

Convention de portage, aquisição de participações sociais temporárias e a proibição de pacto leonino¹

FÁTIMA GOMES

1. Introdução

1. As *conventions de portage* ou convenções de *portage* são criações sociais não correspondentes a um único modelo de negócio previsto pelas leis nacionais de Estados como Itália, Alemanha, França ou Espanha.

A doutrina, sobretudo a estrangeira, tem analisado a nova figura contratual e a propósito dela suscitado algumas questões de compatibilidade

¹ Este texto corresponde no essencial a um trecho da dissertação de Doutoramento em Direito (Ciências Jurídico-Comerciais), discutida em 11 de Fevereiro de 2010, na Universidade Católica Portuguesa, em Lisboa, tendo-lhe sido introduzidas ligeiras alterações que permitam a compreensão do seu sentido fora do contexto geral da obra, e algumas notas de actualização ou correcção, nomeadamente na sequência da discussão havida na apreciação da mesma, fruto da intervenção do Prof. Doutor Rui Pinto Duarte.

Considerando que a nossa atenção esteve concentrada na preparação da discussão em causa, não foi possível escrever, em tempo, um estudo original para integrar nesta merecida homenagem ao Prof. Doutor Luis Carvalho Fernandes, pelo que, certamente compreenderá, optei por escolher um tema que se prende, de algum modo, com os estudos do homenageado em matéria de *fiducia*.

com o ordenamento jurídico civil², societário³, do mercado de capitais⁴,

² A este nível muitos autores propuseram que, na falta de regime especial para a convenção de *portage*, se legislasse sobre acordos fiduciários, tema ao qual anda associada esta figura – POLLAUD-DULIAN, Frédéric, “L’actionnaire dans les operations de portage”, Colóquio sobre “Qu’est-ce qu’un actionnaire?”, in *Rev Sociétés*, 1999, n.º 4, p. 785. Cf., também, SOUMRANI, Patrick, *Le Portage d’Actions*, LGDJ (Bibliothèque de Droit Privé, n.º 260), Paris, 1996; LUCAS, François-Xavier, *Les Transferts Temporaires de Valeurs Mobilières. Pour une Fiducie de Valeurs Mobilières*, LGDJ, Paris, 1997; ANDREOLI, Edoardo, *Il Trust Nella Prassi Bancaria e Finanziaria*, Cedam, Padova, 1998, em especial na sua análise do negócio fiduciário, à luz do direito italiano e comparado e nas distinções entre *fiducia* romanística e *fiducia* germânica, p. 119 e ss. Na p. 120, este autor apresenta a *fiducia* germânica como aquela em que não há transferência de titularidade em favor do fiduciário, sendo-lhe atribuída apenas a legitimidade de agir sobre os bens conferidos, podendo actuar em nome próprio, exercendo direitos que pertencem ao fiduciante. Deste tipo de *fiducia* aproxima os institutos italianos que regulavam as sociedades fiduciárias (Lei de 23 de Novembro de 1939, n. 1966 e regime das sociedades de intermediação mobiliária, conhecidas pela abreviatura S.I.M.). Noutras obras encontramos a referência à *Treuhand* alemã como configurando uma transmissão de titularidade sujeita a condição resolutiva.

Em Portugal já assistimos à elaboração de estudos com vista à introdução do *trust* – cf. CAMPOS, Diogo Leite de / TOMÉ, Maria João Vaz, *A Propriedade Fiduciária (Trust). Estudo Para a Sua Consagração no Direito Português*, Almedina, Coimbra, 1999. Mais recentemente, desta autora, vd. TOMÉ, Maria João Vaz, “Sobre o contrato de mandato sem representação e o *trust*”, in *ROA*, ano 67.º, 2007, n.º 3.

Sobre as transferências de titularidade com uma função de garantia, em alternativa à hipoteca ou ao penhor, com intuito de alterar o regime de preferências legais dos credores sobre o património, com a crítica inerente e a análise do possível enquadramento ao nível dos acordos fiduciários, cf. COPO, Abel Benito Veiga, “Prenda de créditos y negocio fiduciário – venta en garantía”, in *RDBB*, 2003, n.º 89, p. 57 e ss.

³ As questões principais com interesse para o nosso estudo reportam-se à compatibilidade com a proibição de pacto leonino e proibição de pagamento de juro como forma de remuneração dos sócios.

⁴ Como se explicará, através destas convenções obtém-se uma distorção entre a aparência jurídica e a realidade económica, que para o mercado de capitais é muito significativa, em particular porque um dos pilares deste mercado é a transparência e a correcção da informação. Ora, ao nível da transparência verifica-se que estas convenções se mantêm muitas vezes secretas. Já ao nível da correcção da informação veiculada para o mercado, quando as convenções passam a ser conhecidas, muitas vezes ocorreu uma desvalorização significativa do valor das participações sociais, a qual, se o ordenador e beneficiário da convenção for a própria sociedade a que se reportam as participações sociais, gerará um dever de constituir provisões de montantes significativos (em função do valor fixado para a reacquirição comparado com a cotação dos títulos), que levadas ao conhecimento do mercado podem provocar reacções menos desejadas por parte dos investidores e dos próprios accionistas. A este propósito, em França ocorreu um caso muito conhecido com a sociedade *Ciments Français*, em 1990, que originou uma

concorrencial e *antitrust*⁵, chamando a atenção para a importância do tema e a sua actualidade⁶.

Estas convenções podem, em certa medida, reconduzir-se aos acordos de aquisição de participação social com intuito de financiamento, quando o tipo preencha os elementos característicos dessa figura. Mas podem traduzir-se em realidades completamente distintas, razão pela qual optámos por lhe dedicar uma atenção particular e autonomizada.

intervenção da COB, aplicando uma sanção pecuniária ao Sr. Conso, presidente do conselho de administração da sociedade *Ciments Français*, por violação do dever de informação. Este caso deu origem ao aresto da *Cour d'Appel* de Paris de 6 de Abril de 1994, que pode ser lido em *Rev. Sociétés*, 1994, p. 735, com anotação de Jean-Louis MÉDUS. Depois desta decisão ficou claro que as promessas de recompra, em virtude de convenções de *portage*, devem ser evidenciadas pelos documentos contabilísticos das empresas, o que conduziu o *Conseil National de la Comptabilité* a emitir um aviso sobre o assunto (n.º 94-01, de 16 de Setembro). Vd., ainda, POLLAUD-DULIAN, Frédéric, "L'actionnaire dans les opérations de portage", Colóquio sobre "Qu'est-ce qu'un actionnaire?", in *Rev Sociétés*, 1999, n.º 4, p. 776 e LUCAS, François-Xavier, *Les Transferts Temporaires...*, *op. cit.*, p. 12.

As implicações sobre o direito do mercado de capitais podem ser inúmeras – podem relevar em matéria de actuação concertada, com efeitos sobre o regime de informação, lançamento de ofertas públicas, prática de crimes como abuso de informação privilegiada ou respeitante à intermediação financeira, só para apresentarmos alguns exemplos – mas trata-se de assuntos que não podemos desenvolver neste trabalho, por serem marginais ao tema, embora de grande relevância teórico-prática.

⁵ O Regulamento (CE) 139/2004 do Conselho, de 20 de Janeiro de 2004, relativo ao controlo das concentrações de empresas, que entrou em vigor em de 1 de Maio de 2004, também veio criar um regime de excepção para certas operações de aquisição de títulos, nomeadamente quando realizadas por certas instituições autorizadas a negociar em valores mobiliários por conta própria e de outrem, com carácter profissional, em que a detenção se apresenta com carácter temporário e sem influência determinante na condução dos destinos "concorrenciais da empresa", embora tenha associado o exercício de direitos próprios de sócios. Estas operações que, por norma, caíam no âmbito do art. 1.º do Regulamento, passam a ficar sujeitas ao art. 3.º, em especial ao seu n.º 5, conforme se pode verificar pela leitura do ponto 20 do preâmbulo e dos respectivos artigos.

Em termos de direito nacional, vigora a Lei 18/2003, de 11 de Junho, sobre concentrações, e o DL 10/2003, de 18 de Janeiro, e foi criada a Autoridade da Concorrência dotada de atribuições e competências neste domínio, quer internamente, quer em relação ao Direito Comunitário.

⁶ Em França surgiram as primeiras reacções jurisprudenciais em 1986, pelo TGI de Lille, no aresto de 28 de Outubro, in *Rev. Sociétés*, 1987, p. 600, com anotação de CLAUDE WITZ. Outras sentenças se seguiram em 1988: *T.com Nantes*, 1 de Julho de 1988, *ord. Réf.*

II. Pela convenção de *portage* alguém (*porteur*) adquire, com carácter temporário, participações sociais numa sociedade, por indicação de um ordenador, comprometendo-se a cedê-las, por preço superior ao valor da aquisição, predeterminado, numa data e nas condições indicadas pelo ordenador, em favor de outrem, que pode ser o próprio ordenador ou alguém por aquele indicado^{7/8}.

Como traços gerais característicos da convenção tem-se dito que é uma convenção celebrada por ocasião da ocorrência de operações de grande envergadura, em que o adquirente das participações sociais é uma instituição financeira, geralmente um banco⁹, e a aquisição é precedida de um estudo pormenorizado sobre a situação financeira do ordenador, no sentido de garantir que este reúne condições para readquirir a participação social cedida, sendo a convenção celebrada quando existe uma forte relação de confiança entre adquirente e ordenador e, em regra, reportando-se a acções (normalmente não cotadas em bolsa), preferencialmente relativas

⁷ POLLAUD-DULIAN, Frédéric, "L'actionnaire dans les opérations de portage", *op. cit.*, p. 765 e ss. A estrutura da convenção pode ser bilateral, triangular ou quadrangular: na primeira situação, o ordenador é simultaneamente alienante e futuro adquirente das participações; na segunda, o ordenador distingue-se do beneficiário da reacquirição das participações ou o alienante inicial distingue-se do ordenador; na última hipótese, ordenador, alienante e beneficiário são pessoas distintas. Em qualquer dos casos haverá sempre uma entidade que assume a posição de *porteur*.

⁸ As noções doutrinárias de *portage* propostas pela doutrina francesa, apresentadas por SOUMRANI, Patrick, *Le Portage...*, *op. cit.*, p. 2, são as seguintes: "On appelle *portage* la convention par laquelle une personne, le *porteur*, accepte, sur demande du donneur d'ordre, de se rendre actionnaire par acquisition ou souscription d'actions, étant expressément convenu que, après un certain délai, ces actions seront transférées à une personne désignée et à un prix fixé dès l'origine" (SCHMIDT, Dominique); "Une convention par laquelle le *porteur* (qui est généralement un établissement de crédit ou une filiale spécialisée) souscrit ou acquiert des actions pour le compte d'un associé ou d'un tiers, que l'on appelle le « donneur d'ordre », et se fait promettre par ce dernier que ces actions lui seront rachetées au terme d'une période déterminée selon des modalités (et notamment pour un prix) fixées dès l'origine" (Jean-Pierre BERTREL e Michel JEANTIN).

⁹ Neste sentido, aponta-se como característica a prestação de um serviço – SCHMIDT, Dominique, "Les opérations de portage de titres de sociétés", *Les Opérations Fiduciaires, Colloque de Luxembourg de 20 et 21 Septembre 1984* (dirigido por Claude WITZ), Feduci, LGDJ, Paris, 1985, p. 31 e ss. Normalmente a aquisição é realizada por uma sociedade dominada por um banco e não por este directamente. Alguns autores chegaram a definir a convenção através da intervenção duma instituição bancária, mas este elemento não é considerado necessário à qualificação da convenção – COURET, Alain, "Les conventions de portage", in *Eléments d'Ingénierie Sociétaire*, Presses Universitaires d'Aix-Marseille, 1994, p. 82.

a participações minoritárias, tendo a intervenção do *porteur* associada uma remuneração pelos serviços prestados¹⁰.

III. No que respeita ao conteúdo, as convenções regulam vários aspectos directamente relacionados com o exercício de direitos sociais, patrimoniais e administrativos, mas não existe um padrão único, pelo que é sempre em função de cada convenção que a análise se realiza.

Em regra, em matéria de direito de voto, inserem-se na convenção normas que disciplinam o modo do seu exercício por parte do *porteur* durante o período em que é titular das participações sociais, encontrando-se variantes desse exercício, que podem consistir em concertação de voto com o ordenador, respeito pelas orientações dadas por este ou autonomia no exercício do direito¹¹.

Ao nível da transmissibilidade das participações sociais adquiridas convencionam-se uma obrigação de não transmissão, por parte do *porteur*, em relação a quaisquer pessoas que não o beneficiário da convenção, nos termos e condições acordados – cláusula que é essencial à garantia de que a convenção pode ser cumprida na íntegra. Em regra, acorda-se que a intransmissibilidade se estende às participações sociais que o *porteur* adquira, na pendência da convenção, nomeadamente por atribuições gratuitas de participações (por via de incorporação de reservas com criação de novas participações) ou por exercício do direito de subscrição preferencial, excepto havendo acordo prévio do ordenador¹².

¹⁰ LUCAS, François-Xavier, *Les Transferts Temporaires...*, *op. cit.*, p. 73, nota 229, quando ocorre dentro de um mesmo grupo de sociedades, conforme posição também defendida por Patrick SOUMRANI, que aquele A. aceita até porque defende a integração do *portage* no quadro de operações de financiamento e serviços complexos, em que a remuneração pode advir de outros serviços prestados ou a prestar (p. 74).

¹¹ TREILLE, Brigitte, "Les conventions de portage", in *Rev. Sociétés*, 1997, n.º 4, p. 764, referindo-se ao aresto do TGI de Lille de 28 de Outubro de 1986, em que se reconhece que o *porteur* adquire as participações sociais, não para se comportar como sócio, mas para prestar um serviço ao ordenador, pelo que o exercício do direito de voto é realizado segundo as indicações deste. Na verdade estar-se-á perante uma convenção de voto, que vincula os intervenientes, mas não é oponível à sociedade, pelo que em caso de violação não se pode invocar a convenção como fundamento de impugnação da deliberação social, mas tão só exigir do infractor uma indemnização pelo prejuízo causado pela violação do compromisso assumido.

Esta autora já havia escrito sobre as convenções de *portage* em 1989, no estudo intitulado "Les conventions de portage", fasc. 2408 (1989), in *Droit des Entreprises. Sociétés*, vol. III, Ed. Techniques du Juris-Classeur, Paris, 1995.

¹² TREILLE, Brigitte, "Les conventions de portage", *op. cit.*, p. 769 e ss.: mas também nesta hipótese a obrigação de não transmitir não é oponível aos terceiros adquirentes

Ao nível do exercício dos direitos patrimoniais, como participação na distribuição de lucros, as cláusulas mais usuais atribuem os dividendos ao *porteur*, mas determinam que os montantes percebidos a este título sejam descontados no valor acordado previamente para a transmissão das participações em favor do beneficiário¹³. Por vezes, a remuneração do *porteur* consiste na percepção dos dividendos atribuídos às participações sociais adquiridas – que são, nestes casos, acções privilegiadas.

A convenção regula ainda aspectos como os prazos de exercício de opção de recompra ou revenda, preço, modo de pagamento e regime aplicável em casos de fusão, cisão, transformação, aumento de capital ou redução (v.g., por anulação¹⁴) e outras vicissitudes relativas à sociedade a que as participações sociais se reportam¹⁵.

2. Aplicações usuais da convenção

I. Um dos grandes interesses desta convenção reside na possibilidade de detenção temporária de participações sociais por um sujeito neutro em relação à sociedade a que se reportam as participações.

Por este facto, a convenção comporta diferentes aplicações, em particular sempre que existam motivos económicos, jurídicos ou sociais que justifiquem que alguém, por determinado lapso de tempo, tenha fundamentos e interesses em deixar de ser considerado sócio de certa sociedade.

(pelo menos aos que estejam de boa fé), pelo que a violação do acordo não inviabiliza a transmissão nem origina a sua invalidade, conferindo apenas ao ordenador o direito de ser indemnizado pelo incumprimento contratual.

¹³ É que o valor predefinido para a retrocessão já inclui todos os montantes que o *porteur* considera necessários para aceitar intervir na operação, incluindo a sua remuneração; como a atribuição de dividendos não é de carácter certo, quando há distribuição, o montante que vier a ser repartido é descontado ao valor da retrocessão. Pode até subtrair-se também o montante do juro que se determina que incida sobre os dividendos distribuídos.

Na falta de convenção sobre o regime aplicável aos dividendos, Patrick SOUMRANI defendeu que os mesmos pertencerão ao *porteur*, servindo como atenuação do risco que suporta com a celebração da convenção. Esta posição foi defendida, em França, na sequência da emissão de duas decisões judiciais: *TGI de Lille*, de 28/10/1986 e *T.Com. Nantes*, 1/7/1988. Já LUCAS, François-Xavier, *Les Transferts Temporaires...*, *op. cit.*, p. 64 considera que a atribuição dos dividendos ao *porteur* torna muito difícil distinguir o *portage* do capital de risco.

¹⁴ Em caso de anulação o risco de perda corre por conta do ordenador, nas suas relações com o *porteur*, devendo compensá-lo financeiramente.

¹⁵ SCHMIDT, Dominique, “Les opérations de portage...”, *op. cit.*, p. 44 e ss., que nos dá exemplos de cláusulas típicas.

II. Em resultado desta verificação, a prática bancária já propôs que se distinguíssem quatro tipos de convenções de *portage*¹⁶: *portage-garantia* – quando estamos perante um contrato de financiamento assistido de garantia real, constituída por meio de transmissão das acções para o credor, que as “retrocederá” logo que o acordo esteja cumprido na íntegra¹⁷; *portage-operação financeira* – quando estamos perante uma acção de preparação de uma entrada em bolsa, por exemplo, ou numa operação de tomada de controlo, funcionando o *portage* como medida preparatória, permitindo o anonimato do potencial-futuro sócio^{18/19}; *portage-transmissão* – em que se pretende regular, por exemplo, um problema sucessório; e *portage-*

¹⁶ SCHMIDT, Dominique, “Les opérations de portage...”, *op. cit.*, p. 29 e ss., apenas se reporta a três tipos de convenções habitualmente usadas, nada referindo quanto à denominada *portage-gestão*. Cf. COURET, Alain, “Les conventions de portage”, *op. cit.*, p. 84 e ss, para outra forma de identificação das situações a que a convenção mais se aplica.

¹⁷ No *portage-garantia* também poderemos estar perante situações correspondentes a aquisições de participações sociais com intuito de financiamento.

As grandes dúvidas que estes tipos de convenções suscitam prendem-se com a possível identificação de um pacto comissório associado ao financiamento, o que permite questionar a sua validade jurídica.

¹⁸ TREILLE, Brigitte, “Les conventions de portage”, *op. cit.*, p. 728. Nestes casos, a redacção da convenção tem que ser rodeada de certas cautelas, nomeadamente se a cessão de participações sociais depender do consentimento da sociedade a que se reportam as participações. Quando incidem sobre valores admitidos à negociação em bolsa as regras de transparência, informação e segurança bolsista são mais exigentes, apenas permitindo que se esteja a falar de “pequenas” participações sociais, pelo que é naturalmente mais provável que se trate de *portage-operação financeira*.

Do ponto de vista dos custos, uma tomada de controlo através do *portage* torna-se menos dispendiosa se se tratar de aquisição temporária de curto prazo. E para funcionar bem deve consistir numa entrada no capital por via de um aumento de capital aprovado em benefício do *porteur*, com exclusão do direito de preferência dos sócios na subscrição e aquisição das novas participações sociais (embora a celeridade que uma tomada de decisão deste tipo exige seja por vezes difícil de obter, num contexto de OPA hostil, pois tratar-se-á de decisão da assembleia geral – convém recordar que as ordens jurídicas mais avançadas contêm normas que proíbem a adopção de actos societários através do órgão de administração quando a sociedade é visada por oferta pública, como sucede com o art. 182.º do Cód.VM em Portugal).

Segundo SOUMRANI, Patrick, *Le Portage...*, *op. cit.*, p. 74 não se pode falar de *portage* nas situações em que falte a prestação do serviço, uma vez que este é elemento constitutivo da convenção. No mesmo sentido vai a posição de Dominique SCHMIDT que entende não existir *portage* nas alienações fiduciárias em garantia.

¹⁹ Em certo sentido, há grande proximidade com os serviços de intermediação financeira que consistem na celebração de acordos de tomada firme ou colocação de valores mobiliários com garantia; mas as motivações e interesses prosseguidos não são os mesmos.

-gestão – quando se trata de conferir a gestão de uma carteira de valores (mobiliários), por um período determinado.

Não obstante o exposto, uma das questões essenciais reside em apurar se o *portage* envolve ou não uma operação financeira, o que se verifica em função dos intervenientes envolvidos e do tipo de serviço por eles prestado.

Em geral, o *portage* permite não só encontrar os fundos necessários para uma operação como também os serviços associados à apreciação do projecto e às suas hipóteses de sucesso.

3. Estruturação técnico-jurídica

I. As convenções de *portage* utilizam preferencialmente a técnica de se estruturarem em acordos de venda associados a promessas unilaterais ou cruzadas de aquisição e venda.

Assim, nuns casos recorre-se às promessas unilaterais de compra, subscritas pelo ordenador e, noutros, a promessas unilaterais de venda, por parte do *porteur*; finalmente, também se recorre a promessas de compra e venda cruzadas, ou a vendas a termo²⁰.

A opção por uma das técnicas em prejuízo das demais depende dos interesses envolvidos e do “papel” desempenhado, no seio da convenção, por cada parte.

II. A promessa de reacquirição subscrita pelo ordenador é a técnica comumente mais utilizada²¹. Na verdade, a obrigação de readquirir as participações é um elemento essencial ao *portage*. Mas também é certo que o ordenador tem interesse em assegurar que o *porteur* lhe fará a transmissão das participações sociais e, por isso, nada mais natural do que estabelecer promessas cruzadas de compra e venda.

Na hipótese de venda a termo, o que tem sido referido é que a regra da “transferência” da propriedade por mero efeito do contrato não é obrigatória, podendo as partes convencionar que a transferência só ocorre na data do pagamento do preço ou noutra situação especificada. E, assim sendo, uma convenção de *portage* que não transfira a titularidade da participação social para o ordenador senão nas condições acordadas,

²⁰ A técnica utilizada tem normalmente associados efeitos fiscais, em termos de tributação das transmissões de valores mobiliários e mais-valias, e de carácter contabilístico.

²¹ TREILLE, Brigitte, “Les conventions de portage”, *op. cit.*, p. 739 e ss.

pode apresentar a vantagem de permitir ao *porteur* continuar a exercer junto da sociedade todos os direitos relativos à sua qualidade de sócio, segundo as orientações acordadas com o ordenador.

Também se encontram convenções de venda com pacto de retrocessão, mas isto apenas é possível quando o ordenador é o cedente inicial das participações sociais. Como desvantagem desta técnica aponta-se, no entanto, o facto de serem necessários dois actos de cessão, com os respectivos custos.

4. Distinção face a figuras afins

4.1. Venda com pacto de retrocessão e transmissão temporária de bens

I. Quer no *portage*, quer na venda com pacto de retrocessão há uma aquisição inicial, um compromisso recíproco de venda e reacquirição e a prévia fixação do preço de compra.

Em ambos os casos há remuneração para o adquirente-revendedor, mas aquelas têm naturezas distintas: no caso da venda com pacto de retrocessão, o adquirente recebe dividendos pagos e eventuais distribuições de acções gratuitas, exerce direitos de subscrição preferencial, sendo caso disso, e espera um lucro no momento da revenda; no *portage*, o adquirente recebe um juro *pro rata temporis* sobre o capital investido, do qual se deduzem os produtos financeiros recebidos durante o tempo que deteve as acções, pelo que, nesta hipótese, não há intuito especulativo sobre o preço na esperança de um lucro, mas uma remuneração por um serviço²².

Acresce ao exposto que, na venda com pacto de retrocessão, o adquirente se comporta como sócio, podendo exercer as prerrogativas próprias da qualidade detida, nomeadamente o voto em assembleia geral. No *portage*, o *porteur* coordena com o adquirente o modo do exercício dos direitos sociais.

II. O *portage* também se distingue das transmissões temporárias de bens²³, de qualquer espécie, nomeadamente de valores mobiliários, embora no seu seio exista uma transmissão temporária.

²² SCHMIDT, Dominique, "Les opérations de portage...", *op. cit.*, p. 40.

²³ Na qual se insere a *vente à réméré*, do direito francês. A hipótese de acordo de venda *à réméré*, i.e., venda à qual se associa um direito de resolução em benefício do vendedor, exercitável no prazo de 5 anos, mediante a opção de reacquirição, embora hipoteticamente admissível – segundo alguma doutrina francesa – quando o cedente inicial é também o

Porém, note-se que, nas transmissões temporárias permitidas por lei, existe um único negócio jurídico pelo qual se transmite a titularidade por um período determinado, enquanto no *portage* encontramos, ao invés, sempre dois negócios: um de aquisição pelo *porteur* e outro de alienação em favor do ordenador, sendo a função de detenção temporária da propriedade apenas um elemento do contrato, funcionalizado em atenção ao aspecto de prestação do serviço financeiro.

4.2. Alienação fiduciária, negócio simulado, empréstimo com garantia e operações de contrapartida

I. Na alienação fiduciária e no empréstimo com garantia real sobre os títulos, há algumas analogias com o *portage* na medida em que, em ambas as figuras, o *porteur* e o fiduciário se tornam proprietários dos títulos, que conservam até pagamento das somas que lhes são devidas, em valor de aquisição e juros, tendo que restituir os dividendos eventualmente distribuídos²⁴.

ordenador, parece ser incompatível com a configuração normal do *portage*, pois naquela o vendedor tem a faculdade de resolver a venda e nesta o ordenador compromete-se a readquirir as participações cedidas. Outras críticas apontadas, para o direito francês, por LUCAS, François-Xavier, *Les Transferts Temporaires...*, *op. cit.*, p. 201 e ss., são, por exemplo, o facto de a venda à *réméré* estar prevista no Código Civil para coisas, e não se poder transpor esse regime para o caso dos valores mobiliários sem o desvirtuar.

²⁴ A doutrina distingue a *fiducia cum amico* da *fiducia cum creditore*, de raiz romana, hoje em declínio e substituída por outras figuras como o *trust* ou o fideicomisso, que podem cumprir funções de confiança ou garantia, envolvendo a transmissão da titularidade para o fiduciário, e da qual resultam especiais deveres de diligência em função da finalidade para a qual foi constituída. Mas não se trata aqui da prestação de serviços, nomeadamente financeiros, sendo mais usual a função de garantia associada a um financiamento (em especial no *trust* ou alienação fiduciária). A *fiducia* (*Treuhand*) de modelo germânico com reconhecimento jurisprudencial, segundo SOUMRANI, Patrick, *Le Portage...*, *op. cit.*, p. 21, poderá ter estado na origem do *portage* em França. Para uma exposição sobre os tipos de *fiducia* e suas diferenças, cf. VASCONCELOS, Pedro Pais de, *Contratos Atípicos*, Almedina, Coimbra, 1995, p. 260 e ss. Este autor é favorável à admissibilidade de contratos atípicos de *fiducia*, mesmo que se reportem à transmissão de participações sociais. Também distingue claramente o problema da qualificação do contrato, como típico ou atípico, do problema da licitude. O contrato pode ser atípico e lícito, ou ilícito se violar preceitos imperativos, de ordem pública ou os bons costumes. Ao aceitar a transmissão de acções/participações sociais numa base fiduciária reconhece que os interessados pretendem, em regra, operar uma transmissão de titularidade, com os respectivos efeitos, que as partes pretendem que se produzam na plenitude, ficando sujeitos às condições acordadas no pacto de *fiducia*, o que permite distinguir este contrato

Mas na sua “causa” as operações são diversas: nas primeiras visa-se conferir uma garantia a um crédito, operando-se uma alienação fiduciária em garantia; no *portage* a “causa” consiste na prestação de um serviço, que não se esgota numa alienação fiduciária em garantia de re aquisição²⁵.

II. O *portage* também não se confunde com o negócio simulado, uma vez que neste não existe intenção de transferir a titularidade das participações²⁶.

O mesmo critério permite distinguir empréstimo com penhor de títulos e *portage*. Em regra, no *portage* não existe empréstimo porque o adquirente deposita imediatamente os fundos necessários à re aquisição. Mas mesmo que no *portage* não exista depósito dos fundos necessários à re aquisição, o mais relevante é a prestação do serviço pelo *porteur*, e não já a actuação financeira. Ainda que o *portage* envolva uma componente financeira, nem assim se aproxima do empréstimo, uma vez que os fundos são utilizados na aquisição dos títulos e não são entregues ao ordenador a título de empréstimo²⁷.

III. O *portage* distingue-se ainda dos empréstimos de títulos no âmbito de operações de contrapartida, pois estes apenas permitem a utilização dos valores mobiliários alheios, sem transmissão da titularidade, e envolvem uma operação de bolsa, que naquele não existe²⁸.

Porém, também existem autores que admitem que o *portage* possa ter uma componente de garantia, associada a operações bancárias e, por isso, afirmam que, assim sendo, terá de envolver um banco ou instituição de crédito, atendendo ao monopólio bancário criado pela lei (na generalidade dos países)²⁹.

dos acordos com simulação. O acordo fiduciário pode ter por fim diversos interesses, por exemplo, a boa gestão de conjuntos de bens.

Sobre os contratos de garantia financeira em Portugal, vd. o DL 105/2004, de 8 de Maio, relativo à alienação fiduciária em garantia, ao penhor financeiro e ao reporte (art. 2.º).

²⁵ SCHMIDT, Dominique, “Les opérations de portage...”, *op. cit.*, p. 41.

²⁶ FERNANDES, Luís Carvalho, *Teoria Geral do Direito Civil, II – Fontes, Conteúdo e Garantia da Relação Jurídica*, 3.ª ed. revista e aumentada, UCP Editora, Lisboa, 2001, p. 316 e ss., para distinção entre negócio fiduciário e simulado.

²⁷ SCHMIDT, Dominique, “Les opérations de portage...”, *op. cit.*, p. 42.

²⁸ LUCAS, François-Xavier, *Les Transferts Temporaires...*, *op. cit.*, p. 27 e ss.

²⁹ LUCAS, François-Xavier, *Les Transferts Temporaires...*, *op. cit.*, p. 263 e ss.; na p. 266 afirma que o *portage* pode ser realizado com fim de garantia, o que economicamente

O reporte bolsista consiste num acordo de venda a contado e compra a prazo, realizado por intermédio da bolsa de valores, com anonimato dos intervenientes, e finalidade especulativa ou de cobertura de risco. Trata-se de uma operação de bolsa a prazo, embora envolva uma venda com pagamento imediato, típica do mercado a contado. A liquidação da operação de bolsa a prazo pode ocorrer pela realização de uma operação inversa da inicial ou ser meramente financeira (por encontro de montantes diferenciais, em alternativa ao cumprimento do dever de reacquirição das participações sociais vendidas a contado e recompradas a prazo). O contrato é padronizado quanto ao objecto, prazo, modo de liquidação e seus elementos essenciais, o que não ocorre com a convenção de *portage*.

5. Riscos da convenção de *portage* à luz do Direito societário e do mercado de capitais

I. Quando se analisam os riscos associados a estas convenções está-se a indagar da possibilidade de através delas se conseguir realizar uma fraude à lei, evitando-se a sujeição ao cumprimento de normas imperativas, de forma intencional, através da criação de situações desviantes, que apenas se instituem com esse objectivo.

E, no caso em análise, as principais preocupações que têm sido objecto de discussão e análise prendem-se com a violação de disposições de Direito societário, civil e do mercado de valores mobiliários³⁰.

Quanto ao Direito societário, indaga-se se o *portage* constitui uma violação da proibição de pacto leonino, no que respeita à isenção de

equivale a um financiamento que não pode ser realizado com habitualidade por instituição não bancária, sob pena de ficar sujeito a sanções civis e penais.

Em França, através da Lei n.º 93/1444, de 31 de Dezembro, veio a regulamentar-se uma convenção denominada *pension*, que se aproxima grandemente do *portage*, mas tem por objecto apenas valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa e envolve necessariamente a intervenção de instituição financeira, aparecendo regulada como uma operação de mercado – cf. os elementos desta convenção em COURET, Alain, “Les conventions de *portage*”, *op. cit.*, p. 93 e ss.

³⁰ Acrescem as disposições sobre controlo de concentrações, em matéria de legislação nacional e comunitária sobre concorrência empresarial. A questão reside em saber se uma convenção de *portage* acarreta o risco de concentração empresarial para efeitos de autorização ou comunicação prévia às autoridades competentes.

Sempre que a operação envolva a circulação de capitais pode colocar-se ainda um problema de legislação cambial, tema que não abordaremos no nosso estudo, mas que deve ser analisado pelos intervenientes na convenção.

participação nas perdas sociais, problema que está associado à questão prévia de saber se o *porteur* é accionista³¹.

Mas também pode suceder que com a convenção se pretenda dar cobertura a um empréstimo concedido pelo *porteur* ao ordenador, em que a garantia de reembolso e remuneração consiste na própria transferência da titularidade das participações sociais, que serão retrocedidas na data da liquidação do financiamento, com possível desvio às regras jurídicas relativas à constituição de garantias e com instituição, na prática, de pacto comissório, proibido pela lei, em geral, salvo no âmbito dos contratos de garantia financeira³².

Ao nível das regras de funcionamento do mercado de capitais, já se considerou que a emissão de *bons de subscription* em favor de um *porteur*, que exerce a opção de subscrição em período de oferta pública de aquisição, constitui uma forma de conduzir à diluição do capital social, funcionando como meio de defesa anti-opa, o que permite discutir a sua conformidade com o regime legal³³.

Também em termos fiscais podem surgir dúvidas sobre o cumprimento da lei, o que nem sempre se afigura tarefa fácil de identificar pela natureza secreta de muitas destas convenções³⁴.

³¹ POLLAUD-DULIAN, Frédéric, "L'actionnaire dans les opérations de portage", *op. cit.*, p. 765 e ss. Este autor defende que sim, mas é um accionista temporário (p. 766 e ss.).

³² TREILLE, Brigitte, "Les conventions de portage", *op. cit.*, p. 745: em França foram já objecto de decisões judiciais várias situações deste tipo, conforme jurisprudência citada, nomeadamente nas notas 66 e 67. LUCAS, François-Xavier, *Les Transferts Temporaires...*, *op. cit.*, p. 259 e ss., à luz do direito francês, considera que se consagra a proibição de pacto comissório também para as transmissões de créditos em garantia, excepto nos casos especialmente previsto na lei, por força do disposto nos arts. 2078, al. 2 do *Code Civil* e art. 93.º, al. 4 do *Code de Commerce* (versão anterior).

³³ TREILLE, Brigitte, "Les conventions de portage", *op. cit.*, p. 746: em França, a COB considerou já que este procedimento não está conforme à lei porque se traduz, de forma directa ou indirecta, num modo de a sociedade emitente subscrever as suas próprias acções, em virtude da "falta de independência" a que se encontra vinculado o *porteur* para com ela, infringindo o disposto no art. 217.º da Lei de 1966, actualmente correspondente ao art. L.225-206 do *Code de Commerce*. Cf., também, a bibliografia citada nesta obra, na nota 68 e 69. Para além desse aspecto, muitas destas convenções estão associadas a situações de ilícito criminal em termos de abuso de informação privilegiada.

³⁴ TREILLE, Brigitte, "Les conventions de portage", *op. cit.*, p. 749: as grandes questões prendem-se com o valor da transmissão das participações sociais em termos de se poder estar perante liberalidades em benefício do *porteur* ou do ordenador. Um exemplo de procura de vantagens fiscais com recurso à convenção de *portage* encontra-se em SOUMRANI, Patrick, *Le Portage...*, *op. cit.*, p. 303, para o ordenamento francês, onde o

Considerando que este tema faz parte integrante do estudo a que nos dedicámos na nossa dissertação de doutoramento subordinada ao tema “Participação nos lucros e nas perdas na sociedades anónimas”, vamos cingir-nos à análise dos riscos de fraude à lei da convenção associados à participação nos lucros e perdas sociais, à luz do Direito societário, *tout court*.

5.1. Convenção de portage e affectio societatis

I. Ao instituir-se uma situação de aquisição temporária de participações sociais em benefício do *porteur*, associada à garantia de retrocessão das participações em data predeterminada e com preço fixo, em montante que assegura ao *porteur* a alienação com total recuperação dos montantes despendidos e com a remuneração da sua intervenção, está a criar-se uma situação em que se constitui o *porteur* como detentor de participação social, isento dos riscos inerentes à qualidade de sócio, nomeadamente do risco de perda dos montantes investidos em consequência de situações que afectem a viabilidade da empresa, *maxime* em casos de insolvência ou liquidação da sociedade.

Nestes casos, a doutrina e jurisprudência questionam se o *porteur* é sócio e está imbuído de *affectio societatis* ou se apenas aparenta ser sócio, mas não compartilha do espírito próprio inerente à detenção dessa qualidade³⁵.

Independentemente da noção que se adopte de *affectio societatis*, em geral aceita-se que um dos seus aspectos fundamentais reside na participação voluntária na condução dos negócios sociais em situação

art. 160.º do *Code Général des Impôts* isentava de imposto as mais-valias de cessões realizadas pelos particulares que detivessem menos de 25% do capital duma sociedade.

³⁵ POLLAUD-DULIAN, Frédéric, “L’actionnaire dans les opérations de portage”, *op. cit.*, p. 771, apenas pretende prestar um serviço do qual espera ser remunerado, pelo que fixa a data em que deixará de ter a qualidade de sócio (temporário). Este autor entende que o conceito de *affectio societatis* deve ser relativizado quando se reporta ao *porteur*, porque logicamente está condicionado pelo carácter de accionista temporário e pelo serviço que se comprometeu a prestar de boa fé e segundo as instruções e interesses do ordenador. Mas, nem por isso, ele é menos accionista do que os outros sócios (p. 771 e ss.). Não existe na detenção da qualidade de accionista simulação e durante o prazo determinado na convenção ele comporta-se como verdadeiro sócio que é. Cf. SOUMRANI, Patrick, *Le Portage...*, *op. cit.*, p. 405 e ss.; LUCAS, François-Xavier, *Les Transferts Temporaires...*, *op. cit.*, p. 97 e ss., p. 101 e ss. e, em especial, p. 190, para quem, no *portage*, existe um *affectio financialis*, que se traduz no interesse pelo valor patrimonial dos títulos e ausência de interesses pelas prerrogativas extra-patrimoniais.

de igualdade e com poder de controlo, com ausência de vínculos de subordinação e em convergência de interesses, pelo que se verifica que o seu conteúdo é muito variável e a sua importância tende a reduzir-se no Direito societário hodierno³⁶.

II. As dúvidas que a este nível se suscitam em relação à convenção de *portage* podem conduzir a que se conclua que o *porteur* apenas pretende prestar um serviço ao ordenador, ou beneficiar de uma garantia associada a um financiamento, não tendo qualquer intenção de se comportar como sócio da participada. Mas, como salienta BRIGITTE TREILLE, porque se questiona a intenção do *porteur* de se comportar como sócio, apontando-se-lhe o facto de actuar com passividade no que respeita ao exercício dos direitos que integram a participação social, com excepção, em regra, da participação na distribuição dos dividendos, e não se suscita a mesma dúvida em relação a todos os demais accionistas que primam pela abstenção e ausência de participação em tudo o que respeita à vida social, excepção feita à retribuição do investimento? Vista a questão por este prisma, haverá grande diferença entre as situações?

Procurando responder a estas questões, já se aduziu que o *portage* não se reporta às relações sociais no âmbito da sociedade, mas tão-só a aspectos extra-sociais, que relevam na relação entre ordenador e *porteur*, raciocínio que permite ultrapassar as dúvidas de conformidade do *portage* à lei.

Também já se procurou excluir o *portage* do âmbito do Direito societário apelando à distinção entre duas categorias de accionistas: os que se comportam como sócios, maioritários ou minoritários, e os que se comportam como investidores, apenas interessados na rentabilização do investimento³⁷.

³⁶ TREILLE, Brigitte, "Les conventions de portage", *op. cit.*, p. 751. No entanto, em França, a jurisprudência continua a afirmar que se trata de um requisito essencial ao contrato de sociedade, sob pena de a sociedade ser fictícia, ou de a cessão da participação social sem *affectio societatis* correr o risco de ser anulada. A ser efectuada uma transposição desta interpretação para a convenção de *portage* já se vê o risco de a mesma ser considerada inválida em caso de falta de *affectio societatis* do *porteur*.

Pode questionar-se, no entanto, se em Portugal a lei exige a *affectio societatis* como requisito para a aquisição de participação social, *maxime* na sociedade anónima cotada.

³⁷ É esta a tese de LUCAS, François-Xavier, *Les Transferts Temporaires...*, *op. cit.*, p. 145 e ss. e p. 154 e ss., posição que o A. reconhece estar na base das teorias já defendidas por outros autores como Maurice COZIAN e Alain VIANDIER. Segundo François-Xavier LUCAS, o legislador francês já reconhece, em certo sentido, a diferenciação de posições, no

5.2. Convenção de portage e pacto leonino

1. Como já se explicou, pela convenção de *portage* o ordenador assume o compromisso de readquirir as participações sociais adquiridas pelo *porteur*, pagando um valor que cobre o montante despendido na aquisição, os encargos e a remuneração desejada pelo *porteur*, aceitando suportar o risco de desvalorização das participações retrocedidas.

Atendendo a esta característica do *portage* muitas linhas de exposição e análise têm sido escritas, discutindo a conformidade da convenção com a regra societária imperativa de proibição de pacto leonino, vigente em várias ordens jurídicas.

Se o acordo de reacquirição da participação social detida pelo *porteur* fosse considerado violação da proibição de pacto leonino, a consequência seria a da nulidade da cláusula e, porventura, da própria convenção³⁸.

A convenção leonina pode revestir o aspecto de isenção de participação nas perdas por parte do *porteur* (termos em que o problema é normalmente equacionado), ou uma exclusão de participação nos lucros (nos casos em que o *porteur* deve devolver os dividendos percebidos por força do desconto que se realiza no preço da retrocessão da participação social).

Em geral, o problema é reconduzido à separação das relações do *porteur* com o ordenador, face às relações do *porteur* com a sociedade.

âmbito da distinção entre as sociedades que fazem apelo ao investimento público face às que não recorrem a essa forma de financiamento. Nas primeiras é fundamental compreender que a legislação manifesta preocupação com a defesa do investidor como tal, numa perspectiva distinta do Direito societário tradicional, sem se ocupar com a integração do investidor no seio da sociedade como membro de uma corporação. Mas também esclarece que a defesa do investidor – associado ao contrato de investimento – não pode ser obtida com base na criação de normas jurídicas que aumentem a obrigatoriedade de prestação de informação sobre os acontecimentos da vida societária, a todo o custo, porque estes investidores não estão interessados na participação activa nessa mesma vida social. A direcção do legislador deve ser no sentido de criar e reforçar os poderes de autoridades de defesa de interesses públicos e de incentivo à criação e utilização de associações de defesa dos investidores, como consumidores qualificados pelo tipo de interesse que os envolve. Sobre estas distinções cf., ainda, p. 157 e ss., 167 e ss., 171 e ss., p. 174 e ss. e p. 185 e ss., concluindo que a relação entre as regras societárias e as de protecção do investidor é de especialidade, não se aplicando aquelas onde estas devem actuar. Mas o A. reconhece que, por vezes, no *portage* as prerrogativas políticas não são completamente indiferentes, podendo o *porteur* exercer direitos sociais, sob instrução do beneficiário.

³⁸ TREILLE, Brigitte, “Les conventions de portage”, *op. cit.*, p. 755, sintetizando a evolução que o tema teve, em França, quer em termos doutrinários, quer em termos de jurisprudência, destacando-se a oposição entre a concepção da *Chambre Commerciale da Cour de Cassation* e da 1.^a *Chambre Civile*.

Nestas não há qualquer isenção de participação nas perdas, comportando-se o *porteur* como qualquer accionista; já nas relações com o ordenador, e porque o que se pretende é a prestação de um serviço remunerado³⁹, a exclusão das perdas é um pressuposto essencial, perfeitamente compatível com o ordenamento jurídico privado⁴⁰.

II. Na doutrina francesa são vários os autores que abordam o problema na perspectiva do pacto leonino.

Supondo que o *portage* se situa no campo de aplicação do pacto leonino, Dominique SCHMIDT considera que há que verificar em que medida a fixação do preço de saída, pelo menos igual ao preço de aquisição, exonera o *porteur* de todos os riscos de ganhos e perdas⁴¹, facto que considera não ocorrer necessariamente atendendo a que, se no dia da recompra o valor das acções for superior ao preço acordado, o *porteur* suportará uma perda ou *lucrum cessans*. A convenção de *portage* integra em si uma álea e o *porteur* só está garantido contra um *damnum emergens* e não já contra o *lucrum cessans*. Mas mesmo que a convenção de *portage* comporte uma garantia de não responder ou suportar as perdas, ainda assim Dominique SCHMIDT não a considera contrária ao pacto leonino. O *portage* tem, segundo este A., a natureza de uma convenção complexa fiduciária de gestão que permite apreciar o equilíbrio e complementaridade das prestações recíprocas das partes e justificar, face aos outros sócios e sociedade, uma garantia de isenção de perdas sem contrapartida, o que em outras circunstâncias seria reprovável⁴².

Já François-Xavier LUCAS manifesta a sua discordância em face da posição da *Chambre Commerciale de la Cour de Cassation*, na sua posição restritiva sobre o âmbito das convenções leoninas, considerando que o *portage* é por natureza leonino, sem que seja imoral⁴³. O carácter leonino advém do facto de o *porteur* intervir na convenção com vista à

³⁹ A prestação deste serviço visa obter vantagens ou utilidades acordadas com o ordenador, com quem se estabelece uma relação de confiança particular, caracterizando a relação como *intuitus personae*. SOUMRANI, Patrick, *Le Portage...*, *op. cit.*, p. 449 e ss.

⁴⁰ SOUMRANI, Patrick, *Le Portage...*, *op. cit.*, p. 66, posição sufragada pelo Tribunal de Grande Instância de Lille na decisão de 28 de Outubro de 1986, seguida também pelo Tribunal de Comércio de Nantes, aresto de 1 de Julho de 1988.

⁴¹ SCHMIDT, Dominique, "Les opérations de portage...", *op. cit.*, p. 52 e ss.

⁴² SCHMIDT, Dominique, "Les opérations de portage...", *op. cit.*, p. 53.

⁴³ LUCAS, François-Xavier, *Les Transferts Temporaires...*, *op. cit.*, afirmação da p. 115 e nota 52.

prestação de um serviço, e não como aventureiro de um projecto societário. A sua isenção da participação nas perdas resulta claramente do acordo de revenda dos títulos detidos, por preço fixo, igual ao de aquisição, acrescido de um montante remuneratório do serviço prestado. Essa isenção opera mesmo no caso de liquidação da sociedade a que se reportam os títulos detidos, em virtude de a promessa de recompra ser realizada por outrem que não a própria sociedade. Mas também fica excluído da participação nos lucros que, mesmo na hipótese de serem distribuídos, não lhe serão atribuídos (com carácter definitivo) e, no caso de ficarem retidos, não operam um aumento do valor da participação social com reflexo no acordo de recompra previamente celebrado por preço fixo⁴⁴. Este A. contesta os argumentos de Dominique SCHMIDT, quando defende que no *portage* não há isenção de participação nas perdas, pois a não obtenção de um lucro esperado é uma forma de perda a que o *porteur* se sujeita ao convencionar a venda dos títulos por preço fixo (não podendo beneficiar do aumento de valor dos títulos entretanto ocorrido). Para François-Xavier LUCAS o argumento de Dominique SCHMIDT assenta num paradoxo, ao afirmar que não há isenção de participação nos lucros por existir garantia contra as perdas e que não há isenção da participação nas perdas porque existe exclusão da participação nos lucros, o que significa que o *porteur* quando celebra a convenção não sabe se daí resultará um efeito positivo ou negativo ao nível dos resultados.

Também François-Xavier LUCAS defende inequivocamente o carácter leonino da convenção e, consequentemente, a sua nulidade, por violação do Código Civil, não aceitando a argumentação fundada na remuneração do serviço prestado pelo *porteur* como móbil de validade do contrato^{45/46}.

⁴⁴ LUCAS, François-Xavier, *Les Transferts Temporaires...*, op. cit., p. 116.

⁴⁵ LUCAS, François-Xavier, *Les Transferts Temporaires...*, op. cit., p. 122, aceita como válidas as convenções de transmissão temporária da titularidade que não sejam celebradas entre sócios de uma sociedade, como acontece por exemplo com o seguro de participação social contra perdas prestado por um terceiro. Este argumento serve ao A. para legitimar o *portage* entre um sócio que transmite todas as acções detidas ao *porteur*, perdendo em virtude do acordo a qualidade de sócio. O A. não desenvolve o seu raciocínio em termos de se saber o que sucede se entretanto o antigo sócio, na pendência da convenção de *portage*, adquirir novas acções e, por isso, retomar a qualidade de accionista. Esta reacquirição terá consequências sobre a validade ou eficácia do *portage*?

⁴⁶ Os motivos desta posição aproximam-se dos expostos sobre a falta de *affectio societatis*. As soluções propostas também são idênticas, nomeadamente quanto à criação de legislação de enquadramento do *portage* no âmbito da *fiducia*, com adequado regime legal.

5.3. *Convenção de portage e proibição de pagamento de juros aos sócios*

I. As legislações societárias modernas contêm normas de proibição de pagamento de retribuição fixa aos sócios, no sentido de retribuições que não estão dependentes da obtenção de lucros sociais. Assim também acontece com o art. 21.º, n.º 2, do CSC.

II. Partindo de proibições deste género, conhecendo já a estrutura e cláusulas típicas da convenção de *portage*, alguma doutrina estrangeira indagou da sua conformidade com a prescrição legal, mas cedo se apercebeu que se tratava de uma falsa questão, uma vez que as estipulações contratuais de determinação do preço de venda das participações do *porteur* para o ordenador, pelo modelo de promessas cruzadas de compra e venda, com predeterminação de preço e data, não se inserem nem têm repercussões ao nível societário, mas tão-só nas relações entre as partes da convenção: são elas que assumem o compromisso e é o seu património que responde pelo cumprimento do acordado, não existindo nenhuma norma legal que impeça esta estipulação mesmo que ambos os contraentes sejam sócios da sociedade a que se reportam as participações em causa⁴⁷.

5.4. *Convenção de portage e mercado de capitais*

I. A convenção de *portage* pode ser utilizada em situações em que se pretende esconder a titularidade efectiva de valores mobiliários, muito em particular de acções de sociedades cotadas, como forma de obviar ao cumprimento de disposições legais e regulamentares relativas ao mercado de capitais.

II. Não desconhecendo o fenómeno, os legisladores (em Portugal e em outros países, como França, Itália, Espanha) criaram regras de divulgação da convenção quando tenham por objecto valores admitidos à negociação em bolsa de valores. Cite-se, a este título, as regras relativas à imputação dos direitos de voto em caso de obrigatoriedade de lançamento de OPA, matéria que aparece prevista no Cód.VM (art. 16.º e 187.º).

A percepção dos efeitos da convenção de *portage*, com estas implicações, parece traduzir um reconhecimento legal, implícito, da falta de *affectio societatis* do *porteur*, muito embora a titularidade dos valores mobiliários lhe pertença, durante o prazo acordado na convenção, e se possam comportar como verdadeiros accionistas.

⁴⁷ SOUMRANI, Patrick, *Le Portage...*, *op. cit.*, p. 488 e ss., para a ordem jurídica francesa, perfeitamente susceptível de ser transposta para a portuguesa.

6. Convenção de *portage* na jurisprudência estrangeira

1. Em França, país onde o tema da convenção de *portage* tem tido grande importância prática e merecido especial atenção dos investigadores, vários foram os “casos famosos” que estiveram na base da intensa produção doutrinal e jurisprudencial.

Um dos casos foi o que envolveu a sociedade *Nouvelles Galeries*. No início do ano 1991, o capital da sociedade *Nouvelles Galeries* era detido por três grandes grupos: o das Galerias *Lafayette*, o *Proventus* e o *Devanlay*. Em Abril de 1991, o grupo *Lafayette* adquire os títulos detidos pelo grupo *Proventus*, informando o Conselho das Bolsas de Valores da aquisição realizada, e pede dispensa da obrigação de lançar uma OPA em virtude de, com a aquisição em causa, ter ultrapassado o limite de 1/3 dos direitos de voto sobre a *Nouvelles Galeries*. Para justificar o pedido de dispensa, invoca vários argumentos, desde o facto de a situação de controlo maioritário pelos restantes accionistas já ser uma realidade, em função da sua actuação concertada. No mesmo dia, o grupo *Lafayette* envia também uma convenção celebrada entre si e o *Crédit Commercial de France*, pelo qual este se obriga a adquirir o remanescente da participação do grupo *Proventus* no capital da *Nouvelles Galeries* “en vue de son reclassement auprès d’investisseurs que ne soient pas susceptibles de perturber l’équilibre actuel de l’actionnariat de la société”⁴⁸. Com o acordo realizado, o grupo *Lafayette* pretendia manter o equilíbrio de forças dentro da sociedade, fazendo apenas uma tomada de participação temporária⁴⁹.

O caso foi submetido à apreciação da *Cour d’Appel de Paris*⁵⁰, em recurso. Este tribunal não qualificou o negócio como *convention de portage*, mas adoptou um raciocínio que conduziu a esse mesmo resultado,

⁴⁸ TREILLE, Brigitte, “Les conventions de portage”, *op. cit.*, p. 730 e ss..

⁴⁹ Por isso, o acordo previa que o *Crédit Commercial de France*, no prazo de seis meses, procedesse à transmissão das participações adquiridas, em conjugação com o grupo *Lafayette* na escolha dos cessionários; no acordo também se previa que o grupo *Lafayette* tivesse um direito de preferência nessa aquisição, que o banco lhe aceitou atribuir. Em contrapartida o banco tinha assegurada a protecção contra riscos de depreciação das acções, uma vez que o grupo *Lafayette* assumiu o compromisso de “suportar” as diferenças negativas de valor que se apurassem existir na data das cessões, em função do valor destas e do valor acordado e garantido pelo grupo em causa.

⁵⁰ CA Paris, 1.^a ch., sect CBV, 24 juin 1991: Bull. Joly, 1991, p. 806 com anotação de Alain VIANDIER, “Compétence du juge judiciaire en matière de recours contre certaines décisions du CBV”, in Bull. Joly, 1991, p.771 e ss., *apud* TREILLE, Brigitte, “Les conventions de portage”, *op. cit.*

tendo aceitado, com naturalidade, a garantia de “preço” em benefício do banco, como forma de remuneração da sua intervenção numa situação de detenção temporária de participação social⁵¹.

Também no acórdão da Cassação Civil de 29 de Outubro de 1990⁵² se analisou a questão de saber em que medida se pode limitar a participação de um sócio nas perdas. A questão consistia em saber se uma promessa de compra (extra-estatutária) de participação social por um preço mínimo garantido configurava uma violação da proibição de pacto leonino, na perspectiva de exclusão da participação do sócio das perdas⁵³. No caso em apreciação, existia uma convenção de *portage d'actions* em que um estabelecimento de crédito adquiriu uma participação social no capital de uma sociedade por conta de um ordenador, em determinadas condições de prazo e preço.

Face à divisão existente no seio da jurisprudência, a Câmara Civil da *Cour de Cassation* tomou partido pela posição mais severa, defendendo a sua contrariedade ao art. 1844.º-1, al. 2, do *Code Civil*^{54/55}.

Já na decisão de 24 de Maio de 1994⁵⁶, a Câmara Comercial da *Cour de Cassation* tomou uma posição firme sobre a validade das convenções

⁵¹ TREILLE, Brigitte, “Les conventions de portage”, fasc. 2408, *op. cit.*, p. 8 e s., resume outras decisões judiciais que marcaram a jurisprudência francesa. Cf., ainda, GUILLEMIN, Patrick, “Les promesses unilaterales d'achat et de vente en matière de cession de droits sociaux”, in *Dr. Sociétés*, 1989, n.º 3, Chron. p. 3 e ss.

⁵² In *Bull. Joly*, 1990, p. 1052 com notas de Paul Le CANNU.

⁵³ RIPERT, George/ ROBLOT, René/ GERMAIN, Michel, *Traité Élémentaire de Droit Commerciale*, Tomo I, 17^{ème} ed., LGDJ, Paris, 1998 (a cargo de Michel Germain /Louis Vogel), p. 33 e ss. e JUGLART, Michel / IPPOLITO, Benjamim, *Les Sociétés Commerciales, Cours de Droit Commercial*, vol. II, 2^{ème} ed. (refundida por DUPICHOT), Montchrestien, Paris, 1999, p. 68.

⁵⁴ Para alguns tribunais estas convenções podem conduzir ao resultado de exonerar os beneficiários de todas as perdas; segundo outros, como a *Cour de Cassation* (Câmara Comercial, 10/1/1989), nas promessas de aquisição de acções por preço determinado, o objectivo das partes é assegurar a transmissão dos direitos sociais nas condições convencionadas e não afectar a participação nos lucros e perdas, pelo que se aceita a sua validade. Vd. RIPERT, George/ ROBLOT, René/ GERMAIN, Michel, *Traité de Droit Commerciale*, *op. cit.*, p. 639 ; JUGLART, Michel / IPPOLITO, Benjamim, *Les Sociétés Commerciales*, ..., *op. cit.*, p. 69, nota de rodapé; TREILLE, Brigitte, “Les conventions de portage”, *op. cit.*, p. 755 e ss.

⁵⁵ Outra decisão que realizou uma interpretação restritiva foi a 16.12.1992. Vd. TREILLE, Brigitte, “Les conventions de portage”, *op. cit.*, p. 760 e ss., com indicação de jurisprudência neste sentido. No estudo da autora “Les conventions de portage”, fasc. 2408, *op. cit.*, p. 9, analisam-se as decisões de 22/7/1986 e 7/4/1989.

⁵⁶ In *Revue de Droit Bancaire et Bourse*, 1994, p. 176, anotada por Michel GERMAIN e FRISON-ROCHE, também citada por TREILLE, Brigitte, “Les conventions de portage”,

de *portage*, cassando a decisão da *Cour d'Appel*, que havia considerado inválida a promessa de compra ínsita numa convenção, por entender que o seu único objectivo consistia em garantir ao beneficiário da promessa que não corria qualquer risco relativo ao empreendimento societário. Na argumentação expendida, a Cassação considerou que o tribunal inferior não teve em consideração “a coerência da operação”, confundindo as relações sociais com as relações entre os beneficiários e o promitente adquirente (ordenador); a exclusão da participação nos lucros e perdas pretendida pelas partes apenas relevaria, para a Cassação, na perspectiva extra-social, não afectando as relações entre os sócios e não colocando em causa a organização estatutária.

II. Analisadas que estão várias decisões judiciais, verifica-se uma divergência ao nível das posições adoptadas em França, onde a Câmara Comercial da Cassação opta por uma posição mais flexível e interpreta as cláusulas de isenção de participação em perdas e lucros, no seio de uma convenção complexa, com objectivos *sui generis*, destacando o seu alheamento face aos estatutos da sociedade visada e às relações entre *porteur* e restantes sócios ou sociedade, para concluir que, tratando-se de acordo extra-social, não lhe é aplicável a regra da proibição de pacto leonino, excepto se se apurar que existe uma situação inequívoca de fraude à lei. Nestes termos, defende que a convenção tem uma causa própria, que não se reconduz a violações do pacto social ou do regime societário, e que o acordo de recompra se encontra justificado dentro da “economia da convenção”⁵⁷.

Por sua vez, a primeira Câmara Civil da Cassação adopta, ao invés, uma posição restritiva, considerando existir pacto leonino em qualquer situação de isenção na participação nos lucros e perdas, independentemente do

op. cit., p.758 e ss.: “la convention de portage ne dispense pas le *porteur* de participer, au regard de l'ensemble des associés, au passif social, par exemple, en cas de liquidation de la société, mais lui garantit au dénouement de l'opération, le remboursement (au minimum) de sa mise sociale. Durant l'opération de portage, le *porteur* perçoit bien en qualité d'associé les dividendes distribués par la société, même si lors du rachat des titres, ces sommes viennent en déduction du prix de rachat ou font l'objet d'une restitution”.

⁵⁷ SCHMIDT, Dominique, “Les opérations de portage...”, *op. cit.*, p. 33 afirma : “... De là, il résulte en premier lieu que le *porteur* ne court pas le risque de perte que subit l'actionnaire, puisque le prix de sortie, au moins égal au capital immobilisé, lui est assuré ; en second lieu, que le *porteur* ne partage pas la chance de gain qui motive tout actionnaire, puisque le produits financiers qu'il percevra s'imputent sur sa rémunération....”.

suporte ou forma escolhida para se consagrar um regime contrário à lei⁵⁸, ficando abrangidas as convenções entre sócios, com ou sem implicações nas suas relações com a sociedade, e as relações de sócios com terceiros, incluindo as convenções de *portage*.

Estas divergências permitem também marcar a diferença entre dois períodos de aplicação jurisprudencial: o primeiro até ao início dos anos 80 do séc. XX, e o segundo a partir de 1982, com a decisão da Câmara Comercial da *Cour de Cassation*, de 15 de Junho⁵⁹.

7. Qualificação jurídica da convenção de *portage*

I. Ao nível da qualificação da convenção, as primeiras opiniões formuladas pela doutrina colocavam o assento tónico no serviço financeiro prestado por um intermediário, pelo que se qualificava o acordo como envolvendo um empréstimo dotado de garantia, através da cessão dos títulos. Por esta via se obviava a que se pudesse identificar um acordo leonino no acordo de recompra com preço fixo, com isenção de participação nas perdas sociais^{60/61}.

⁵⁸ Destacam-se como modelos as decisões no caso *Kamami* de 22 de Julho de 1986 e no caso *Affaire Levêque-Houist*, com decisões em 1987, 1990 e 1992, citados por SOUMRANI, Patrick, *Le Portage...*, *op. cit.*, p. 464 e ss. Neste último caso, a doutrina veio a destacar o carácter facultativo da opção de (re)compra, considerando que ao não ser obrigatória não se estaria perante uma convenção de *portage*. O carácter facultativo evidencia a faculdade de se exonerar das perdas, em caso de desvalorização dos títulos, e a de beneficiar dos lucros, se houver valorização. Mas alguma doutrina chama a atenção para o facto de as perdas consideradas, nas decisões analisadas, serem perdas do sócio (porque o valor dos títulos diminuiu) e não perdas da sociedade. Ora, assim sendo, não pode haver lugar à aplicação do pacto leonino, pois este reporta-se às perdas sociais e não às individuais. A convenção será leonina quando isentar o sócio das perdas sociais, se a forma de isenção passar pelo património social.

⁵⁹ Em praticamente todas as decisões referidas se analisa a conformidade à lei das cláusulas das convenções de reacquirição de acções cedidas por preço predeterminado. Para esta evolução cf., ainda, SOUMRANI, Patrick, *Le Portage...*, *op. cit.*, p. 454 e ss. A viragem ocorreu com a emissão de cinco decisões judiciais: decisão *Lamesre*, de 15 de Junho de 1982; decisão *Bowater* de 20 de Maio de 1986; decisão *Jallet* de 10 de Janeiro de 1989; decisão *GO International* de 19 de Maio de 1992 e a decisão *SDBO* de 24 de Maio de 1994.

⁶⁰ Assim, cf. as considerações de VIANDIER, Alain/ JEANTIN, Michel, "Commentaire du jugement TGI 28 oct 1986", in *RD Bancaire et Bourse*, 1987, p. 56. SCHMIDT, Dominique, "Les opérations de portage...", *op. cit.*, p. 46 também expressa opinião no sentido de o *porteur* não ter qualquer intenção de correr o risco próprio dos accionistas.

⁶¹ SCHMIDT, Dominique, "Les opérations de portage...", *op. cit.*, p. 33 : no *portage*-serviço de discrição não há serviço financeiro porque o ordenador entrega imediatamente

Outros autores preferiram identificar na convenção a tomada de participação social com duração temporal limitada (CLAUDE WITZ e FRANÇOIS-XAVIER LUCAS).

No sentido de qualificar a convenção como *sui generis* pronunciou-se BRIGITTE TREILLE, por não se enquadrar em nenhuma figura juridicamente pré-delimitada, seja a transmissão temporária ou o acordo fiduciário, atendendo à complexidade envolvida pela convenção⁶². BERTREL e JEANTIN são adeptos da qualificação do *portage* como uma técnica original que se insere na categoria das operações fiduciárias⁶³.

A qualificação como “convenção de organização” recolhe muitos adeptos no Direito comparado⁶⁴, na medida em que, independentemente da sua estrutura e morfologia, se trata sempre de organizar a aquisição de acções pelo *porteur* e a sua cessão posterior em favor do ordenador ou de terceiro, regulando-se as relações entre as partes durante o período de detenção das participações⁶⁵.

II. Para destacar a sua autonomia, a doutrina salienta as diferenças que o *portage* apresenta face a figuras afins, como a *vente à réméré*, o reporte bolsista sobre participações sociais, a *fiducia*, a venda simulada, a propriedade temporária e o empréstimo de valores mobiliários no âmbito de operações de contrapartida.

Para o efeito, destaca-se que, em muitas destas figuras afins, existe como no *portage* uma dupla transferência real da titularidade, compromissos mútuos de venda e compra, mas, sobretudo, acentua-se a função do *portage* de prestação de um serviço financeiro, que não existe nos outros casos, funcionando a detenção das participações sociais como um elemento acessório a tal finalidade⁶⁶.

ao *porteur* os fundos necessários à reacquirição das acções, fundos esses que ficam bloqueados até à reunião de todas as condições acordadas.

⁶² TREILLE, Brigitte, “Les conventions de portage”, *op. cit.*, p. 721 e ss.

⁶³ JEANTIN, Michel/ BERTREL, Jean-Pierre, “Le portage d’actions”, in *RJDA*, 1991, n.º 10, p. 686.

⁶⁴ MOUSSERON, Jean- Marie, “Le devenir des conventions de portage”, in *RD Bancaire et bourse*, 1991, p. 131.

⁶⁵ Em termos de conteúdo regulam-se quer as condições de aquisição e venda, quer as relações entre *porteur* e sociedade visada, durante o período da detenção. Mas no que respeita a este aspecto as convenções são muito variáveis, podendo regular minuciosamente aspectos como a participação na vida social ou apenas questões do tipo participação nos dividendos durante o período de duração do *portage*.

⁶⁶ SOUMRANI, Patrick, *Le Portage...*, *op. cit.*, p. 3 e ss.

8. Considerações finais sobre a convenção de *portage*

I. A análise realizada sobre os contornos, factores de sucesso, aplicações habituais e riscos associados à celebração da convenção de *portage*, tal como a questão da sua compatibilidade com o Direito societário vigente, enquanto acordo inominado e não especificamente regulado pelo legislador português, suscitam-nos várias inquietações⁶⁷.

Desde logo, cumpre referir que a recusa da sua admissibilidade por violação da proibição de pacto leonino nos parece uma posição inadequada, se não mesmo juridicamente incorrecta, do ponto de vista dos interesses práticos a que o Direito deve dar cobertura.

II. A prática da celebração de acordos de aquisição de valores mobiliários – em particular de acções – com finalidades específicas, não associadas à detenção e exercício de direitos característicos dos accionistas, não se apresenta como realidade desconhecida, nem totalmente deixada ao critério dos interessados.

Num primeiro plano, podem reproduzir-se aqui as considerações feitas sobre o financiamento atípico, na perspectiva do Direito bancário. Assim, poder-se-ia admitir a integração de algumas espécies de convenções de *portage* no domínio dos contratos bancários, sujeitando a instituição de crédito interveniente às limitações e regras impostas pelo Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, ficando por solucionar a questão de saber como compatibilizar o regime bancário e o do mercado de capitais.

Assim, quanto ao domínio do mercado de capitais, nele encontramos, nomeadamente, os acordos de tomada firme de acções (actualmente integrados dentro dos contratos de colocação)⁶⁸. Ora, nestes acordos, aplicáveis em sede de aumento de capital ou introdução de uma sociedade em bolsa, ocorre sempre uma aquisição temporária das acções em causa, ficando estabelecidos os termos da sua (re)transmissão em favor

⁶⁷ Em Portugal, podemos já encontrar uma referência sucinta às *convenções de portage* em ANTUNES, José Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 516, nota 1000, que as integra no âmbito dos contratos bancários, como um contrato de financiamento do cliente por um banco, em que este disponibiliza serviços ou operações financeiras, sem entrega de moeda, acrescentando que é um contrato inominado, multifacetado, que surge como modalidade operacional de financiamento bancário, de mútuo com garantia real ou até de intermediação financeira.

⁶⁸ Não podendo entrar em detalhes sobre o tema remetemos para os nossos estudos “Subscrição indirecta e tomada firme” e “Contratos de intermediação financeira”.

de certos beneficiários. Apesar disto, não se têm colocado dúvidas sobre a posição do intermediário financeiro, que formalmente assume a qualidade de accionista e pode exercer os respectivos direitos, nem se questionou, em Portugal, se esta convenção deveria ser considerada leonina à luz do Direito societário vigente.

Conjugando estas considerações com alguns dos argumentos utilizados por autores estrangeiros, sempre diríamos que estas convenções, e nomeadamente a convenção de *portage*, podem ser vistas como espécies de contratos de intermediação financeira⁶⁹, ficando sujeitas às regras especiais do Cód.VM, e à disciplina legal e de auto-conduta próprias dos intervenientes nos mercados financeiros, não se colocando problemas de compatibilidade face à proibição societária de pacto leonino.

A ser válido este raciocínio, poderíamos até beneficiar do regime de protecção do investidor constante do art.º 306.º do Cód.VM, relativo à segregação patrimonial, obtendo uma protecção do beneficiário do *portage* – dito investidor – semelhante ao dos sistemas jurídicos que acolhem e regulam especificamente os contratos fiduciários.

A interpretação do art. 306.º do Cód.VM teria de ser realizada com algum cuidado e, em especial, dever-se-ia considerar (quanto ao *portage*) que a exigência de distinção entre os bens pertencentes ao património do intermediário financeiro e os de cliente tem um sentido económico e não estritamente jurídico, protegendo-se os valores adquiridos pelo *porteur* de qualquer tentativa de apropriação por parte dos credores do intermediário financeiro, numa espécie de consagração de autonomia patrimonial.

Apesar do exposto, não queremos com isto afirmar que exista uma clara distinção entre associado e investidor. Na verdade, esta dicotomia parece-nos falível e, tal como afirma FRANÇOIS-XAVIER LUCAS, implica uma procura dos motivos subjectivos de cada accionista, ainda que não numa base subjectiva, mas caso a caso, que não se compadece com a

⁶⁹ A dúvida será a de integrar o contrato nos serviços de investimento [art. 290.º Cód.VM, n.º 1, al. d) ou n.º 2] ou nos serviços auxiliares [art. 291.º, b), c), d) ou e)], ou ainda noutro tipo de contrato de intermediação, não nominado, não especialmente previsto no Cód.VM (o que não será difícil para quem como Rui Pinto Duarte, “Contratos de intermediação financeira no Código dos Valores Mobiliários”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2000, n.º 7, p. 372 aceita que possam existir outros distintos dos especificamente regulados no Cód.VM). Sobre a alteração à Directiva dos Serviços de Investimento, cf. o estudo de ROCHA, Rafaela, “Da dsi à directiva dos mercados de instrumentos financeiros: principais inovações”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2004, n.º 18, p. 81 e ss.

celeridade da vida societária e dos mercados financeiros, nem com as razões de segurança e certeza jurídica que presidem, como valores fundamentais, ao nosso sistema jurídico.

Ao invés, segundo a nossa visão, bastará para considerar admissíveis estes contratos que se demonstre, pelo seu conteúdo (e atendendo a que habitualmente revestem a forma escrita é mais fácil a prova) que o intermediário financeiro intervém no contrato, no exercício da sua actividade de intermediação financeira, sendo clara a função de financiamento, de garantia ou de mera intermediação, o que revelaria, por si só, que a instituição – ainda que venha a exercer direitos sociais sobre as acções adquiridas – actuará de acordo com instruções do beneficiário e no interesse deste⁷⁰.

Daqui também se infere que a convenção de *portage* utilizada sem o apoio profissional, quer no domínio da actividade bancária, quer no domínio da intermediação financeira mobiliária, não ficará sujeita ao regime especial, nem da lei bancária, nem do mercado de capitais, tendo que se sujeitar às normas do Direito societário e do Direito civil, à luz das quais se fundamentará a sua possível compatibilidade com o sistema.

E, assim sendo, caberá então indagar se, não havendo excepções à proibição do pacto leonino no Direito societário, poderemos encontrar outras justificações legais – por ex. a *fiducia* – como fundamento da admissibilidade das convenções de *portage*, dos acordos de financiamento sem intuito de participação social e, em geral, dos acordos de transmissão temporária de acções.

Quanto a estes últimos, no âmbito das operações de bolsa a prazo, é sempre de referir a existência de normas que admitem o reporte bolsista, ou as operações de empréstimo de títulos, quer como operação, quer como actividade, à luz do Cód.VM e legislação complementar. Em ambos os casos, voltamos a estar perante normas especiais que podem justificar o afastamento do direito comum.

⁷⁰ Muito embora as operações dos intermediários financeiros que consistam em negociação por conta própria de valores mobiliários sejam consideradas pelo art. 290.º, n.º 2 do Cód.VM como serviço de investimento e, portanto, actividade própria deste grupo de agentes.