

Universidade Católica Portuguesa – Escola de Lisboa
Faculdade de Direito e Católica Lisbon School of Business and Economics



**UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA**

**A introdução do voto plural pela alteração ao CVM, aditada pela lei
n.º 99-A/2021, como meio de dinamização do mercado de capitais
português**

Taíssa Sofia Reis Pamplona

Orientador: Professor Doutor Jorge Brito Pereira

Dissertação final elaborada no âmbito do programa
de Mestrado em Direito e Gestão

Lisboa | março 2023

Aos meus pais,
Ao meu irmão,
Aos meus avós, paternos e maternos,
Aos meus amigos,
que sempre me acompanharam e apoiaram.

Ao meu orientador,
por todo o aconselhamento e disponibilidade.

Índice

Introdução	9
1. Empresas Admitidas à Negociação em Mercado Regulamentado	11
2. Motivos pelos quais o mercado de capitais português não prosperou nas últimas décadas.....	12
2.1 Estrutura do tecido empresarial português.....	12
2.2 Políticas governamentais e falta de incentivos	13
2.3 Crise económica de 2008 e subsequente crise soberana da zona euro	15
2.4 Necessidade de reestruturação do mercado de capitais português.....	16
3. Rigidez do CVM - processo de cotação de empresas de menores dimensões	17
4. CVM pós-reforma, com vista à dinamização do mercado de capitais – alavancagem financeira do tecido empresarial português	18
4.1 Orientações OCDE	18
4.2 Revisão do CVM	18
4.3 CVM após revisão	19
5. Voto plural.....	21
5.1 Ações com direito especial ao voto plural <i>strictu sensu</i> versus ações de lealdade	22
5.2 Direito comparado	25
5.3 Disposições relativas ao voto plural no CVM pré-reforma	26
5.4 Recomendações da OCDE: voto plural como forma de alavancar o mercado regulamentado português	27
5.5 Alterações ao CVM relativas à consagração do voto plural, introduzidos pela lei n.º 99-A/2021	28
5.6 Críticas ao regime permissivo do voto plural	29
6. Previsões normativas para obtenção de voto plural	30
6.1 Requisitos para obtenção do voto plural.....	30
6.2 Forma de inclusão do direito especial ao voto plural na sociedade.....	30
6.2.1 Deliberação de aumento de capital através da emissão de ações com direito ao voto plural	31
6.2.2 Conversão de ações ordinárias em ações com direito ao voto plural	32
6.3 Requisitos para a inclusão nos estatutos sociais da sociedade em causa.....	33
7. Legitimidade para participar na assembleia geral.....	35
7.1 Exclusão voluntária da negociação – caso especial.....	36

8. Extinção da previsão estatutária que estatui a existência de voto plural e as <i>sunset provisions</i>	37
9. Transmissão e extinção do voto plural.....	38
10. Proibição do voto plural nas SA não cotadas	40
Conclusões.....	41
Anexo I.....	43
Anexo II.....	44

Resumo:

O presente estudo tem como propósito proceder a uma análise expositiva do regime da admissibilidade do direito especial ao voto plural nas sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado, como figura preponderante para o crescimento e aumento da liquidez do mercado de capitais português e para a adesão a este por pequenas e médias empresas e por grandes empresas não cotadas. A finalidade da dissertação consiste na investigação dos problemas estruturais do mercado de capitais nacional e como a legislação aplicável influenciou tal problema. Posteriormente, refletirá a admissibilidade do voto plural, introduzida recentemente no ordenamento jurídico, e como tal poderá contribuir para o aumento da liquidez e do reconhecimento deste mercado de capitais. Para esta análise assume especial relevância a diferença de regimes vigente em Portugal, para as sociedades anónimas cotadas e não cotadas.

PALAVRAS-CHAVE: ações com voto plural, direitos de voto dos acionistas, sociedade anónima, sociedade cotada, sociedade não cotada, “uma ação, um voto”.

Abstract:

The purpose of the present study is to carry out an expose analysis of the regime of the admissibility of the special right to plural voting in the companies admitted to trading on a regulated market, as a preponderant figure for the growth and increase of liquidity of the Portuguese capital market and of the adherence to it by small and medium-sized companies and large unlisted companies. The core of the dissertation consists in investigating the structural problems of the national capital market, and how the applicable legislation has influenced such problem. Subsequently, it will reflect on the admissibility of plural voting, recently introduced in the legal system, and how it may contribute to the increase of liquidity and recognition of this capital market. For this analysis, the difference in the regimes in force in Portugal for public and private limited liability company by shares assumes special relevance.

KEYWORDS: multiple voting right shares, shareholders voting rights, limited liability company by shares, public limited liability company by shares, unlisted company, “one share, one vote”.

Siglas e Abreviaturas

Art(s). – artigo(s)

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DL – Decreto-Lei

CVM – Código dos Valores Mobiliários

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OPA – Oferta(s) Pública(s) de Aquisição, tal como definidas no CVM

PME – Pequenas e Médias Empresas

SA – Sociedade(s) Anónima(s)

SpQ – Sociedade(s) por Quotas

UE – União Europeia

cit. - citação

i.e. – isto é

nº/nºs - número/ números

ss. – seguintes

Nota Prévia

A dissertação apresentada foi elaborada no contexto do Mestrado em Direito e Gestão, diploma conjunto da Faculdade de Direito da Escola de Lisboa e da Faculdade de Ciências Económicas e Empresarias da Universidade Católica Portuguesa, para efeitos da obtenção do grau de “Mestre” em Direito e Gestão, consoante o disposto nos artigos 19.º e seguintes do regulamento deste programa curricular, aprovado a 1 agosto de 2008.

As referências bibliográficas serão citadas de acordo com as normas previstas no manual da Norma Portuguesa NP 405, sendo que a primeira referência bibliográfica irá conter a indicação de autor, o título, o local de publicação, o ano e a página. Todas as referências subsequentes serão remetidas com o nome do autor e a expressão (“*cit.*”), seguido do número da página correspondente.

Introdução

O mercado de capitais exibe um papel crucial para a economia e, por isso, deverá ser dinâmico, com um volume de transações robusto e apresentar liquidez capaz de sustentar o financiamento das empresas¹. A problemática surge no contexto nacional, pelo facto de o mercado de capitais português manifestar, de forma evidente, uma tendência regressiva quanto aos parâmetros acima estipulados.

Recentemente, a Lei n.º 99-A/2021 introduziu no ordenamento jurídico português uma série de alterações ao CVM, que procuram conferir maior dinamismo e eficiência ao mercado de capitais, de modo a impulsionar o desenvolvimento económico. A revisão do CVM dotou o mercado e os seus agentes de métodos inovadores e competitivos, ao mesmo tempo que salvaguardou tanto os investidores, como a própria integridade do mercado².

No seguimento do estudo conduzido pela OCDE ao mercado português³, o legislador regulou acerca de várias matérias fundamentais ao seu desenvolvimento, com o objetivo de simplificar o normativo jurídico, alinhando-o com o dos restantes países europeus. Entre elas, a previsão de um regime de exclusão voluntária de negociação transparente, que protege os acionistas minoritários que votem em sentido contrário à exclusão; a facilitação do exercício dos direitos de voto, com o intuito de encorajar uma intervenção ativa dos acionistas; e a revisão do regime das OPA, pautada pelos princípios de flexibilidade e proporcionalidade.

De um modo geral, o tecido empresarial português é constituído por PME⁴, que há muito indicavam o receio dos sócios fundadores e dos investidores chave em perder o controlo societário como motivo para não aderirem ao mercado regulamentado. Esta apreensão foi endereçada na revisão do CVM, com o propósito de dar uma resposta

¹ Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa, *Revista de Direito Comercial*, 285.

² CMVM. Circular relativa à revisão do Código dos Valores Mobiliários, (disponível em www.cmvm.pt).

³ OECD Capital Market Review of Portugal 2020: Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth, OECD Capital Market Series: este estudo debruçou-se sobre a abordagem portuguesa à regulação do mercado de capitais, avaliando os agentes do mercado e o seu funcionamento e explanou recomendações para relançar o mesmo.

⁴ OECD (2020), Improving access to capital for Portuguese companies: A survey of unlisted companies, OECD Capital Market Series, Paris, 9.

adequada ao grosso das empresas portuguesas e incentivar o acesso ao mercado de capitais, como via de financiamento.

A este respeito, o regime passou a prever a admissibilidade do voto plural, enquanto direito especial, nas sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral⁵, concedendo-lhes a possibilidade de reterem ações com poder de voto acrescido⁶.

O presente estudo explanar-se-á em duas partes.

Num primeiro momento, propomos analisar o tecido empresarial português, constituído maioritariamente por PME, e a consequência desta estrutura no acesso ao mercado de capitais.

Adicionalmente, será refletido o modo como a rigidez da legislação portuguesa constituiu, invariavelmente, um impasse no crescimento das empresas e na obtenção de liquidez através do mercado regulamentado.

Num segundo momento, propomos verificar a forma como o legislador regulou a admissibilidade do direito especial ao voto plural no contexto das sociedades cotadas.

Procuraremos inferir conclusões acerca da regulamentação do privilégio outorgado a favor dos acionistas preexistentes, das condições para obtenção deste direito, e de como tal impactará o mercado regulamentado, a liquidez das empresas e, consequentemente, a economia portuguesa.

Em última análise, pretendemos concluir sobre a eficácia desta regulação no mercado português e as consequências práticas de tal admissibilidade não se estender às SA não cotadas.

⁵ Ressalva-se que o conceito de sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral é o termo utilizado formalmente pelo CVM para designar SA cotada. Para referência, no decorrer do presente estudo utilizar-se-á o termo SA cotada.

⁶ Vasconcelos, Pedro Pais de. *A participação social nas sociedades comerciais*, 2.^a ed., 2006, 29.

1. Empresas Admitidas à Negociação em Mercado Regulamentado

O mercado de capitais português é pequeno, sendo constituído por 55 empresas, financeiras e não financeiras⁷ e, em contraposição ao panorama internacional, não verificou um crescimento após a crise de 2008.

A tendência nacional demonstra, de forma sistémica, um baixo índice de empresas a cotarem-se na Bolsa de Valores. Em resultado, a percentagem de empresas que optam por se cotar é continuamente inferior à percentagem de empresas que decidem sair deste mercado, conforme tabela comparativa anexa⁸.

O fenómeno de saída pode ocorrer de forma voluntária, por decisão dos detentores do capital, ou de forma involuntária, por imposição tanto do regulador, que no caso português é a CMVM, como da Bolsa de Valores, em resultado da violação dos requisitos de cotação ou da falta de liquidez⁹.

A saída de grande parte das empresas do mercado regulamentado aconteceu entre 2000 e 2007, período antecedente à crise económica de 2008¹⁰. É, destarte, um cenário particular, que contrasta com a realidade europeia.

Esta vaga de saídas encontra a sua justificação na baixa liquidez do mercado português, seguido do fraco reconhecimento dos investidores e dos custos de *compliance*¹¹, e foi motivada por uma mudança da estrutura acionista das empresas ou numa resolução dos acionistas existentes¹².

⁷ A este respeito, consultar: <https://live.euronext.com/pt/markets/lisbon>.

⁸ Anexo II.

⁹ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, 114.

¹⁰ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, 118.

¹¹ OECD (2020), Understanding Delistings from the Portuguese Stock Market, OECD Capital Market Series, Paris, 128.

¹² OECD, Understanding Delistings from the Portuguese Stock Market, *cit.*, 16.

2. Motivos pelos quais o mercado de capitais português não prosperou nas últimas décadas

A escassa participação das empresas portuguesas e uma ainda menor presença de empresas internacionais no mercado de capitais português advém da conjuntura desfavorável apresentada por este mercado – uma dimensão diminuta e fraca atratividade.

Os fatores sobre os quais decorreram os próximos subcapítulos alteraram a dinâmica do mercado e a sua génese e explicam a parca visibilidade e reconhecimento dado ao mercado nacional. Este conjunto de fatores impediram a consolidação do mercado e, por conseguinte, que a economia prosperasse e verificasse um crescimento sustentável e dinâmico no longo prazo.

2.1 Estrutura do tecido empresarial português

Para melhor enquadrar as alterações que ocorreram no contexto dos valores mobiliários releva analisar e realçar a estrutura do tecido empresarial português. É sabido que a grande maioria de empresas comerciais portuguesas constituem a categoria de PME¹³, que se deparam com mais obstáculos no acesso ao capital do mercado regulamentado, quer pela sua dimensão, quer pelos recursos que têm à sua disposição.

As PME, por representarem a maior fração do tecido empresarial nacional, são responsáveis por gerar a maioria dos postos de trabalho e grande parte da produtividade¹⁴. Logo, são estas que possuem o poder para alavancar e robustecer a economia portuguesa.

Conforme demonstrado pelo estudo conduzido pela OCDE, a fonte de financiamento predileta das empresas portuguesas é o crédito bancário. As vertentes do crédito bancário mais utilizadas são os empréstimos bancários e as linhas de crédito¹⁵.

¹³ Para a apreciação global da constituição do tecido empresarial português foi utilizada a definição de PME estipulada pelo Pordata, INE (disponível em: www.pordata.pt), “Microempresa- emprega menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios anual e / ou balanço total anual não excede 2 milhões de euros. Pequena empresa- emprega entre 10 a 49 pessoas e cujo volume de negócios anual e/ou balanço total anual varia entre 2 e 10 milhões de euros. Empresa média-emprega entre 50 a 249 pessoas e cujo volume de negócios anual varia entre 10 e 50 milhões de euros ou o balanço total anual varia entre 10 e 43 milhões de euros. PME- é constituída por empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros.”.

¹⁴ Moreira, António Carrizo. Desafios das PME num contexto de globalização, *Percursos & Ideias n-º1*, 2009, 52.

¹⁵ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, 80-89.

A preferência por este modelo de financiamento deve-se ao facto de este ser de mais fácil acesso, pois acarreta menor custo dos juros, e à relação de longo termo estabelecida entre as empresas e os bancos¹⁶.

Esta dependência ao crédito bancário¹⁷ afigura-se como um problema para a evolução económica do país e contrasta com a crescente utilização de financiamento através do mercado de capitais por outras economias europeias¹⁸.

Os obstáculos associados a este modelo de financiamento relacionam-se, essencialmente, com o risco financeiro. Os empréstimos de curto prazo não contemplam uma dificuldade significativa de gestão tanto para a empresa, como para a instituição financeira. Contrariamente, os empréstimos de médio e longo prazo constituem um risco para as partes envolvidas, devido à dificuldade em equilibrar os fluxos de entrada, assegurados por novos investimentos, e os fluxos de saída de caixa, para pagamento da dívida¹⁹.

Tendo em mente a preferência das empresas portuguesas, cabe agora perceber os motivos apontados pelas mesmas para não ponderarem obter financiamento alternativo através do mercado regulamentado. Do questionário feito, na sequência do estudo da OCDE ao mercado português, consta a complexidade da regulação, seguida dos custos de *governance* e *compliance* e da falta de liquidez do mercado português²⁰.

É certo que o acesso ao financiamento alternativo poderá motivar o crescimento do setor empresarial, por permitir a captação de fundos sem recorrer aos sócios ou a dívida, e constituir um fator elementar para o reconhecimento do mercado de capitais nacional. Assim, observou-se uma clara necessidade de desburocratizar o sistema para facilitar o acesso ao financiamento alternativo.

2.2 Políticas governamentais e falta de incentivos

¹⁶ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, figura 46.

¹⁷ Gameiro, Isabel Marques e Nuno Gonçalo Ribeiro. Financing Costs of Portuguese Companies, *Banco de Portugal Economic Bulletin Autumn 2007*, 2007.

¹⁸ Banco de Portugal (2018), Financial Stability Report June 2018.

¹⁹ Barbosa, Luciana e Paulo Soares Pinho. Estrutura de financiamento das empresas, *Banco de Portugal*, 2016, 6-15.

²⁰ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, 33.

O mercado de capitais é um agente preponderante na economia de um país, que fomenta a criação de valor e de riqueza. É, também, fortemente influenciado por políticas governamentais de diversas áreas, nomeadamente no que respeita às políticas fiscais, comerciais e de regulamentação financeira²¹.

Em Portugal, este segmento alcançou o seu auge na década de 90 do século passado, devido à nacionalização de diversas empresas após o 25 de abril de 1974. Este fenómeno resultou num crescimento exponencial do mercado de capitais²².

Contudo, devido à densa regulamentação e à falta de incentivos, este foi-se alterando depreciativamente. As políticas não acompanharam as necessidades dinâmicas e oscilantes do mercado regulamentado e dificultaram tanto o acesso a este por parte de empresas que procuravam financiamento, como a manutenção das empresas já cotadas²³.

Por forma a contornar os problemas adjacentes a este mercado manifestou-se impreterível que o governo português, em conjunto com as entidades competentes²⁴, percebesse os problemas estruturais do mercado e tomasse as devidas diligências no sentido de desburocratizar o sistema²⁵. Isto faria com que a legislação em vigor acompanhasse, com maior facilidade, a estrutura dinâmica deste ramo.

O problema da falta de liquidez do mercado de capitais nacional, da sua pequena dimensão e fraca atratividade extravasa diversas áreas regulatórias, sendo um problema conjuntural que necessita de medidas dinâmicas, que permitam acompanhar a rápida evolução deste setor e que facilitem a sua utilização pelo grupo central de empresas existentes no mercado português, as PME²⁶.

Deste modo, a reforma nas diversas áreas de política governamental teria de assegurar a coesão das medidas aplicadas, a facilitação da utilização do mercado e a maximização da sua eficiência.

²¹ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, 15.

²² OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, 101.

²³ Câmara, Paulo. Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários, em Direito dos Valores Mobiliários, *revista da faculdade de direito de Lisboa*, 1997, 234.

²⁴ *I.e.*, a CMVM.

²⁵ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, 13-19.

²⁶ Denis, David J e Vassil T Mihov (2003). “The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings.” *Journal of Financial Economics*, 70(1), 3–28.

2.3 Crise económica de 2008 e subsequente crise soberana da zona euro

Portugal foi fortemente afetado pela crise financeira de 2008. Não obstante, neste período saíram do mercado de capitais nacional apenas 10 empresas²⁷, contrariamente à tendência europeia.

No estudo realizado e publicado pela OCDE na área das motivações que acompanharam as saídas do mercado de capitais português, entende-se que a justificação da saída destas empresas do mercado é largamente distinta da que impulsionou a saída das empresas no período imediatamente anterior²⁸.

Por um lado, os fundamentos para as saídas ocorridas antes de 2008 prendiam-se, principalmente, com a pouca liquidez do mercado de capitais português e o pouco reconhecimento dado por parte dos investidores a este mercado.

Por outro lado, as empresas que saíram durante a crise de 2008 apresentavam um menor desempenho do que as empresas do primeiro período e maior endividamento no longo prazo.

Durante o período da crise financeira, o acesso a fontes de financiamento pela maior parte do tecido empresarial português (*i.e.*, PME) complexificou-se, trazendo consequências para a criação e manutenção de postos de trabalho e para a manutenção de segmentos da indústria, desde o comércio aos serviços²⁹.

A dificuldade de financiamento pelas PME conjugada com a opção de desalavancagem do setor bancário em Portugal³⁰, e os consequentes constrangimentos para a economia nacional, culminou na falência de muitas PME e, por inerência, na diminuição de postos de trabalho e aumento da taxa de desemprego³¹.

²⁷ OECD, *Understanding Delistings from the Portuguese Stock Market*, cit., 22, “*While the delisted companies in both periods are, on average, similar in terms of size, companies delisted in the latter period have lower performance and higher long-term indebtedness compared to the ones delisted during the pre-crisis period.*”

²⁸ OECD, *Understanding Delistings from the Portuguese Stock Market*, cit., 20-22.

²⁹ Caldas, José Castro. O impacto das medidas ‘anti-crise’ e a situação social e de emprego-Portugal, *Comité Económico e Social Europeu*, 1-13.

³⁰ Este processo visou a diminuição da cedência de crédito às empresas como medida de reestruturação do setor bancário.

³¹ Caldas, José Castro. O impacto das medidas ‘anti-crise’ e a situação social e de emprego-Portugal, cit., 1-13.

Em consequência, o governo português observou a necessidade de introduzir alterações ao CVM, por forma a simplificar a legislação e fomentar o acesso ao mercado de capitais português³².

Apesar da simplificação legislativa, é crucial refletir que existe atualmente um espetro muito grande de outras fontes de financiamento alternativo externo, como o financiamento colaborativo (*crowdfunding*), os *Business Angel* e a *Private Equity*³³. É curiosa a estagnação do mercado de capitais português, dado que o investimento nacional em capital está muito forte³⁴. Os particulares, através de *family offices*, têm optado por comprar e investir em ativos alternativos, de modo a aumentar o seu capital³⁵.

2.4 Necessidade de reestruturação do mercado de capitais português

A versão inicial do CVM fulgurava pela sua simplicidade e estrutura coerente. A clareza que outrora regia o CVM foi-se desvanecendo com as diversas alterações de que foi alvo, sobretudo para transposição de normas da UE aliada à adição de imposições domésticas (“*goldplating*”)³⁶.

A regulação simplista e intuitiva dos valores mobiliários deu lugar a um documento denso e de difícil compreensão, que compreendia requisitos demasiado exigentes em diversas matérias, lacunas quanto a certos regimes, nomeadamente quanto ao regime das OPA, e um sistema de organização do código não intuitivo, dispondo de diversos artigos remissivos para outros regimes.

Em resposta ao questionário realizado pela OCDE³⁷, o principal motivo apontado pelas empresas para não negociarem no mercado regulamentado foi a inexistência de um mecanismo que protegesse os acionistas antigos face aos acionistas ulteriores.

Com efeito, para proteger os interesses dos empreendedores, revelou-se necessário introduzir uma norma no ordenamento jurídico português que viesse acautelar esta

³² CMVM. Circular relativa à revisão do Código dos Valores Mobiliários.

³³ Cuñat, Vicente (2007). Trade credit: suppliers as debt collectors and insurance providers, *Review of Financial Studies*, 20(2), 491–500.

³⁴ FundsPeople. Os Family Offices já investem mais em ativos alternativos do que em ações, 2020.

³⁵ UBS. Global Family Office Report 2022, 27-32.

³⁶ Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, *cit.*, 285-286.

³⁷ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, 35.

preocupação e, ao mesmo tempo, promover o acesso ao mercado de capitais, para aumentar a sua liquidez.

3. Rigidez do CVM - processo de cotação de empresas de menores dimensões

O processo de cotação no mercado regulamentado implica grandes custos e manifesta-se denso e moroso. A admissão à *Euronext Lisboa* encontrava-se sujeita à verificação de apertados requisitos iniciais, sendo que para efetivar a candidatura, a empresa requerente necessitava de preencher uma série de exigências adicionais relativamente aos outros segmentos da *Euronext*, quer económicos, quer legais³⁸.

A complexidade das exigências e dos procedimentos para adesão e admissão à cotação no mercado regulamentado, aliada à falta de benefícios fiscais conexos demonstrou-se reiteradamente um entrave ao acesso pelas empresas portuguesas a este mercado, por não disporem dos meios adequados para concluir o processo³⁹. Consequentemente, impedia o acesso a instrumentos financeiros alternativos, que funcionariam *a priori* como um meio de impulsionar o acesso à Bolsa de Valores e a economia nacional.

Assim sendo, apesar dos esforços envidados por parte do legislador português, no sentido de facilitar o acesso ao mercado regulamentado, evidenciou-se preponderante repensar o normativo legal, de modo a garantir que quer as grandes empresas não cotadas, quer as PME pudessem entrar neste segmento.

O normativo nacional não ia ao encontro das necessidades do mercado, porquanto revelou-se necessário rever o CVM, com o objetivo de aproximar o regime nacional do regime da UE, eliminando normas e exigências domésticas que dificultavam o processo de cotação⁴⁰.

O CVM não contemplava a opção de voto plural, sendo este um grande constrangimento à entrada de novas empresas neste mercado, devido à apreensão dos sócios fundadores e dos investidores-chave relativamente à potencial perda da sua

³⁸ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, 37-40.

³⁹ Martins, António. Uma reflexão sobre a eficácia dos benefícios fiscais à dinamização do mercado accionista em Portugal, *Revista Fiscalidade* N.º 7|8, 2001, 14-25.

⁴⁰ Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, *cit.*, 285-286.

posição de domínio⁴¹. Demonstrou-se, portanto, necessário acautelar esta preocupação de perda da posição de controlo.

4. CVM pós-reforma, com vista à dinamização do mercado de capitais – alavancagem financeira do tecido empresarial português

4.1 Orientações OCDE

Na ótica de dinamizar o mercado de capitais português, o governo solicitou à OCDE a realização de um estudo, acerca de todos os fatores e indicadores para que este setor não prosperasse à semelhança de outros, e que proferisse recomendações para alavancar o mesmo.

No relatório publicado em 2019 pela OCDE, as principais falhas apontadas não se consignavam a uma área do direito pois foram apontadas necessidades de revisão quer a nível fiscal, quer a nível dos valores mobiliários⁴².

Uma das principais críticas ao CVM em vigor no momento da publicação do estudo prendia-se com a inexistência de regulamentação que assegurasse o controlo e domínio da empresa ao aceder ao mercado de capitais, caso fosse essa a vontade empresarial⁴³.

A inexistência de uma norma que possibilitasse a existência de voto plural foi apontada como um dos principais motivos pelo qual as empresas não ponderavam aceder ao mercado de capitais português⁴⁴.

4.2 Revisão do CVM

Os requisitos acrescidos e o baixo índice de investimento resultaram na baixa liquidez do mercado de capitais e, por inerência, num afastamento contínuo dos

⁴¹ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, 33.

⁴² OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, 14.

⁴³ De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019). Owners of the World's Listed Companies, *OECD Capital Market Series*, Paris, 17, “*Seen at a global level, fully dispersed ownership is today a rather rare phenomenon. [...] In 29% of [the worlds’ listed] companies the largest shareholder owns more than 50% of the equity capital.*”. Uma explicação possível para a elevada concentração de propriedade de capital social poderá ser a disponibilidade limitada de instrumentos de controlo societário.

⁴⁴ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, 16.

investidores do mercado nacional, que procuravam investir noutros mercados, com menos exigências legais que Portugal e mais apetecíveis⁴⁵.

Esta conjuntura de fatores fez não só com que o interesse por cotação em Portugal fosse quase nulo, como também levou à saída da Bolsa de Valores de empresas que nela se encontravam em períodos passados⁴⁶. Este cenário resultou no fraco reconhecimento do mercado doméstico no contexto internacional, que se tornou pouco desejável pelas empresas nacionais, que preferiam mercados com menos exigências, mais bem estabelecidos e mais reconhecidos, aquando do processo de cotação.

Com o propósito de dar uma resposta adequada às necessidades das empresas portuguesas e alavancar o mercado de capitais português, bem como a sua competitividade internacional, o CVM foi alvo de uma revisão, cujo objetivo era alinhar o enquadramento jurídico português com o da UE⁴⁷.

A revisão do CVM e a eliminação de diversas exigências adicionais patentes no ordenamento jurídico nacional pretendeu propiciar o acesso a este mercado por investidores e fomentar o aumento da sua liquidez.

4.3 CVM após revisão

Neste seguimento, por ocasião da alteração ao CVM, aditado pela lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro de 2021, cuja vigência teve início a 30 de janeiro de 2022, propôs-se a criação de condições mais favoráveis ao acesso e manutenção no mercado de capitais português. O objetivo passou por garantir que todas as empresas, independentemente do seu tamanho, tivessem a oportunidade de se financiar pelos meios alternativos fornecidos por este.

Destarte, foram introduzidas no ordenamento jurídico diversas medidas que visaram a facilitação de utilização do mercado de capitais pelo tecido empresarial

⁴⁵ OECD (2020). Improving access to capital for Portuguese companies, *cit.*, 41-43.

⁴⁶ OECD (2020), Understanding Delistings from the Portuguese Stock Market, *cit.*, 8-9.

⁴⁷ CMVM. Circular relativa à revisão do Código dos Valores Mobiliários, *cit.*

português e posterior dinamização e reconhecimento do mesmo. Dar-se-á uma breve nota sobre as alterações propostas por esta revisão ao CVM⁴⁸.

Primeiramente, eliminou-se, do sistema português, a figura da sociedade com o capital aberto ao investimento do público, – sociedade aberta – figura criticada quer pela doutrina portuguesa⁴⁹, quer pelos agentes que atuam no mercado regulamentado.

Noutro prisma, com o intuito de fomentar o investimento por parte dos investidores institucionais foi simplificado o regime das participações qualificadas⁵⁰, patente no art. 16.º do CVM, particularmente no que concerne ao dever de comunicação. Ainda alusivo às participações qualificadas, o art. 20.º do CVM introduziu clarificações quanto ao regime da imputação do direito de voto.

Nesta reforma foram incluídas, alteradas ou revogadas outras disposições normativas, com vista a simplificar os procedimentos e a aumentar a clareza do CVM. Desta forma, foram revogados artigos de remissão e concentrados artigos que regulam sobre a mesma matéria.

No contexto das operações de mercado *per si* foram alteradas normas para facilitar a entrada de investimento no mercado, aumentar a sua liquidez e clarificar os procedimentos neste setor.

Foi aumentado o limiar a partir do qual é obrigatório a publicação de prospeto, houve uma flexibilização na escolha do seu idioma e foi alterado o regime referente à responsabilidade pelo conteúdo do mesmo.

A matéria referente às saídas da Bolsa de Valores foi também alvo de clarificação, facilitando-se a saída através (i) da utilização do mecanismo da aquisição potestativa apenas se limitar a 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, e (ii) de

⁴⁸ Sobre as alterações ao CVM vide a nota informativa da CMVM. Circular – Revisão do Código dos Valores Mobiliários, *cit.*

⁴⁹ Gomes, José Ferreira e Diogo Costa Gonçalves. *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, Vol. I, AAFDL Editora, 2018, 13-15 e 37-38; Câmara, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª Edição, Almedina, 2018, 607-610; Cunha, Paulo Olavo, “A dissolução (voluntária): via (alternativa) para a perda da qualidade de “aberta” da sociedade anónima” em *20 Anos do Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2021.

⁵⁰ Participações qualificadas designam as participações dos acionistas que atinjam ou ultrapassam determinado valor percentual dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma SA cotada, conforme previsto no art. 16.º, n.º 1 do CVM.

um novo regime de exclusão voluntária da negociação, contemplado no art. 251.º-F e ss do CVM.

Ainda no contexto das operações de mercado, o regime das OPA foi revisto com o intuito de permitir aos emitentes uma reação adequada às alterações de mercado⁵¹.

5. Voto plural

As ações com voto plural são ações que, contrariamente às ações ordinárias, atribuem um direito especial ao acionista que a detém, conferindo mais que um voto por ação. Esta possibilidade deixa na autonomia das partes o futuro do seu projeto, ao invés de impor restrições ao crescimento empresarial⁵².

Na conjuntura aplicada às empresas cotadas, cada ação poderá conceder até cinco votos, de acordo com o art. 21.º-D do CVM, introduzido pela reforma supramencionada. A implementação deste teto máximo de votos conexos a uma ação, apesar de evitar abusos⁵³, parece-nos algo arbitrária.

A premissa existente desde 1986, aquando da entrada em vigor do CSC⁵⁴, estipula que, relativamente às SA⁵⁵, a uma ação corresponde um voto. Estabelece, portanto, plena correspondência entre a titularidade da ação e os direitos de voto a ela associados⁵⁶.

Esta premissa pode desdobrar-se em duas vertentes, sendo a primeira a regra tradicional que a cada acionista corresponde um voto (“um voto por cabeça” / “*one share, one vote*”) ou, por outro lado, que o voto é definido pela participação social do acionista na sociedade, *i.e.*, pelo número de ações por ele detidas⁵⁷.

⁵¹ Conforme a CMVM. Circular relativa à revisão do Código dos Valores Mobiliários, *cit.*, esta revisão incluiu a eliminação da aplicação do regime das OPA às ofertas públicas de troca de dívida, a clarificação do regime aplicável às OPA concorrentes, a introdução de um prazo máximo para obtenção de autorizações administrativas para lançamento de OPA e a clarificação das circunstâncias que permitem afastar o dever de lançamento de OPA.

⁵² Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, *cit.*, 327.

⁵³ Coelho, José Gabriel Pinto. *Estudo sobre as acções de sociedades anónimas*, Coimbra, 1957, 153.

⁵⁴ DL n.º 262/86, de 02 de setembro.

⁵⁵ Quando referência é feita às SA, tal engloba a generalidade das SA, *i.e.*, as SA cotadas e as sociedades não cotadas.

⁵⁶ Art. 384.º n.º 1 do CSC.

⁵⁷ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, *cit.*, 34.

O voto plural, derogando a proporcionalidade entre o valor nominal das ações e os poderes de voto a elas inerentes, permite que a cada ação corresponda mais do que um voto. Deste modo, este privilégio admite uma dissociação entre a participação social dos acionistas e os direitos de voto por eles detidos⁵⁸, no contexto das SA cotadas.

Este mecanismo procura conferir uma posição privilegiada a certos acionistas, na mesma linha de pensamento de outros direitos associados aos titulares de participações sociais, existentes e pacificamente admitidos no ordenamento jurídico português⁵⁹, desde que consagrados no contrato de sociedade e atribuídos a categorias de ações, tal como estipula o art. 24.º, n.º 4 do CSC.

Por um lado, o art. 302.º, n.º 1 do CSC estabelece que estes direitos podem ser diversos, quer quanto à atribuição de dividendos, quer quanto à partilha do ativo resultante da liquidação. Por outro lado, os arts. 341.º e ss do CSC regulam categorias de ações – as ações preferenciais sem direito de voto, as ações preferenciais remíveis e as ações de fruição, – sendo que estas também estabelecem uma dissociação entre a participação social e o poder político no cerne da sociedade comercial⁶⁰.

Antes de iniciar a exposição que se segue, vemos por conveniente dar nota de que, apesar de esta medida já se encontrar em vigor há algum tempo, ainda nenhuma sociedade a adotou. Retendo a ideia de que *per se* esta medida não irá fomentar o mercado, é importante questionar se a inexistência de voto plural constituía o principal fator para as empresas não aderirem ao mercado de capitais português.

5.1 Ações com direito especial ao voto plural *strictu sensu* versus ações de lealdade

A consagração da majoração do voto depende da forma como cada sistema adota tal direito, *i.e.*, sob a forma de direito de voto plural *strictu sensu* ou de ações de lealdade, o que carrega consequências de regime divergentes entre si.

⁵⁸ Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, *cit.*, 324-325.

⁵⁹ Stokes, Miguel. Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas – Permissão Normativa Tácita das Ações de Lealdade?, *J RDFMC*, (2022), 157.

⁶⁰ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, *cit.*, 341; Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, *cit.*, 324.

Os sistemas que optam pela estipulação de voto plural *strictu sensu* fazem-no no âmbito das categorias de ações e como direito especial⁶¹. Para que haja ações com voto plural numa sociedade é necessário conferir a uma categoria de ações um certo número de votos, nunca ultrapassando os cinco votos por ação, como estabelecido na lei portuguesa⁶².

A majoração atribuída a esta categoria de ações terá de ser diferente dos direitos de voto atribuídos a outra categoria de ações, estabelecendo entre categorias um número de votos distinto. A existência de voto plural cria, deste modo, um sistema de governo societário não homogéneo, no qual a primeira categoria corresponde às ações de categoria especial e a segunda às ações ordinárias⁶³.

Note-se que, caso, no contexto de uma sociedade específica, todas as ações confiram mais do que um voto, tal não consubstancia a existência de voto plural, pois não se verifica uma disrupção da proporcionalidade entre o valor nominal e os direitos de voto⁶⁴.

Deste regime decorrem consequências diretas, uma vez que o direito especial é concebido a uma categoria de ações e inerente às próprias ações. Tendo presente esta construção, quando a ação se transmite, o direito de voto plural transmite-se com ela. Por outro lado, esta categoria de ações usufrui da proteção atribuída aos direitos especiais, consagrada no art. 24.º do CSC⁶⁵.

O legislador português optou por regular apenas a modalidade das ações com voto plural enquanto direito especial e afastou, desde logo, a regulação das ações de lealdade do ordenamento jurídico nacional.

No que concerne às ações de lealdade, tais não se configuram como um direito especial, mas antes como uma espécie de compensação ao acionista pela sua lealdade à

⁶¹ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 349.

⁶² Art. 21.º-D, n.º 1.

⁶³ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 349-355.

⁶⁴ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 286.

⁶⁵ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 356.

sociedade. Estas estabelecem uma relação direta entre a majoração e o titular das ações e dependem do decurso do tempo⁶⁶.

Assim, a majoração de voto depende da relação estabelecida entre o titular e a ação, durante um período ininterrupto de detenção da participação social. Para ser admitida, esta construção deverá estar estipulada quer na lei dos países que optam por esta modalidade, quer nos estatutos da sociedade⁶⁷.

Nestes termos, a majoração por lealdade depende (i) de previsão estatutária e (ii) da relação estabelecida entre o acionista e as ações por ele detidas, de forma ininterrupta, para além de um prazo legal ou estatutariamente fixado⁶⁸.

De forma diferente do que acontece com o sistema de voto plural *strictu sensu* e sendo a majoração inerente ao acionista, o privilégio conferido não se transmite com a ação e não concede a proteção atribuída pelos direitos especiais⁶⁹. Ademais, o regime da majoração por lealdade aplica-se a todas as ações votantes, contrariamente às ações com voto plural *strictu sensu*⁷⁰.

Existe, todavia, a possibilidade de um sistema prever um regime misto⁷¹, no qual convivam as ações com direito de voto plural *strictu sensu* e as ações de lealdade. Esta coexistência concretiza-se num regime intermédio, onde o voto plural é previsto enquanto categoria especial de ações, mas a majoração é conferida apenas após decorrer um certo período de tempo. Caso a ação se transmita, o direito ao voto plural pode transmitir-se com esta ou, contrariamente, perder a majoração.

A nosso ver, revela-se necessário questionar se a abertura do regime à permissão de emissão de ações com voto plural engloba as ações de lealdade, estabelecidas noutras jurisdições da UE. Estas últimas afiguram-se como a subcategoria mais importante do

⁶⁶ Stokes, Miguel. Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas, *cit.*, 150.

⁶⁷ Stokes, Miguel. Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas, *cit.*, 165.

⁶⁸ Stokes, Miguel. Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas, *cit.*, 152-153.

⁶⁹ A saber, a supressão ou limitação da majoração por lealdade não depende da assembleia especial de acionistas.

⁷⁰ Oliveira, Maria Perestrelo de. Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais: um modelo dinâmico de proteção, Tese de doutoramento, Direito (Ciências Jurídico-Cívicas), Universidade de Lisboa, Faculdade de Direito, 2020, 30-35.

⁷¹ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, *cit.*, 352-353.

voto plural, e, por tal, consideramos que a sua admissibilidade teria um impacto considerável no sistema nacional.

Faz-se notar, de resto, que o presente estudo incidirá, à exceção do próximo subcapítulo que irá versar sobre o sistema utilizado por alguns países da UE, exclusivamente sobre as ações com voto plural *strictu sensu*, dado ter sido esta a opção legislativa adotada pelo sistema nacional.

5.2 Direito comparado

A figura do direito ao voto plural está estabelecida em diversas jurisdições europeias, consagrada em sistemas diferentes, com vista à uniformização da competência regulatória e ao aumento da atratividade dos mercados de capitais.

Os sistemas existentes na UE são o sistema *opt-out*⁷², em que as sociedades beneficiam automaticamente da majoração por lealdade, *i.e.*, as ações são automaticamente majoradas se se mantiverem na titularidade do mesmo acionista durante um período consecutivo de dois anos, a não ser que este exerça o seu direito de *opt-out*. No sistema *opt-in*, por outro lado, para que o direito especial ao voto plural seja admitido é necessário que os acionistas interessados demonstrem a sua vontade em usufruir de tal direito, através de requerimento⁷³.

Em França, o direito de voto plural, há muito estabelecido no ordenamento, foi alterado pela *Loi Florange*⁷⁴, em 2014. Este aditamento deveu-se a um caso particular, – o grupo *Arcelos Mittal* encerrou duas unidades siderúrgicas na cidade de Florange, o que culminou no desemprego de aproximadamente 600 trabalhadores. Com a entrada em vigor desta lei, a sociedade que pretenda encerrar unidades de trabalho é legalmente obrigada a procurar adquirentes para tais unidades, visando a proteção dos postos de trabalho⁷⁵.

⁷² Oliveira, Madalena Perestrelo de. “Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares”, *DSR*, 2015.

⁷³ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 162.

⁷⁴ Lei n.º 2014-384, de 29 de março.

⁷⁵ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 306-308.

Em Itália, a figura está prevista no normativo jurídico⁷⁶ desde 2014, pelo sistema de *opt-in*, sendo necessário adaptar os estatutos para que prevejam o voto plural. Esta previsão deveu-se a um evento concreto, o caso *Chrysler-Fiat*, uma vez que, após uma decisão de fusão, a empresa Fiat, com grande peso histórico e económico no panorama italiano, anunciou que a nova sociedade *holding* teria sede na Holanda, dado que ali se previa a opção de emissão de ações com voto plural. O sistema italiano admite o direito especial ao voto plural para as SA não cotadas e as ações de lealdade para as SA cotadas⁷⁷.

Em Espanha, o voto plural resultou duma alteração normativa relativamente recente⁷⁸, que estabelece a possibilidade de os estatutos das SA cotadas preverem a emissão de ações de lealdade, sendo que os votos podem ser duplicados se os acionistas detiverem as ações durante, pelo menos, dois anos⁷⁹. À semelhança do regime italiano, em Espanha vigora o sistema *opt-in*.

5.3 Disposições relativas ao voto plural no CVM pré-reforma

O CVM, em vigor até ao início do ano de 2022, não consagrava nenhuma disposição que possibilitasse o controlo da sociedade ao entrar no mercado regulamentado.

Vigorava para a generalidade das SA a disposição do CSC que dita, no seu art. 384.º, n.º 1, que a uma ação corresponde um voto (“*one share, one vote*”). Logo, o controlo advinha do maior número de ações detidas por cada acionista⁸⁰.

A regra acima mencionada assenta na premissa de que os maiores interessados na maximização quer do lucro, quer do valor da sociedade são os próprios acionistas. Esta relação de paridade entre as ações e os direitos de voto tem como propósito garantir que os acionistas tomam as decisões mais eficientes, de modo a maximizar o lucro da sociedade e receber os lucros sob a forma de dividendos⁸¹.

⁷⁶ DL n.º 91, de 24 de junho.

⁷⁷ Stokes, Miguel. Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas, *cit.*, 160.

⁷⁸ Ley 5/2021, de 12 de abril.

⁷⁹ Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, *cit.*, 321.

⁸⁰ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, *cit.*, 160-163.

⁸¹ Oliveira, Madalena Perestrelo de. Tutela do Investidor perante o emitente no mercado de capitais, *cit.*, 423-427.

No contexto das SA cotadas, a ideia de maximização dos lucros para posterior distribuição dos mesmos sob a forma de dividendos não se considera, de todo, adequada. Isto porque, nestas sociedades, os acionistas dispõem de uma maior facilidade em sair da sociedade pela venda da sua participação social no mercado regulamentado, não tendo de assumir as consequências de decisões menos eficientes⁸².

Posto isto, esta premissa não encontra justificação plausível no contexto das SA cotadas, uma vez que existe o risco intrínseco de os acionistas fazerem propostas ou tomarem decisões que se verifiquem insustentáveis no longo prazo.

5.4 Recomendações da OCDE: voto plural como forma de alavancar o mercado regulamentado português

O governo solicitou à OCDE a realização de uma análise do tecido empresarial nacional e das condições de acesso e manutenção no mercado regulamentado, apontando as falhas existentes que constituíam um impedimento ao seu crescimento efetivo⁸³.

Um mercado de capitais ativo desempenha um papel crucial no crescimento e consolidação do mercado e da economia, pelo que a OCDE compilou um conjunto de recomendações destinadas a robustecer o mercado de capitais nacional.

Por forma a que o mercado regulamentado demarque uma posição no contexto internacional, a OCDE denotou a necessidade de reformar certos aspetos de política legislativa, alargando os instrumentos legais à sua disposição e dotando-o de meios e condições que favoreçam o seu crescimento e reconhecimento.

Uma das recomendações feitas pela OCDE foi precisamente a consagração, no direito português, de uma norma que permitisse a um acionista deter uma posição privilegiada em relação aos outros, através da existência do mecanismo do voto plural⁸⁴.

A inexistência de tal consagração levou a que grande parte das empresas, que fizeram parte do estudo da OCDE, não demonstrasse interesse em aderir ao mercado de

⁸² Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 438-440.

⁸³ Sobre este tema vide OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*; OECD, Understanding Delistings from the Portuguese Stock Market; *cit.*; OCDE, Improving access to capital for Portuguese companies, *cit.*

⁸⁴ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, 15-16.

capitais, utilizando o financiamento interno e o crédito bancário como fontes preferenciais⁸⁵.

As mesmas empresas consideravam que o desenvolvimento de um mercado de capitais bem-sucedido dependia, em larga escala, da introdução de mecanismos mais flexíveis quanto ao governo societário⁸⁶.

Assim, com vista a propiciar a adesão ao mercado regulamentado e a fontes de financiamento alternativas, a OCDE recomendou a revisão e modernização do CVM, através da consagração de normas mais flexíveis quanto à estrutura de voto, – como a possibilidade de consagrar o direito de voto plural no cerne das SA cotadas⁸⁷.

A presença deste mecanismo na jurisdição nacional asseguraria um grau de flexibilização suficiente para corresponder aos anseios generalizados dos empresários e empreendedores, que não veriam a sua posição afetada pela entrada neste mercado.

5.5 Alterações ao CVM relativas à consagração do voto plural, introduzidos pela lei n.º 99-A/2021

Denote-se, antes de mais, que o regime português já admitia a possibilidade de voto plural pelo regime acolhido no art. 250.º, n.º 2, mas apenas no que respeitava às SpQ⁸⁸.

A relação estabelecida entre acionistas majoritários (e, por essa via, controladores) e acionistas minoritários pauta-se por direitos especiais conferidos a certas categorias de ações, que criam uma não correspondência entre a participação detida e o poder de domínio⁸⁹.

Esta relação observou novos contornos com as alterações ao CVM no início de 2022, uma vez que o ordenamento jurídico passou a consagrar, na legislação relativa às SA cotadas, a criação de ações com direito especial ao voto plural, de tal forma que a uma ação pode corresponder até 5 votos nas reuniões da assembleia geral⁹⁰.

⁸⁵ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, cit, 47.

⁸⁶ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, cit, 15-16.

⁸⁷ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, cit, 23.

⁸⁸ Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, *cit.*, 304-307.

⁸⁹ Art. 24.º do CSC.

⁹⁰ Art. 21.º-D do CVM.

Este aditamento introduziu uma exceção à proibição de existência de voto plural nas SA, consubstanciada no art. 384.º, n.º 5 do CSC⁹¹, por forma a fazer face às necessidades dos agentes do mercado. Posto isto, esta proibição foi derogada para as SA cotadas, que passaram a ter a possibilidade de emitir ações com direito a voto plural.

Deste modo, uma participação com direito especial ao voto plural passa a conferir uma posição privilegiada no controlo da sociedade, observando-se uma dissociação entre o número de ações detidas e o controlo da sociedade⁹².

Através da introdução do voto plural, pelo art. 21.º-D do CVM, as empresas passaram a ter a possibilidade de aceder ao mercado regulamentado como forma de obter financiamento, ao mesmo tempo que os acionistas possuem a garantia de que detêm o controlo da sociedade, através do poder de voto acrescido. Esta disposição veio, assim, propiciar o acesso ao mercado de capitais.

Ressalve-se que vigora a proibição da majoração por voto plural para as SA não cotadas, de acordo com o art. 384.º, n.º 5 do CSC, que será analisado posteriormente.

5.6 Críticas ao regime permissivo do voto plural

Importa referir que existe uma posição doutrinária que critica a figura do direito especial ao voto plural, com o fundamento de que tal fomenta os núcleos de controlo nas sociedades⁹³.

A posição defensora do princípio (“*one share, one vote*”)⁹⁴ justifica-se na ideia de “democracia acionista”, *i.e.*, a dinâmica das SA é equiparada ao Estado, visto que os acionistas formam entre si uma vontade coletiva, sob a forma de deliberações por maioria, e elegem um Conselho de Administração, que atua no seu interesse. Nesta conceção⁹⁵, à

⁹¹ Denote-se que a regra segundo a qual se proibia a existência de majoração de voto correspondente a uma ação era aplicada à generalidade das SA.

⁹² Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, cit, 519-521.

⁹³ Xavier, Vasco Lobo. *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*, Almedina, 1976, 161-162 e 234-235.

⁹⁴ Gompers, Paul A, Joy Ishii e Andrew Metrick. “Corporate governance and equity prices”, *The QJE* 116, no. 1 (2001): 229-59, 361 e ss.

⁹⁵ Entre nós, Fernandes, António Monteiro. “Problemas da sociedade anónima”, *Estudos Sociais e Corporativos* (1965), 36-39.

semelhança do que acontece num Estado democrático, todas as ações são iguais entre si e o voto revela essa igualdade acionista.

Esta comparação das SA ao Estado e dos órgãos societários aos órgãos estaduais é irrealista, uma vez que para o Estado existe a percepção, meramente valorativa, de que a democracia é a melhor forma de prosseguir o bem comum. Porém, para as sociedades comerciais tal não se revela tão linear e, por vezes, a premissa de que os acionistas são os maiores interessados em tomar as decisões mais eficientes demonstra-se desadequada à natureza societária, dada a facilidade que os acionistas possuem de se desvincular da sociedade, pela venda da sua participação social⁹⁶.

Nas palavras de Pinto Coelho, apesar da figura do voto plural poder suscitar abusos, tal não deverá constituir motivo para a proibir, “*não sendo admissível que se recuse um direito pela simples razão de que o seu titular pode abusar dele*”⁹⁷.

6. Previsões normativas para obtenção de voto plural

6.1 Requisitos para obtenção do voto plural

A majoração por voto plural constitui um direito especial, cuja utilização não deve ser exercida de forma arbitrária. Por tal, a obtenção deste direito está limitada à verificação de certos requisitos. Note-se apenas que os requisitos divergem caso estejamos perante a introdução do voto plural por aumento de capital ou por conversão de ações.

6.2 Forma de inclusão do direito especial ao voto plural na sociedade

Admite-se a emissão de ações com voto plural e a sua consagração no momento de constituição da sociedade. Tal não revela especial dificuldade, visto que todos os sócios manifestam a sua vontade em relação a este direito⁹⁸.

Quando tal deliberação não acontece no momento da constituição da sociedade, conforme positivado no art. 21.º-D, n.º 2 e n.º 3, a majoração por voto plural poderá ser

⁹⁶ Sobre este tema vide, Pereira, Jorge Brito. A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima, *Universidade Católica Portuguesa*, 2021, 107-109.

⁹⁷ Coelho, José Gabriel Pinto. Estudo sobre as acções de sociedades anónimas, *cit.*, 147-153.

⁹⁸ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, *cit.*, 491-492.

introduzida nos estatutos da sociedade por meio de um aumento de capital ou por conversão de ações.

Com o intuito de respeitar o princípio de igualdade entre acionistas, a deliberação, independentemente da modalidade adotada, deverá ser tomada pela maioria necessária para a alteração de estatutos, *i.e.*, maioria de dois terços dos votos emitidos, exceto se estipulado de forma diferente nos estatutos⁹⁹.

Note-se que, caso o princípio da igualdade¹⁰⁰ não seja respeitado, por qualquer motivo, a introdução do direito especial ao voto plural nos estatutos sociais dependerá de deliberação unânime.

6.2.1 Deliberação de aumento de capital através da emissão de ações com direito ao voto plural

O direito especial ao voto plural poderá estabelecer-se através de um aumento de capital com novas entradas, em dinheiro ou em espécie¹⁰¹, reservado aos acionistas pré-existentes, em cumprimento do princípio de igualdade¹⁰². Note-se ainda que o art. 87.º, n.º 1 do CSC obriga a certas menções expressas nesta deliberação.

Na circunstância de se constatar um aumento de capital por entradas em dinheiro, aqueles que sejam acionistas à data da deliberação gozam de direito de preferência na subscrição de novas ações, na aceção do n.º 1, do art. 458.º do CSC. Apresentam-se, neste contexto, duas situações distintas¹⁰³.

Se apenas existirem ações ordinárias, os acionistas pré-existentes gozam de direito de preferência na subscrição de ações com voto plural, conforme previsto no n.º 2 do artigo supramencionado.

Na eventualidade de já existirem ações majoradas na sociedade, o n.º 4 do mesmo artigo explana que, num primeiro momento, devem ser os acionistas titulares desta categoria a dispor do direito de preferência na subscrição. Posto isto, os demais acionistas

⁹⁹ Art. 386.º n.º3 *ex vi* art. 383.º n.º2.

¹⁰⁰ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, cit., 493, “*será o que ocorre quando resulte de aumento de capital com limitação ou supressão do direito de preferência ou de uma conversão de ações que seja feita de modo não igualitário entre os acionistas, ainda que (...) sejam justificados pelo melhor interesse da sociedade*”.

¹⁰¹ Nos termos do n.º 3 do art. 21.º-D.

¹⁰² Câmara, Paulo. *Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários*, cit., 221.

¹⁰³ Sobre este tema vide Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, cit., 498-500.

podem subscrever somente as ações com voto plural não subscritas por aqueles. Observa-se, desta forma, uma limitação no direito de preferência aos acionistas titulares de ações de outras categorias ou de ações ordinárias.

Diferentemente, a deliberação está sujeita a requisitos de unanimidade (i) se o aumento de capital ocorrer por entradas em espécie, dado que *in casu* não se atribuí direito de preferência aos restantes acionistas e (ii) se a deliberação prever a limitação ou supressão dos direitos de preferência, tal como estipula o art. 460.º do CSC¹⁰⁴.

6.2.2 Conversão de ações ordinárias em ações com direito ao voto plural

A categoria de ações com voto plural poderá ser introduzida numa sociedade por conversão de ações ordinárias em ações majoradas. Tal conversão está sujeita à aplicação do art. 344.º do CSC, com as devidas adaptações, por remissão do n.º 4 do art. 21.º-D do CVM.

Decorre do n.º 2 do art. 344.º do CSC que o acionista que queira converter as suas ações ordinárias em ações com direito ao voto plural, tem de solicitar tal conversão, com carácter prévio, para posterior discussão em sede de assembleia geral. Assim, a conversão surge através de requerimento dos acionistas interessados em que seja atribuída esta vantagem às suas ações¹⁰⁵. Este requerimento deverá surgir no período fixado pela deliberação, não inferior a 90 dias a contar da publicação da data de deliberação.

No processo de conversão exige-se, pelo mesmo normativo, que seja respeitado o princípio da igualdade de tratamento, *i.e.*, todas as ações devem ser tratadas da mesma forma¹⁰⁶.

No essencial da questão aplicam-se as mesmas regras aplicadas à deliberação de aumento de capital, dado tratar-se também de uma alteração estatutária.

Note-se que a conversão deverá abranger apenas parte das ações. Se tal não acontecer apenas se mudam os direitos de voto atribuídos à globalidade das ações e a proporcionalidade entre o valor nominal das ações e os direitos de voto continuará intacta. Como a majoração por voto plural, na sua génese, atribui a um ou vários sócios um direito

¹⁰⁴ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, *cit.*, 500.

¹⁰⁵ Stokes, Miguel. Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas, *cit.*, 155-156.

¹⁰⁶ Câmara, Paulo. Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários, *cit.*, 221.

especial, há que obedecer à rutura da proporcionalidade entre o valor nominal das ações e o controlo exercido na sociedade¹⁰⁷.

A conversão poderá ainda ser imposta ao acionista interessado, em consequência de deliberação por maioria, em sede de assembleia geral. Ora, quando a conversão surge de uma imposição urge questionar se o acionista fica obrigado a converter as suas ações. Parece claro afirmar que a resposta a esta questão é negativa. É impreterível que o acionista manifeste a sua vontade, sendo-lhe facultada a opção de converter ou de não converter as suas ações ordinárias em ações com direito especial ao voto plural¹⁰⁸.

Os motivos que podem justificar a opção de o acionista preferir manter as ações ordinárias, ao invés de valorizar a sua posição representativa prendem-se com (i) a par da atribuição da majoração por voto plural, o acionista ver qualquer outro direito especial preterido ou (ii) apesar de a posição majorada favorecer o acionista em causa, este optar por manter as suas ações (ou parte delas) ordinárias por outros motivos¹⁰⁹.

6.3 Requisitos para a inclusão nos estatutos sociais da sociedade em causa

A possibilidade de existência de voto plural nas SA cotadas está condicionada à prévia verificação de três requisitos, conforme disposto no art. 21.º-D do CVM, conjugado com o art. 344.º do CSC, a saber:

Exige-se a sua previsão nos estatutos sociais da sociedade¹¹⁰. A imposição legal de se adaptar os estatutos para que prevejam esta figura constitui um pressuposto do sistema *opt-in*, sistema adotado pelo legislador português e supra explicitado¹¹¹.

Relativamente às maiorias necessárias para a inclusão desta previsão nos estatutos sociais, estabelece o n.º 3 do art. 21.º-D do CVM a necessidade do quórum e da maioria legalmente exigida para a alteração do contrato de sociedade das SA.

Embora a regra geral das maiorias exigidas pelo art. 386.º do CSC convencie a regra da maioria simples para deliberação nas SA, o seu n.º 3 (aplicável *ex vi* art. 21.º-D,

¹⁰⁷ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 500.

¹⁰⁸ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 500-501.

¹⁰⁹ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 501.

¹¹⁰ Conforme disposto no art. 24.º do CSC.

¹¹¹ Gomes, José Ferreira. *Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, cit.*, 340-343.

n.º 3 do CVM) excepciona a regra geral em deliberações “sobre a alteração do contrato de sociedade, fusão, cisão, transformação, dissolução da sociedade ou outros assuntos para os quais a lei exija maioria qualificada”¹¹². Para tais casos, devido à sensibilidade das matérias em questão, a aprovação da deliberação encontra-se condicionada à verificação de dois requisitos.

Primeiro, é imperativa a presença de ações correspondentes a, pelo menos, um terço do capital social na assembleia geral. Portanto, para que se possa deliberar acerca deste tema, terão de estar presentes na reunião da assembleia geral para o efeito, no mínimo, 33, (3) % das ações representativas do capital social¹¹³.

Para verificação do segundo requisito, a maioria só se forma se a deliberação for aprovada por dois terços dos votos emitidos. Ou seja, para que haja aprovação efetiva da alteração dos estatutos sociais, de modo a incluírem o direito especial ao voto plural, é necessário voto presente e favorável de, pelo menos, 66, (6) % do capital representado em sede de assembleia geral¹¹⁴.

Destarte, as maiorias necessárias para inclusão da majoração por voto plural nos estatutos sociais correspondem, *ex vi*, às maiorias necessárias para a alteração dos estatutos. Atente-se que existe liberdade total para que os estatutos sociais agravem as maiorias e quóruns mencionados. Contudo, vigora a proibição de os mesmos preverem maiorias inferiores às legalmente previstas¹¹⁵.

As maiorias exigidas podem ser criticáveis por se apresentarem tão reforçadas, constituindo um impasse à sua consagração no cerne das sociedades¹¹⁶. Todavia, esta opção deve-se, por um lado, à vontade de introduzir esta figura no ordenamento jurídico português e, simultaneamente, à existência de dúvidas quanto ao seu sucesso.

A admissibilidade da majoração por voto plural foi afastada por diversos ordenamentos jurídicos e criticada por carregar riscos de desigualdade entre os acionistas,

¹¹² Art. 383.º, n.º 2 do CSC.

¹¹³ Coelho, Eduardo de Melo Lucas. O quórum constitutivo das assembleias gerais, *DSR* (2011), 14-16.

¹¹⁴ Stokes, Miguel. Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas, *cit.*, 153-154.

¹¹⁵ Cordeiro, António Menezes, SA: Assembleia geral e deliberações sociais, Almedina, 2019, 111-112.

¹¹⁶ Cunha, Paulo Olavo. Direito das sociedades comerciais, 7.ª edição, Almedina, 2019, 186.

extração de benefícios especiais conexos com o poder de voto e controlo e distorção dos incentivos de voto¹¹⁷.

Porém, os resultados reportados pelo relatório da *European Corporate Governance Forum* (ECGF)¹¹⁸ enunciam como vantagens do desvio ao princípio da proporcionalidade (i) a monitorização pelos acionistas controladores, (ii) o acesso ao mercado de capitais, (iii) a proteção dos acionistas no longo prazo e (iv) a liberdade de contratação e competição eficiente.

As vantagens da consagração desta figura são facilmente vislumbradas no contexto das SA cotadas, uma vez que estamos perante um mecanismo de incentivo à entrada no mercado de capitais, que salvaguarda a manutenção do controlo da sociedade¹¹⁹.

Nos termos apresentados por José Ferreira Gomes, “*caberá aos sócios modelar os estatutos da sociedade nos termos que considerem mais adequados ao desenvolvimento do projeto empresarial, à luz dos princípios da autonomia privada e da autorresponsabilidade*”¹²⁰.

7. Legitimidade para participar na assembleia geral

Ao contrário de outros ordenamentos jurídicos, nomeadamente o espanhol, onde o acionista que pretenda assistir à assembleia geral, enquanto titular de ações de lealdade, necessita de acreditar a titularidade interrompida de tal direito¹²¹, a lei portuguesa não apresenta condicionalismos nem estabelece requisitos adicionais à participação dos acionistas com direito especial de voto plural nas deliberações.

À exceção da deliberação de exclusão voluntária da negociação, que será analisado posteriormente, em que a lei regula um entrave aos acionistas desta categoria de votarem com tal majoração, não existe no ordenamento jurídico nacional nenhum outro caso em que se ponha em causa a legitimidade dos acionistas titulares destas ações para

¹¹⁷ Statement of the European Corporate Governance Forum on Proportionality, 2007, 2-3.

¹¹⁸ Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality, 2007.

¹¹⁹ Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, *cit.*, 338-339.

¹²⁰ Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, *cit.*, 340-341.

¹²¹ Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, *cit.*, 320-321.

participarem nas deliberações da assembleia geral, com a majoração inerente ao voto plural¹²².

Note-se que a lei prevê a possibilidade de os estatutos da sociedade preverem outras matérias, para além das legalmente estabelecidas, para as quais o voto plural não possa ser exercido, nas quais se aplica a regra estatutária do voto inerente às ações ordinárias¹²³.

7.1 Exclusão voluntária da negociação – caso especial

A lei prevê um caso especial, referente à exclusão voluntária da negociação¹²⁴, *i.e.*, à saída da sociedade do mercado regulamentado, por deliberação da assembleia geral.

Existe uma particularidade legal relativa à deliberação social das sociedades que optem por retirar as suas ações do mercado regulamentado e que, no caso que nos ocupa, incluam ações majoradas. Esta particularidade deve-se ao facto de o *delisting* ter de ser deliberado por uma maioria qualificada, não inferior a 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social¹²⁵.

Assim, no contexto das deliberações relativas à exclusão voluntária da negociação, os acionistas que beneficiem de direito especial ao voto plural não o podem exercer, aplicando-se a estes a regra estatutária do direito de voto inerente às ações ordinárias¹²⁶ – o que suscita fundadas dúvidas.

É importante refletir sobre a opção legislativa de retirar a eficácia do voto plural nas deliberações acerca da saída do mercado regulamentado. É certo que o principal foco desta reforma foi a introdução de medidas de fomento do mercado de capitais português, mas coartar a possibilidade de *delisting*, para além de se evidenciar contraditório¹²⁷, revela-se algo utilitarista.

¹²² Art. 21.º-D n.º 5 CVM.

¹²³ Art. 21.º-D n.º 5 CVM.

¹²⁴ Arts. 251.º-F a 251.º-H.

¹²⁵ Art. 251.º-F n.º1.

¹²⁶ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, cit., 509.

¹²⁷ Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, cit., 339-340.

8. Extinção da previsão estatutária que estatui a existência de voto plural e as *sunset provisions*

As sociedades dispõem de liberdade para consagrar o direito especial ao voto plural nos seus estatutos sociais. Da mesma forma que podem aderir a este sistema, podem também dele se retirar a qualquer momento¹²⁸.

Deste modo, a sociedade que tenha consagrado a majoração por voto plural pode, a todo o tempo, optar por voltar à regra da proporcionalidade entre os direitos de voto e o valor nominal das ações.

A opção de retirar este privilégio dos estatutos sociais implica distorções da força dos acionistas, o que culmina num prejuízo para os acionistas detentores de participações sociais com voto majorado, posto que o seu peso no colégio de acionistas diminui; e num benefício para os acionistas titulares de ações ordinárias, porquanto veem o seu peso relativo aumentar devido à diminuição do número de ações votantes¹²⁹.

A concretização desta reversão é complexa e depende das regras e condições inerentes ao sistema. Esta alteração implica, desde logo, a alteração dos estatutos para eliminação das regras que haviam consagrado a possibilidade do voto plural, exigindo-se, para tal, os quóruns e maiorias reforçados previstos para as alterações estatutárias¹³⁰.

O direito especial ao voto plural está protegido como tal, ao abrigo do art. 24.º do CSC. Por conseguinte, e conforme estipula o seu n.º 5, é exigido o consentimento dos titulares das ações de categoria especial para se retirar este direito dos estatutos sociais. Este consentimento é dado, segundo dita o n.º 6 do referido artigo, através de deliberação tomada em assembleia geral especial dos acionistas titulares de ações com direito especial ao voto plural.

Por último, a eliminação das ações majoradas obriga à conversão das ações com voto plural em ações ordinárias, por forma a cumprir com o princípio da proporcionalidade¹³¹.

¹²⁸ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 531.

¹²⁹ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 532-533.

¹³⁰ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 532.

¹³¹ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima, cit.*, 533.

Denote-se que as alterações de poder dos acionistas no governo societário podem comportar consequências diversas. A título de exemplo, podem levar a uma passagem de um dos patamares de OPA obrigatória ou à divulgação de participação qualificada¹³².

Caso diferente e menos vulgar, é a eliminação das ações com voto plural como resultado de uma condição ou termo resolutivo – *sunset clauses*¹³³.

O autor Jorge Brito Pereira refere que a verificação das *sunset clauses* poderá ocorrer de três formas diferentes¹³⁴. Primeiro, poderá estabelecer-se um termo resolutivo, *i.e.*, após o decurso de um determinado período de tempo, as ações com voto plural são convertidas em ações ordinárias (intituladas *time-based sunset*). Adicionalmente, poderá sujeitar-se as ações majoradas a uma condição resolutiva, *i.e.*, caso o acionista titular das ações com voto plural não dilua a sua participação social abaixo de certo número ou percentagem, as ações convertem-se automaticamente em ações ordinárias (designadas *divestment sunset clauses* e *dilution sunset provisions*, respetivamente). Por fim, poderá condicionar-se a perda da majoração a uma condição resolutiva de diferente ordem¹³⁵ (denominadas *event-driven sunset clauses*).

9. Transmissão e extinção do voto plural

O direito especial ao voto plural é concebido, à semelhança de outros direitos especiais, a categorias de ações e não aos acionistas *per si*. Desta forma, o voto plural constitui um direito especial inerente à ação¹³⁶.

Não se tratando de um privilégio supletivo ou pessoal, quando se verifica a transmissão da ação, o direito especial ao voto plural transmite-se com esta¹³⁷, beneficiando, por esta forma, o adquirente.

¹³² Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, cit., 531.

¹³³ As *sunset clauses* comportam a reversão automática das ações com voto plural em ações ordinárias, mediante a verificação de eventos certos e determinados.

¹³⁴ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, cit., 386-389.

¹³⁵ Os casos mais comuns são a morte, a reforma do titular ou a transmissão das ações majoradas a terceiro.

¹³⁶ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, cit., 483-491.

¹³⁷ Art. 24.º n.º 4 do CSC.

Nos sistemas em que se prevê o direito especial ao voto plural, este beneficia o adquirente superveniente a todo o tempo, incluindo nos casos que nos sistemas que consagram as ações de lealdade se consubstanciam como especiais, *i.e.*, a sucessão *mortis causa*, a dissolução e liquidação da sociedade de propriedade comunitária, a doação entre cônjuges ou ascendentes/descendentes, a modificação estrutural da sociedade titular das ações ou da sociedade emissora (se esta contemplar o voto plural) e a transmissões entre sociedades do mesmo grupo¹³⁸.

Esta configuração permite-nos concluir que, nos sistemas que contemplam o voto plural enquanto direito especial, a majoração não se extingue pela transmissão das ações ou noutros casos específicos. Tal como acima referido, o voto plural apenas se extingue por assembleia especial dos acionistas titulares de ações da respetiva categoria.

No sistema português, o acionista que pretenda sair do capital da sociedade pode, sempre que assim entender, alienar as suas ações, desvinculando-se da sociedade e do seu capital.

Diversamente e não se tratando formalmente de um direito de exoneração, casos existem na regulação do direito dos valores mobiliários que permitem ao acionista desvincular-se do capital da sociedade¹³⁹. Referimo-nos ao caso da OPA obrigatória, regulado no n.º 1 do art. 187.º, imposta ao acionista cuja participação ultrapasse um terço ou metade dos direitos de voto do capital social da sociedade. Aludimos, também, ao caso da alienação potestativa de ações¹⁴⁰. Por fim, urge assinalar o caso da exclusão voluntária de negociação por deliberação da assembleia geral¹⁴¹.

Apesar de os casos em apreço serem diferentes na sua génese e na sua lógica, encontram a sua justificação num ponto em comum – a obrigação de adquirir um conjunto de ações, independentemente da vontade do adquirente, por vontade de um acionista, devido à alteração da relação estabelecida entre o acionista em causa e a sociedade¹⁴².

¹³⁸ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, cit., 527.

¹³⁹ Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, cit., 514.

¹⁴⁰ Expressa no art. 196.º do CVM, quanto às SA cotadas.

¹⁴¹ Arts. 252.º-F e ss do CVM.

¹⁴² Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, cit., 514-515.

10. Proibição do voto plural nas SA não cotadas

O n.º 5 do art. 384.º do CSC proíbe a implementação do direito especial ao voto plural nas SA não cotadas, uma vez que tal proibição foi apenas derogada para as SA cotadas. Daqui infere-se que no contexto da regulação do voto plural encontramos soluções completamente contraditórias pela natureza das SA, *i.e.*, para as SA cotadas e para as SA não cotadas¹⁴³.

Este é um mecanismo fundamental para o crescimento das empresas e do mercado tanto antes quanto depois da entrada no mercado regulamentado, dado que a generalidade das empresas portuguesas carece de medidas que fomentem o seu crescimento. Na aceção do princípio da liberdade contratual, os sócios devem dispor de liberdade para definir os contornos e a condução do seu projeto¹⁴⁴.

Pensemos num caso hipotético para melhor perceber este tema: justificar-se-á que cinco sócios que decidam constituir uma sociedade comercial não cotada não possam utilizar este mecanismo e em compensação uma sociedade cotada em bolsa, com milhares de sócios, possa consagrar o voto plural?

Nestes moldes, não é clara a intenção do legislador ao regular o mecanismo em apreço para as SA cotadas e proibi-lo expressamente para as SA não cotadas e parece-nos injustificado que o tema tenha sido apenas regulado para as últimas.

¹⁴³ Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, *cit.*, 340-342.

¹⁴⁴ Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas, *cit.*, 338.

Conclusões

Pretendeu-se com este trabalho expor a discussão sobre a possibilidade de se majorar as ações por voto plural, que se intensificou em resultado da sua introdução no cerne das SA cotadas portuguesas. A discussão em torno deste tema não é recente, o princípio da proporcionalidade e as vantagens e desvantagens da admissibilidade do voto plural têm sido objeto de amplo debate pela doutrina portuguesa.

Durante largos anos, a regra da proporcionalidade, relativa aos direitos de voto no governo societário, vigorou para a globalidade das SA. Esta solução demonstrava-se redutora e sem pretensão de se aplicar nas SA cotadas, uma vez que a proibição de estabelecer tal direito constituía um entrave no momento da decisão de aceder ao mercado de capitais doméstico.

Na recente alteração ao CVM introduziu-se a possibilidade de inclusão do direito especial ao voto plural nas SA cotadas, solucionando, deste modo, a questão da perda do controlo societário como fator de não adesão a este mercado.

Por meio do presente estudo foi possível verificar que as alterações introduzidas ao CVM, a par da regulamentação de direitos especiais que protegem os acionistas pré-existentes, são medidas estratégicas que se destinam a promover a cotação das empresas e a contribuir para o reforço do mercado e da sua liquidez.

O aumento da liquidez do mercado de capitais resulta, em parte, de mecanismos que facilitem e agilizem o processo de admissão à bolsa de valores. Assim sendo, as medidas apresentadas revelam uma forma eficaz de incentivar o investimento a longo prazo, ao mesmo tempo que alinham os interesses dos agentes do mercado.

Revela-se preponderante terminar este trabalho com três questões que aportam esta alteração legislativa:

- i. É impreterível questionar as motivações de política legislativa que antecederam a dupla face do voto plural nas SA, *i.e.*, a admissibilidade para as SA cotadas e a proibição para as SA não cotadas. A proibição do voto plural, que consta do CSC, é resultado de um caminho histórico e repleto de falhas. O princípio da proporcionalidade, princípio basilar sobre o qual versa a proibição de voto plural para as SA não cotadas, assenta em pressupostos que nem sempre se verificam, nomeadamente que os interesses

dos acionistas são homogéneos. Tal proibição, num mercado de capitais nacional já de si frágil, confia-se como uma desvantagem competitiva adicional. Desta forma e na mesma linha de pensamento utilizada para a inclusão do direito de voto plural para as SA cotadas, deveria ponderar-se a consagração de uma norma jurídica que permitisse o direito especial ao voto plural no cerne das SA não cotadas, deixando na autonomia das partes a opção de inclusão deste mecanismo na sociedade.

- ii. Atendendo a que a alteração do CVM teve na sua génese o fomento do mercado de capitais, cabe-nos interrogar a opção legislativa que versa sobre a proibição de utilizar este mecanismo nas deliberações de *delisting*. A segurança de que podem sair, a qualquer momento, da bolsa é uma ponderação que releva no momento de adesão a este mercado. Assim, cumpre questionar se esta exceção não retira a eficácia prática que se pretendeu com esta medida.
- iii. Por último, olhando para o sucesso que as ações de lealdade demonstram noutros países da UE manifesta-se crucial refletir sobre a opção do legislador de não as incluir no panorama nacional. A nosso ver, a sua regulação estimularia o crescimento empresarial e teria um impacto considerável na economia.

Muito embora se trate de uma medida recente, a regulação do voto plural na conjuntura nacional demonstra algumas limitações, pelo que se conclui que este tema ainda carece de debate doutrinal e de evidências científicas.

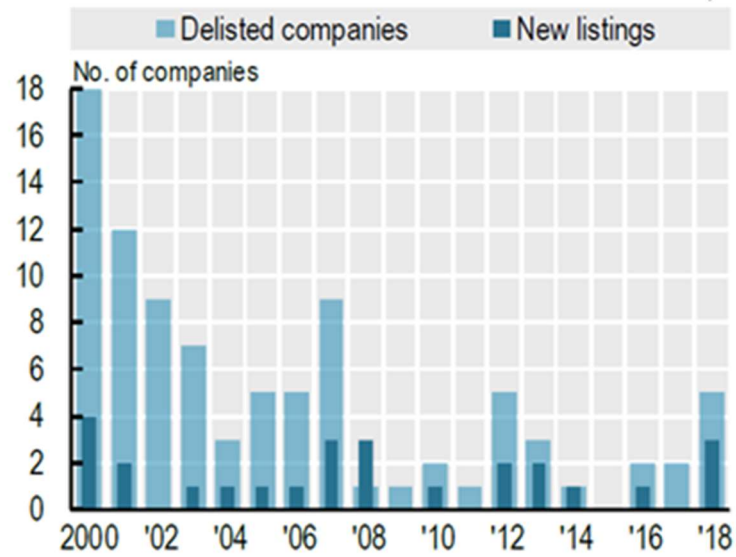
Por último, deixamos nota de que a admissibilidade do voto plural não será *per si* o agente de mudança do panorama atual. Apesar de não termos grandes dúvidas de que esta medida, há muito indicada pelos agentes do mercado, constitui um passo fundamental para a revitalização e dinamização do mercado regulamentado nacional, ainda não se verificou a sua utilização por nenhuma sociedade cotada portuguesa.

Anexo I¹⁴⁵

Anos	PME			
	Total	Micro	Pequenas	Médias
2008	1.260.302	1.207.098	46.383	6.821
2009	1.222.488	1.171.689	44.253	6.546
2010	1.167.168	1.117.787	42.968	6.413
2011	1.135.153	1.088.145	40.815	6.193
2012	1.085.894	1.043.003	37.118	5.773
2013	1.118.427	1.077.294	35.446	5.687
2014	1.146.119	1.104.490	35.870	5.759
2015	1.180.331	1.136.865	37.515	5.951
2016	1.213.107	1.167.993	38.866	6.248
2017	1.259.234	1.212.059	40.547	6.628
2018	1.294.037	1.244.495	42.581	6.961
2019	1.333.649	1.281.857	44.492	7.300
2020	1.314.944	1.264.086	43.678	7.180

¹⁴⁵ Disponível em: www.pordata.pt.

Anexo II¹⁴⁶



¹⁴⁶ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, *cit.*, figura 1.

Bibliografia

- Ascensão, José de Oliveira. “As ações”, Direito dos Valores Mobiliários, volume II, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, 2000.
- Banco de Portugal (2018), Financial Stability Report June 2018 (disponível para consulta em: www.bportugal.pt).
- Barbosa, Luciana e Paulo Soares Pinho. Estrutura de financiamento das empresas, *Banco de Portugal*, 2016.
- Caldas, José Castro. O impacto das medidas ‘anti-crise’ e a situação social e de emprego-Portugal, *Comité Económico e Social Europeu*, 2013.
- Câmara, Paulo. Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários, em Direito dos Valores Mobiliários, *revista da faculdade de direito de Lisboa*, 1997.
- Câmara, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª Edição, Almedina, 2018.
- CMVM. Circular relativa à revisão do Código dos Valores Mobiliários (disponível para consulta em: www.cmvm.pt).
- Coelho, Eduardo de Melo Lucas. O quórum constitutivo das assembleias gerais, *DSR* (2011).
- Coelho, José Gabriel Pinto. *Estudo sobre as acções de sociedades anónimas*, Coimbra, 1957.
- Coelho, Miguel e Pedro Verga Matos. Short-termism in Euronex Lisbon: An empirical analysis, *European Journal of Management Studies*, Volume 21, Issue 1, Lisboa, 2016.
- Cordeiro, António Menezes. *SA: Assembleia geral e deliberações sociais*, Almedina, 2019.
- Cuñat, Vicente (2007). Trade credit: suppliers as debt collectors and insurance providers, *Review of Financial Studies*, 20(2).
- Cunha, Paulo Olavo, “A dissolução (voluntária): via (alternativa) para a perda da qualidade de “aberta” da sociedade anónima” em *20 Anos do Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2021.
- Cunha, Paulo Olavo. *Direito das sociedades comerciais*, 7.ª edição, Almedina, 2019.
- De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019). Owners of the World’s Listed Companies, *OECD Capital Market Series*, Paris.
- Denis, David J e Vassil T Mihov (2003). The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings, *Journal of Financial Economics*, 70(1).

Estaca, José Marques. “O destaque dos direitos de voto em face do código dos valores mobiliários”, Estudos em honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão, Volume II, Almedina, 2008.

French, Derek, Christopher L Ryan e Stephen W Mayson. *Mayson, French & Ryan on Company Law*, (Oxford UP, 2019).

FundsPeople. Os Family Offices já investem mais em ativos alternativos do que em ações, 2020 (disponível para consulta em: www.fundspeople.com).

Gameiro, Isabel Marques e Nuno Gonçalo Ribeiro. Financing Costs of Portuguese Companies, *Banco de Portugal Economic Bulletin Autumn 2007*, 2007 (disponível para consulta em: www.bportugal.pt).

Gomes, José Ferreira e Diogo Costa Gonçalves. *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, Vol. I, AAFDL Editora, 2018.

Gomes, José Ferreira. Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa, *Revista de Direito Comercial*.

Gompers, Paul A, Joy Ishii e Andrew Metrick. “Corporate governance and equity prices”, *The QJE* 116, no. 1 (2001): 229-59.

Martins, António. Uma reflexão sobre a eficácia dos benefícios fiscais à dinamização do mercado accionista em Portugal, *Revista Fiscalidade N.º 7|8 – ISG*, 2001.

Moreira, António Carrizo. Desafios das PME num contexto de globalização, *Percursos & Ideias n.º 1*, 2ª série, 2009.

OECD Capital Market Review of Portugal 2020: Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth, OECD Capital Market Series (disponível para consulta em: <https://www.oecd.org>).

OECD (2020), Improving access to capital for Portuguese companies: A survey of unlisted companies, OECD Capital Market Series, Paris (disponível para consulta em: <https://www.oecd.org>).

OECD (2020), Understanding Delistings from the Portuguese Stock Market, OECD Capital Market Series, Paris (disponível para consulta em: <https://www.oecd.org/>).

Oliveira, Madalena Perestrelo de. “Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares”, *DSR*, 2015.

Oliveira, Maria Perestrelo de. Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais: um modelo dinâmico de proteção, Tese de doutoramento, Direito (Ciências Jurídico-Civis), *Universidade de Lisboa, Faculdade de Direito*, 2020.

Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality, 2007, (disponível para consulta em: <http://www.efmlg.org>).

Pereira, Jorge Brito. A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima, Tese de Doutoramento, *Universidade Católica Portuguesa*, 2021.

Pereira, Jorge Brito. *O Voto Plural nas Sociedade Anónima*, Almedina, 2022.

Pessoa, Diogo. Das ações preferenciais sem direito de voto / os aspetos críticos de um regime imperativo-rígido, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários n.º 65*.

Statement of the European Corporate Governance Forum on Proportionality, 2007 (disponível para consulta em: <http://www.efmlg.org>).

Stokes, Miguel. Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas – Permissão Normativa Tácita das Ações de Lealdade?, *1 RDFMC*, (2022).

UBS. Global Family Office Report 2022 (disponível para consulta em: www.ubs.com).

Vasconcelos, Pedro Pais de. *A participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., 2006.

Xavier, Vasco Lobo. *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*, Almedina, 1976.