jurídica nacional recorrer à responsabilidade extracontratual do Estado, de forma a ressarcir-se pelos prejuízos sofridos.

Ainda assim, já foi publicada a proposta de transposição do Governo⁵³, pelo que importa examinar os seus traços essenciais. Em termos sistemáticos, essencialmente a transposição na matéria objeto do nosso trabalho é feita através do aditamento de quatro artigos ao Código dos Valores Mobiliários (249.º-A a 249.º-D), inserindo-se, portanto, na secção concernente a “informação relativa a instrumentos financeiros admitidos à negociação”. Dois pontos são de salientar, ao nível das opções legislativas. Em primeiro lugar, o critério escolhido para considerar as transações como relevantes: para efeitos do dever de *disclosure*, 2,5% do ativo⁵⁴; para efeitos de sujeição a aprovação prévia, sem qualquer requisito quantitativo⁵⁵. Em segundo lugar, a opção pela não sujeição das TPR à

⁵¹ O Acórdão de referência nesta matéria é o referente ao caso MARLEASING, processo C-106/89, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A61989CJ0106> [Consult. 30 de junho de 2020].

⁵² Por exemplo, no Acórdão referente ao caso FACCINI DORI, processo C-91/92, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:61992CJ0091&from=DA> [Consult. 30 de junho de 2020].

⁵³ Disponível em

<http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.pdf?path=6148523063446f764c324679595842774f6a63334e7a637664326c756157357059326c6864476c3259584d7657456c574c33526c6548527663793977634777784d693159535659755a47396a65413d3d&fich=ppl12-XIV.docx&Inline=true> [Consult. 28 de junho de 2020].

⁵⁴ Potencial artigo 246.º-B, n.º 1 do CVM, op. cit.

⁵⁵ Potencial artigo 246.º-A, n.º 2 do CVM, op. cit.

assembleia geral de acionistas, fazendo depender a aprovação do conselho de administração⁵⁶.

5. CONCLUSÃO

Em suma, a Diretiva 2017/828 representa uma evolução nas normas relativas a TPR, especialmente em países como Portugal, em que a matéria era pouco desenvolvida pelo legislador nacional, para além das vantagens já evidenciadas quanto à uniformização a nível europeu para a segurança jurídica dos investidores. As normas são, em nosso entender, bem conseguidas, em geral. É particularmente de louvar a necessidade de estabelecimento de um critério quantitativo (objetivo) para que as transações sejam consideradas relevantes⁵⁷, assim como a aproximação ao Direito anglo-saxónico em matéria de alargamento do âmbito subjetivo da necessidade de aprovação e da possibilidade de passar pelo crivo dos acionistas, com exclusão do acionista controlador (*majority of minority*). Nesta sede, contudo, creio que há ainda espaço para futura evolução, no sentido de tornar esta a regra obrigatória para todas as TPR relevantes, aproximando a realidade europeia à americana, que nesta matéria tem um ordenamento jurídico mais antigo e consolidado, pois essa, no nosso entendimento, será a regra mais eficaz de proteção dos acionistas minoritários contra o risco de *tunneling* pelo acionista controlador. Contudo, entendemos que tal evolução, neste momento, fosse demasiado abrupta, especialmente tendo em conta os EM com legislação menos desenvolvida neste âmbito. No que toca às obrigações de *disclosure*, tendo em conta o quadro atualmente existente, tanto legal como recomendatório, parece-nos que as sociedades cotadas já se encontram na sua grande maioria devidamente preparadas para acolher as alterações decorrentes da transposição da Diretiva⁵⁸.

⁵⁶ Idem.

⁵⁷ ENRIQUES, LUCA, op. cit., p. 30.

⁵⁸ PLMJ, *Diretiva dos Acionistas II*, [em linha] (2019), p. 4. Disponível em https://www.plmj.com/xms/files/00_Trending_Topics/NL_TT_Diretiva_dos_Acionistas_II.PDF [Consult. 18 de junho de 2020].

BIBLIOGRAFIA

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, “Negócios entre sociedade e partes relacionadas (administradores, sócios) – sumário às vezes desenvolvido” in *Direito das Sociedades em Revista*, ano 5, Coimbra, (2013)

ENRIQUES, LUCA, Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal), [em linha], 2014, p. 2. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2505188> [Consult. 27 de junho de 2020]

GOMES, JOSÉ FERREIRA, “Conflitos de interesses entre accionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro - Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Coimbra, (2010), pp. 75-213

HELLERINGER, GENEVIÈVE, *Related Party Transactions in France - A Critical Assessment*, [em linha], 2019, p. 16. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3316570 [Consult. 25 de junho de 2020]

PINTO, ALEXANDRE MOTA, “Transacções com partes relacionadas, no Direito das sociedades”, in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez* / 43-2016, [em linha], Madrid, (2016), pp. 25-35 Disponível em: <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5091/documento/art01.pdf?id=6752> [Consult. 16 de junho de 2020]

PLMJ, *Diretiva dos Acionistas II*, [em linha] (2019), p. 4. Disponível em <https://www.plmj.com/xms/files/00 Trending Topics/NL TT Diretiva dos Acionistas II.PDF> [Consult. 18 de junho de 2020]

Proposta de Diretiva da Comissão Europeia [em linha]. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2014:0213:FIN> [Consult. 25 de maio de 2020]

Proposta do Governo de Transposição da Diretiva, disponível em <http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.pdf?path=6148523063446f764c324679595842774f6a63334e7a637664326c756157357059326c6864476c3259584d7657456c574c33526c6548527663793977634777784d693159535659755a47396a65413d3d&fi ch=ppl12-XIV.docx&Inline=true> [Consult. 28 de junho de 2020]

PUCHNIAK, DAN, VAROTTIL, UMAKANTH, *Related Party Transactions in Commonwealth Asia: Complexity Revealed*, [em linha], (2019). Disponível em: http://ssrn.com/abstract_id=3169760 [Consult. 29 de junho de 2020]

ROLO, ANTÓNIO GARCIA, “As alterações à Diretiva dos Direitos dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição” in *Revista de Direito das Sociedades 3-2017*, Coimbra, (2017), p. 557-585