

REVITALIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS
PROPOSTAS PRIORITÁRIAS
QUADRO LEGAL DA EMISSÃO DE OBRIGAÇÕES
PROPOSTA DE REVISÃO

A. Introdução

O Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro constituiu um marco importante no regime jurídico das obrigações, tendo o mercado recorrido, com sucesso, a várias das alterações ali introduzidas, designadamente através da emissão de obrigações por SPVs recém-constituídos (art. 348.º do Código das Sociedades Comerciais, “**C.S.C.**”), o aproveitamento de algumas das novas excepções ao abrigo do art. 349.º ou por via da nomeação, logo nas condições de emissão (art. 358.º), de entidades dedicadas à representação profissional de investidores ou ditos *trustees* (art. 357.º).

Conforme é do conhecimento público, a Proposta de Revisão do Regime Legal das Obrigações, da AEM, de Julho de 2014, constituiu um contributo essencial para esta reforma, não obstante não terem sido acolhidas todas as sugestões então apresentadas.

Neste contexto, e tendo presente a premente e contínua necessidade de dinamização do mercado de capitais português, bem como de facilitação de soluções de financiamento ao tecido empresarial nacional, a AEM revisitou os termos da Proposta então apresentada¹, e entende dever recuperar aqui algumas das sugestões que não foram acolhidas e que, por as considerarmos de importância fulcral, justificam uma reconsideração no actual contexto económico.

No mesmo sentido, acrescentamos igualmente uma proposta adicional, de alteração ao regime jurídico dos acordos de garantia financeira, pela mesma ordem de razões.

¹ Nota: a Proposta original foi apresentada em conjunto com a Euronext Lisbon.

B. Alterações ao Código das Sociedades Comerciais

I. PROPOSTA DE ALTERAÇÃO DO ARTIGO 349.º

Artigo 349.º

Limite de emissão de obrigações

1 – (...)

2 – (...)

3 – (...)

4 – (...)

a) Às sociedades emittentes de ações ou outros valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado;

b) (...)

c) (...)

d) (...)

e) (...)

f) Às emissões de obrigações cuja colocação seja realizada ao abrigo de um prospeto de oferta pública de subscrição ou de admissão à negociação em mercado regulamentado aprovado nos termos da lei.

g) Às instituições de crédito [autorizadas a receber depósitos do público], sujeitas a supervisão prudencial por autoridade de supervisão, nacional ou da União Europeia, relativamente aos seus fundos próprios.

a. Proposta de alteração e sua justificação

Alteração ao n.º 4, al. a): A razão de ser desta excepção é de carácter informativo. Em virtude do seu estatuto, a sociedade está obrigada a prestar certa informação, pelo que se assume – e assim pressupõe a lei nacional e europeia - que o potencial investidor, tendo acesso a certa informação, não carece da protecção de limites quantitativos à emissão de

obrigações.

No entanto, tomar a sociedade emitente de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado como ponto de referência para excepcionar os limites legais à emissão de obrigações é demasiado e injustificadamente limitador.

De facto, as sociedades com valores mobiliários representativos de dívida admitidos à negociação também estão obrigadas à prestação de um importante acervo informativo, não só aquando da admissão dos valores mobiliários, como durante o período em que tenham os referidos valores mobiliários admitidos à negociação.

Naturalmente, a intensidade da informação prestada é diversa (e mais intensa no caso de acções do que no caso de obrigações); mas, ainda assim, e de acordo com a lei nacional e os diplomas da União Europeia, deve ser considerada informação suficiente (especialmente estando em causa obrigações com valor nominal ou de subscrição inicial inferior a € 100.000; para valor igual ou superior, a lei actual já contempla a sua exclusão dos limites). Aliás, esse grau de intensidade diverso, mas ainda assim suficiente, também ocorre no próprio seio das sociedades emitentes de acções admitidas ao mercado regulamentado, já que nem todas elas têm as mesmas obrigações informativas (a título exemplificativo, veja-se o art. 246.º-A do Código dos Valores Mobiliários).

Adicionalmente, dessa forma se assegura consistência sistemática, e por bons motivos como vimos, com o disposto no Regime Jurídico do Papel Comercial, em que é suficiente para a dispensa do cumprimento do rácio de autonomia financeira ali previsto (cfr. o art. 4.º, n.º 1, al. e) daquele Regime, salvo se outra excepção de aplicar) que se trate de emitente que tenha valores mobiliários (acções, obrigações, outros) admitidos à negociação em mercado regulamentado (cfr. o art. 4.º, n.º 1, d) daquele Regime).

Alteração ao n.º 4, alínea f): Como perpassa num conjunto de outras excepções, a informação é um dos motivos fundamentais subjacentes à dispensa do limite geral. Havendo um prospecto informativo, de oferta pública ou de admissão à negociação em mercado regulamentado,

aprovado nos termos da lei por uma autoridade de supervisão (e, assim sendo, com o crivo de que contém informação suficiente), e que se encontrará (necessariamente) disponível publicamente, deve considerar-se que os potenciais investidores se encontram devidamente protegidos também nesta situação.

Alteração ao n.º 4, alínea g): O art.º 349.º continua actualmente a não prever uma excepção expressa aos limites respeitantes à emissão de obrigações para as instituições de crédito e outras sociedades sujeitas a supervisão prudencial.

Ora, o entendimento estabilizado, pelo menos desde 1992 (com a publicação do Livro Branco sobre o Sistema Financeiro), na prática e na comunidade jurídica, tem sido claramente o de que tais entidades na generalidade (e salvo se os respectivos regimes jurídicos preverem coisa diversa), por esse motivo, não se encontram abrangidas pelos referidos limites. Esta posição assenta numa interpretação (redução) teleológica, ou interpretação restritiva da norma.

Note-se que é justamente devido a este tipo de razões, de ordem prudencial, que, por exemplo, as sociedades de titularização de créditos, que desde 2002 já não são consideradas por lei como sociedades financeiras, mas se encontram sujeitas a supervisão prudencial da CMVM, também não estão sujeitas ao limite – e a razão de ser é justamente essa supervisão e outros limites prudenciais existentes (arts. 43.º e 64.º do D.L. n.º 453/99, de 5 de Novembro).

Outro exemplo significativo é o das instituições de crédito hipotecário, (art. 7.º, a) do Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de Março).

Portanto, não parece existir qualquer razão atendível para que as sociedades em geral sujeitas a supervisão prudencial estejam sujeitas a limites, mas que outras espécies de sociedades supervisionadas não o estejam.

A proposta anteriormente feita, no sentido desta alteração, não mereceu então acolhimento tendo o citado D.L. n.º 26/2015, no seu art.º 9.º, ressalvado expressamente limites à emissão de obrigações aplicáveis a

certas entidades de cariz financeiro.

Em nosso entender, porém, seria de toda a utilidade que esta questão ficasse expressamente resolvida na lei, pelo menos relativamente àquelas entidades sob maior escrutínio prudencial, como sejam as instituições de crédito e, porventura de entre estas, aquelas que se encontram autorizadas a receber depósitos do público (e que não são, de todo, daquele tipo de entidades ressalvadas no referido art. 9.º, objecto de um menor peso prudencial, com sejam as sociedades de locação financeira ou de *factoring*).

Acresce também que, com o acolhimento desta proposta, contribuir-se-ia para uma maior coerência sistemática com o que resulta do Regime Jurídico do Papel Comercial, mercê do qual as instituições de crédito (entre outras) estão dispensadas do cumprimento do rácio de autonomia financeira (cfr. art. 4.º, n.º 1, al. e) daquele Regime).

II. PROPOSTA DE ALTERAÇÃO DO ARTIGO 354.º

A este respeito, mantemos no essencial os comentários produzidos aquando da apresentação da nossa Proposta de Julho de 2014, e que abaixo replicamos.

No entanto, tendo presente que esta proposta não foi acolhida no mencionado D.L. n.º 26/2015, sugere-se agora uma alternativa à solução originalmente proposta, a qual pensamos poder acudir igualmente às situações mais relevantes para as empresas.

Artigo 354.º

Obrigações próprias

1 - A sociedade pode subscrever, adquirir, deter, alienar ou onerar obrigações próprias para a realização de operações que se mostrem necessárias às suas atividades de financiamento.

[ALTERNATIVA]

- A sociedade só pode adquirir obrigações próprias nas mesmas circunstâncias em que poderia adquirir ações próprias ou para conversão ou amortização **ou para vir a dar em garantia ou reportar ou colocar ou de outra forma alienar a terceiros.**

2 – (...)

a. Justificação originária da disposição

O art.º 354.º mantém a sua redacção originária de 1986 e o n.º 1 contém na sua primeira parte uma remissão para o regime da aquisição (e subscrição) de acções próprias, desenvolvendo-se *infra* uma referência e crítica à sua *ratio* originária.

b. Direito comparado

Também em termos de Direito Comparado, a inexistência destas

limitações não constitui novidade, antes pelo contrário: na verdade, não é fácil encontrar exemplos similares, pelo menos, nas jurisdições de referência. Paradigmaticamente, veja-se a jurisdição alemã, em que a lei que rege a emissão de obrigações (pars. 793ss do Código Civil alemão (BGB)) não prescreve qualquer tipo de restrições nesta sede. Estão igualmente nesta situação as legislações inglesa, italiana e francesa.

c. Proposta de eliminação e sua justificação

Classicamente, a razão de ser para as limitações decorrentes do regime das acções próprias atém-se essencialmente com o princípio de intangibilidade do capital social e, assim, de protecção dos credores sociais.

Transpondo simplesmente estas limitações para as obrigações, esta justificação deixa de ter fundamento; porventura poderá procurar-se algum tipo de justificação numa certa ideia de evitar a confusão entre a pessoa do credor e devedor (isto é, simultaneidade das qualidades de emitente e de detentor da obrigação), mas a mimetização do regime das acções próprias é desadequada para esse efeito.

A verdade é que, em termos contabilísticos, a detenção de obrigações próprias é tendencialmente neutra para os credores da entidade emitente, ao contrário da subscrição de acções próprias, por exemplo, pois a dívida da sociedade, representada pela obrigação, e o crédito correspondente (detido pela sociedade enquanto titular da obrigação) anulam-se, representando um saldo contabilístico de zero.

Por outro lado, a referida ideia de confusão não obsta decisivamente à subscrição/aquisição de obrigações pelo próprio emitente, como o confirma o disposto no regime das obrigações hipotecárias, em que tal limitação (ou qualquer outra) não se aplica, nos termos do art.º 10.º, n.º 2, al. a) do D.L. 59/2006, de 20 de Março. Portanto, conceitualmente, já foi dado o passo mais significativo pelo legislador, decorridos 10 anos, quando foi aprovado um novo regime para as obrigações hipotecárias (em todo o caso, note-se que a referência a “subscrever” na proposta de articulado acima apresentado, visa dissipar quaisquer dúvidas a esse

respeito).

No regime das acções próprias perpassa igualmente uma preocupação com o equilíbrio de poderes entre órgãos sociais, para que o órgão de administração não passe a poder influenciar significativamente as deliberações da assembleia geral. A esta preocupação o legislador responde com uma limitação geral de detenção de 10% de acções próprias e com a suspensão, genérica, dos direitos sociais. A referida preocupação não é igualmente aplicável nas obrigações próprias. Haverá, contudo, algum mérito na manutenção da suspensão dos direitos inerentes, pois – quanto a direitos económicos – operacionalmente não se justificaria impor ao emitente um fluxo que teria a si próprio como destinatário, e – quanto aos direitos políticos (de deliberar como obrigacionista) – evita-se assim a discussão sobre o provável conflito de interesses latente relativamente ao emitente exercer direitos de voto inerentes às suas obrigações próprias.

Refira-se ainda que, ao contrário do regime das acções próprias português, o Direito da União Europeia não impõe ou pressupõe uma qualquer equiparação de regimes entre as acções e as obrigações; esse Direito não se pronuncia sobre o regime das obrigações próprias.

Em termos práticos, há também a notar que o actual regime pode constituir, em vários casos, um obstáculo jurídico relevante para as sociedades, sem nenhum benefício aparente para os investidores, que perante a aquisição de obrigações próprias pela entidade emitente se encontram apenas perante a materialização de um risco geral: o risco de que uma determinada entidade adquira obrigações, de determinada categoria, reduzindo a respectiva liquidez.

A sociedade pode, por exemplo, pretender (como sucedeu várias vezes no passado recente com emitentes nacionais) adquirir, através de aquisições em mercado ou de uma oferta mais alargada (*tender offer*), as suas próprias obrigações, que estejam a cotar a um preço inferior ao respectivo valor nominal. Contudo, poderá não ter interesse em imediatamente amortizar as obrigações adquiridas – poderá ter preferência em mantê-las em carteira, mantendo a possibilidade de as

vender no futuro (ou usar como colateral – *vide* abaixo), evitando ter de proceder a uma nova emissão de obrigações.

Como também vimos suceder determinantemente desde o início da crise financeira, a emissão e subscrição de obrigações hipotecárias próprias pelos emitentes foi a forma por excelência encontrada pelas instituições de crédito nacionais para constituição de carteiras de colateral, designadamente, para prestar ao Banco Central Europeu no âmbito de operações de liquidez.

E, tal como as obrigações hipotecárias serviram, e ainda servem, esse propósito (constituição de carteiras de colateral), também outros tipos de obrigações podem servir o mesmo fim, sejam obrigações sénior, designadamente quando o emitente consiga obter um determinado *rating*, sejam obrigações cobertas por outras garantias (reais ou pessoais, soberanas ou privadas), sejam outras espécies de obrigações. E seja para carteiras de colateral de bancos como de outras sociedades, que igualmente necessitam de se poder financiar oferecendo colateral.

Outro exemplo prático da entropia que é causada pelo actual regime (e respectiva remissão para o regime das acções próprias), atém-se com as subscrições/detenções por conta de terceiro, designadamente quando se trate de um intermediário financeiro emitente e que poderá estar a actuar por conta de clientes, isto é, subscreve/adquire obrigações para transferir ou registar em conta ou sub-conta de clientes (uma situação de certa forma análoga à subjacente ao n.º 2 do art.º 325.º-A).

Nestas situações, em que a propriedade das obrigações é momentânea ou incidental (isto é, as obrigações não “pertencem” ao emitente, para usar a expressão do art.º 74.º, n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários), não se justifica proibir a aquisição/subscrição pela própria sociedade, pois ela não actua por conta própria nem de forma permanente relativamente à aquisição/subscrição. De contrário, poder-se-á tornar mais oneroso (de forma injustificada, implicando mais um intermediário financeiro na cadeia) o processo de aquisição/subscrição de obrigações, designadamente por investidores estrangeiros.

A remissão para o regime das acções próprias suscita ainda uma questão,

na doutrina e na prática, sobre se abrange a remissão para o disposto no art.º 325.º-A. Tal remissão, já duvidosa do ponto de vista meramente literal, também não parece que se justifique de um ponto de vista da teleologia da norma: o art.º 325.º-A funda-se essencialmente no princípio da intangibilidade do capital social e na manutenção do equilíbrio de poderes em sede de assembleia geral da sociedade, sendo que nenhum destes pontos está aqui posto em causa. Aliás, o art.º 325.º-A foi introduzido no Código das Sociedades Comerciais pelo D.L. n.º 328/95, de 9 de Dezembro, em transposição da Directiva 90/605/CEE de 8 de Novembro, que não impunha ou supunha sequer a sua aplicação às obrigações. E, porque a norma era inexistente, também não esteve certamente nas cogitações do legislador em 1986. Em todo o caso, numa matéria importante como esta e com consequências drásticas (nulidade), e no interesse do funcionamento cabal e regular do mercado, conviria que não existissem quaisquer dúvidas.

Face ao exposto, não se divisam motivos, que não seja uma tradição jurídica que hoje carece de justificação, para sustentar a manutenção do actual regime, atendendo à utilidade que as obrigações próprias podem ter como instrumento de gestão de liquidez e do financiamento da sociedade, razão pela qual se propõe a alteração do art. 354.º nos termos acima expostos.

d. Proposta alternativa e sua justificação

Sem prejuízo do que antecede, e tendo presente que a introdução da alteração legislativa acima preconizada não foi acolhida aquando da última reforma do regime das obrigações, e caso a mesma continue a não colher consenso, propomos como alternativa possível uma outra redacção, que visa alargar o leque de situações em que a sociedade pode deter obrigações próprias.

Visa-se, assim, acolher na lei as situações que entendemos mais prementes para acudir a uma gestão mais eficaz do balanço das sociedades e das respectivas emissões de obrigações.

III. PROPOSTA DE ALTERAÇÃO DO ARTIGO 355.º

Artigo 355.º

Assembleia de obrigacionistas

1 Os credores de uma mesma emissão de obrigações podem reunir-se em assembleia de obrigacionistas **e deliberam em assembleias de obrigacionistas regularmente convocadas e reunidas ou nos termos do artigo 54.º.**

2 (...)

3 (...)

4 (...)

5 (...)

6 (...)

7 (...)

8 (...)

9 (...)

10 (...)

a. Proposta de alteração e sua justificação

A alteração proposta ao n.º 1 do art.º 355.º pretende clarificar a aplicação do regime previsto no art.º 54.º de deliberações unânimes e assembleias universais às deliberações dos obrigacionistas.

IV. A aplicação do art.º 54.º às assembleias de obrigacionistas corresponde já à prática de mercado, cuja clarificação traria a necessária segurança jurídica e coerência sistemática a um tema sensível.

PROPOSTA DE ALTERAÇÃO DO ARTIGO 374.º - A

A este respeito, mantemos no essencial os comentários produzidos aquando da apresentação da nossa Proposta de Julho de 2014, e que abaixo replicamos.

Artigo 374.º-A

Independência dos membros da mesa da assembleia geral

1 - Aos membros da mesa da assembleia geral das sociedades emitentes de **acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, de sociedades emitentes de valores mobiliários representativos de dívida admitidos à negociação em mercado regulamentado, caso não tenha sido designado um representante comum dos obrigacionistas** e das sociedades que cumpram os critérios referidos na alínea a) do n.º 2 do artigo 413.º aplicam-se, com as necessárias adaptações, os requisitos de independência do n.º 5 do artigo 414.o e o regime de incompatibilidades previsto no n.º 1 do artigo 414.º-A.

2 – (...)

3 - (...)

a. Proposta de alteração e sua justificação

O transcrito art.º 374.º-A impõe que a mesa da assembleia geral dos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado seja composta por membros independentes e que não estejam abrangidos por nenhuma das situações de incompatibilidades igualmente previstas no C.S.C..

Este regime revela-se adequado, por exemplo, para as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação, em que existe uma maior dispersão do seu capital pelos investidores, razão pela qual o órgão máximo de representação destes deve incluir, na sua mesa, membros independentes e em relação aos quais não se verifique qualquer

incompatibilidade para o exercício das respectivas funções.

No que respeita aos emitentes de valores mobiliários representativos de dívida admitidos à negociação em mercado regulamentado, deve ter-se em conta que estes emitentes não têm o seu capital disperso como os emitentes de acções, pelo que, em geral, não se justifica qualquer protecção acrescida dos accionistas ao nível da composição da mesa da assembleia geral.

Considera-se, todavia, que a sujeição dos membros da mesa da assembleia geral destes emitentes ao regime actualmente estabelecido pelo art. 374.º-A pode justificar-se num único caso: quando não tenha sido designado o representante comum dos obrigacionistas.

É que, neste caso, por não ter sido designado um representante para os obrigacionistas, pode o Presidente da mesa da assembleia geral desempenhar as funções daquele, nos termos do art.º 355.º, n.º 2. E, por isso, é importante que o Presidente tenha equidistância em relação aos titulares do capital da sociedade, de forma a evitar conflitos de interesses prejudiciais aos obrigacionistas.

Face ao exposto, propomos a alteração do n.º 1 do art.º 374.º-A, conforme consta da redacção *supra*.

V. PROPOSTA DE ALTERAÇÃO DO 413.º

A este respeito, mantemos no essencial os comentários produzidos aquando da apresentação da nossa Proposta de Julho de 2014, e que abaixo replicamos.

Artigo 413.º

Estrutura e composição quantitativa

1 – (...)

a) (...)

b) (...)

2 – (...)

a) É obrigatória em relação a sociedades que sejam emitentes de **acções admitidas** à negociação em mercado regulamentado e a sociedades que, não sendo totalmente dominadas por outra sociedade que adopte este modelo, durante dois anos consecutivos, ultrapassem dois dos seguintes limites:

i) (...)

ii) (...)

iii) (...)

b) (...)

3 – (...)

4 – (...)

5 – (...)

6 – (...)

a. Proposta de alteração e sua justificação

A actual imposição no sentido de todos os emitentes de valores

mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado disporem de um modelo de fiscalização mais alargado não resulta de uma imposição jus-europeia.

Ora, numa lógica de custo-benefício, ponderando os interesses da sociedade e os custos inerentes a uma fiscalização mais alargada, por um lado, os interesses dos investidores, mormente de titulares de valores mobiliários representativos de dívida, por outro, e os interesses mais gerais orbitantes em redor da sociedade (vários grupos de *stakeholders*, interesse público), deve discutir-se se a actual imposição se justifica para sociedades que apenas tenham admitidos à negociação valores mobiliários representativos de dívida.

Note-se que, se a sociedade em causa for uma empresa de maior dimensão, que reúna pelo menos dois dos requisitos quantitativos que são mencionados sob a alínea a), esta imposição de fiscalização mais alargada já resulta autonomamente dessa circunstância.

Tratando-se de uma sociedade de menor dimensão, uma fiscalização assente em Fiscal Único terá naturalmente maior capacidade de supervisão e controlo do que numa sociedade de maior dimensão, independentemente de qualquer uma dessas sociedades ser emitente de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado.

A actual imposição pode assim funcionar (e sabemos que já tem funcionado) como um obstáculo à entrada de sociedades de menor dimensão no mercado de capitais, o que, em sede de análise de custo-benefício não parece ser a solução que melhor serve o nosso mercado.

A proposta de alteração apresentada visa, assim, suprir esta situação, sempre sem desatender aos interesses relevantes em presença.

C. Propostas de Alteração do Regime das Sociedades por Quotas

VI. PROPOSTA DE NOVO ARTIGO 242.º-G

A este respeito, mantemos no essencial os comentários produzidos aquando da apresentação da nossa Proposta de Julho de 2014, e que abaixo replicamos.

Novo artigo 242.º-G, a incluir no Código das Sociedades Comerciais, num novo capítulo autónomo:

Capítulo IV.

Obrigações

Artigo 242.º-G

Emissão de obrigações

- 1. As sociedades por quotas podem emitir, bem como admitir à negociação obrigações, devendo observar-se, na parte aplicável, as disposições relativas às emissões de obrigações por sociedades anónimas e para a admissão à negociação de obrigações, com exceção do previsto nos artigos 374.º-A e 413.º, n.º 2, al. a).**
- 2. Previamente à admissão à negociação de obrigações, deve encontrar-se nomeado um representante comum dos obrigacionistas.**

Artigo a ser incluído no diploma que aprovar as restantes alterações:

Artigo único

É revogado o artigo único do Decreto-Lei n.º 160/87, de 3 de abril.

a. Proposta de alteração e sua justificação

Artigo único do Decreto-Lei n.º 160/87, de 3 de Abril):

“Artigo único. As sociedades por quotas podem emitir obrigações, devendo observar-se, na parte aplicável, as disposições legais relativas às emissões de obrigações das sociedades anónimas”.

Com o artigo transcrito, permitiu-se que as sociedades por quotas emitissem obrigações, desde que cumprido o regime legal estabelecido para a emissão de obrigações pelas sociedades anónimas.

Todavia, nada se diz quanto à possibilidade de admissão à negociação das obrigações emitidas por sociedades por quotas, o que, na prática, pode dificultar a admissão das obrigações por si emitidas à negociação.

Não está apenas em causa a incerteza da possibilidade de admitir à negociação as obrigações emitidas, mas sim obstáculos reais, devido à incidência das normas respeitantes à composição da assembleia geral e do conselho fiscal, previstas no C.S.C. para todos os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação, e que derivam, claramente, da estrutura típica das sociedades anónimas. Assim, ao aplicar-se o regime das sociedades anónimas, não só as sociedades por quotas teriam, necessariamente, de ter uma assembleia geral e um conselho fiscal, estrutura que não é obrigatória sequer para as sociedades por quotas, como os seus membros teriam de respeitar o regime da independência e incompatibilidades previsto no C.S.C..

Não se propõe aqui a revogação desse regime, ao invés, propõe-se a previsão de um regime excepcional para as sociedades por quotas, atenta a sua estrutura societária que não obedece, necessariamente, à prevista para as sociedades anónimas.

Contudo, deve notar-se que, na ausência de nomeação de representante comum, seria da competência de um gerente a convocação de assembleias de obrigacionistas e do investidor maioritário (o qual, enquanto credor, poderá não querer assumir esse ónus) a presidência da assembleia (cfr. arts.º 248.º, n.º 3 e 4, *ex vi* art.º 355.º, n.º 2 – parece ser esta a melhor interpretação sistemática das normas em causa).

Para evitar, à partida, eventuais conflitos de interesse daí decorrentes,

propõe-se que, caso as obrigações sejam admitidas à negociação (e assim existindo um maior potencial de dispersão das obrigações), deverá encontrar-se nomeado um representante comum. O mesmo tipo de tarimba, aliás, é seguido para as sociedades anónimas, nos termos da proposta de alteração ao art.º 374.º-A, n.º 1.

Assim, de modo a clarificar-se a possibilidade de serem admitidas à negociação as obrigações emitidas pelas sociedades por quotas, bem como a adaptar o regime aplicável à natureza das sociedades por quotas, propõe-se a redacção apresentada *supra*.

D. Propostas de Alteração do Regime Jurídico dos Acordos de Garantia Financeira

Artigo 3.º

Sujeitos

1 – (...)

a) (...)

b) (...)

c) (...)

d) (...)

e) (...)

f) Pessoas colectivas, desde que a outra parte no contrato pertença a uma das categorias referidas nas alíneas a) a e).

2 – (...)

a. Proposta de alteração e sua justificação

Considerando as alterações que foram introduzidas no regime do representante comum pelo D.L. n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro, o legislador poderia também ter aproveitado para clarificar um aspecto do D.L. n.º 105/2004, de 8 de Maio, relativo aos acordos de garantia financeira – um instrumento crucial no financiamento às empresas.

É muito útil, na prática e juridicamente, conjugar numa mesma entidade a função de representante comum e do chamado “agente das garantias”, figura essa comum nos ordenamentos anglo-saxónicos, e que permite uma agilização interessante em sede de manutenção e execução de garantias, concentrando numa única entidade as garantias, embora a benefício dos investidores que o agente representa, em harmonia justamente com as funções de um representante comum nos termos do art. 359.º do C.S.C..

A Directiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Junho

de 2002, relativa aos acordos de garantia financeira prevê no seu art.º 1.º, n.º 2, que o beneficiário da garantia e o prestador da garantia devem pertencer designadamente a uma das categorias descritas nas suas alíneas a) a e), sendo que no caso desta última a sua contraparte deverá ser uma das anteriores, nas quais se inclui a alínea d).

Esta última descreve um conjunto de entidades, incluindo “uma pessoa que não seja uma pessoa singular, que aja na sua qualidade de fiduciário ou de representante por conta de uma ou mais pessoas, incluindo quaisquer detentores de obrigações ou de outras formas de títulos de dívida, ou qualquer instituição tal como definida nas alíneas a) a d)”.

A alínea e), como referido, prevê o seguinte: “uma pessoa que não seja uma pessoa singular, incluindo as empresas não constituídas em sociedade e os agrupamentos, desde que a outra parte seja uma instituição, tal como definida nas alíneas a) a d).”

Ora, esta parte da Directiva foi incorrectamente transposta em Portugal, na medida em que o art.º 3.º, n.º 1 do D.L. acima indicado cindiu em duas a alínea d) do n.º 2 do art.º 1.º da Directiva, destacando para uma alínea e) nacional a parte final daquela alínea d), que corresponde justamente às referidas pessoas colectivas que actuem na qualidade de fiduciários ou representantes por conta de investidores. E acrescentou depois uma alínea f), que corresponde à alínea e) da Directiva, mas esquecendo-se de actualizar a letra desta alínea em função daquele destaque da nova alínea, e que portanto apenas remete (mantendo a letra que está na Directiva) para as alíneas a) a d) anteriores, deixando, assim, literalmente, de fora os fiduciários ou representantes por conta de investidores. Não há uma razão válida para essa discriminação, que retira sentido útil à inclusão dos mesmos na estrutura da Directiva.

Há naturalmente que interpretar a lei nacional de acordo com a Directiva. Contudo, seria muito útil que o ponto ficasse expressamente esclarecido na lei, já que a matéria de garantias é sempre muito sensível nestas operações, por razões óbvias, e qualquer exercício de interpretação que desvie da letra da lei pode colocar os investidores e demais intervenientes receosos, e por esse motivo (para que a operação não fique, numa matéria desta relevância

sujeita a riscos de interpretações diversas), obrigar a contratar um agente de garantias separado, o que torna a operação menos eficiente e mais dispendiosa.