



UNIVERSIDADE
CATÓLICA PORTUGUESA | FACULDADE
DE DIREITO
ESCOLA DE LISBOA

O REGIME DAS AÇÕES COM VOTO PLURAL NO NOVO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

AFONSO SERRA MARQUES

Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Direito, na especialidade de Mestrado
Empresarial, sob a orientação do Sr. Professor Doutor Jorge Brito Pereira

Abril de 2023

Agradecimentos

Aos meus pais,

Por todo o apoio incomensurável e a quem as palavras não chegam para agradecer por tudo.

À minha família,

por estar sempre lá quando necessito.

Aos meus colegas e amigos,

pela contribuição indelével para a pessoa que sou hoje.

Ao Professor Doutor Jorge Brito Pereira,

por ter aceitado tão prontamente o meu convite, apesar de nunca ter sido meu professor, e por toda a atenção e colaboração.

Resumo e Palavras-Chave

O primeiro capítulo da presente dissertação incide sobre o conceito de voto plural e procede à demarcação do tema, visto que o conceito de voto plural é muito amplo e apenas iremos versar sobre o voto plural *stricto sensu*. Ainda no primeiro capítulo, discorreremos sobre quais as principais vantagens e desvantagens do voto plural e procedemos a uma análise de Direito comparado, de modo a perceber as diferenças de regulação deste instituto em diversas outras ordens jurídicas. Explicamos ainda a conjuntura histórica que levou à eliminação do voto plural na adoção do Código das Sociedades Comerciais de 1986.

No segundo capítulo procedemos a uma análise formal e material do artigo 21.º-D do CVM, que foi aditado pela Lei n.º 99-A/2021. Neste capítulo analisamos o âmbito de aplicação do artigo em questão, o voto plural enquanto direito especial, a razão de ser de cinco votos por ação, as formalidades de emissão de ações com voto plural e a imposição do princípio da proporcionalidade nas deliberações de *delisting*. Abordamos também a questão da eliminação do voto plural e terminamos fazendo uma análise crítica deste novo regime.

Relativamente ao último capítulo, indagamos se a proibição do voto plural nas sociedades anónimas não cotadas, prevista no artigo 384.º, n.º 5 do CSC, tem sentido lógico ou não.

Palavras-chave: Benefícios Privados de Controlo, Direito Especial, Mercado de Capitais, Problemas de Agência, Sociedades Cotadas, *Startups*, Voto plural.

Abreviaturas

CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
Cfr.	Confrontar
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DCS	<i>Dual Class Share</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
N.º	Número
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OCDE/OECD	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PE	<i>Private Equity</i>
VC	<i>Venture Capital</i>
R&D	<i>Research & Development</i>
Segs.	Seguintes

*Todas as hiperligações citadas ao longo da presente dissertação foram acedidas entre os meses de Outubro de 2022 e Abril de 2023.

Índice

Introdução	6
Capítulo I – O voto plural	9
1) Conceito	9
2) Argumentos a favor e contra	11
3) Direito comparado	14
4) Antecedentes em Portugal.....	18
Capítulo II - O voto plural e o novo artigo 21.º-D do CVM.....	24
1) Âmbito de aplicação	24
2) Direito especial.....	25
3) <i>Causa essendi</i> cinco votos por ação	28
4) Formalidades de emissão	30
I. Aumento de capital para emissão de novas ações com voto plural	32
II. Conversão de ações ordinárias em ações de categoria especial	34
5) A imposição do princípio da proporcionalidade nas deliberações de <i>delisting</i>	37
6) A eliminação do voto plural.....	39
7) Análise crítica do novo regime.....	42
Capítulo III – A (eliminação) da proibição do artigo 384.º, n.º 5 do CSC.....	47
Conclusões	50
Bibliografia.....	52

Introdução

A generalidade das jurisdições tem adotado, histórica e tradicionalmente, o princípio “*one share, one vote*”¹, como princípio estruturante da vida e organização das sociedades comerciais, defendendo desta forma a essencialidade da proporcionalidade entre o direito de voto e a participação no capital social, defendendo que esta é também a forma mais democrática de organização dos direitos e deveres económicos e políticos ao nível do direito societário.

No ordenamento jurídico hodierno nacional, o princípio “*one share, one vote*” encontra-se plasmado no artigo 384.º, n.º 1 do CSC. Este princípio estabelece a ideia de que as pessoas mais indicadas para tomar as decisões de maior relevo da sociedade são aquelas que suportam, de forma mais intensa, as consequências económicas dessas mesmas decisões², estabelecendo, deste modo, uma correlação direta entre a exposição dos acionistas ao risco empresarial e o seu controlo sobre a sociedade.

No entanto, nos últimos anos, temos assistido a um aumento considerável de jurisdições que admitem o voto plural nas sociedades anónimas (especialmente nas sociedades cotadas), ou seja, que admitem a atribuição a alguns acionistas de direitos de voto desproporcionais face à sua participação no capital social, fazendo corresponder, a cada ação, dois ou mais votos.

Este “movimento” fez-se sentir com maior acuidade nas empresas inovadoras de base tecnológica e terá tido início nos EUA, principalmente a partir do IPO³ da Google (hoje Alphabet), em 2004, em que as ações de classe B (não admitidas à negociação) conferiam 10 votos por cada ação. Depois disso, diversas empresas tecnológicas lançaram os seus IPOs com a adoção de estruturas de voto plural, como por exemplo a Trip Advisor (2011), o Facebook (2012), a Dropbox (2018) e a Zoom (2019). Como veremos, em 2021, 46,6% das empresas de base tecnológica que lançaram os seus IPOs nos EUA recorreram a estruturas de ações com

¹ O princípio *one share, one vote* está consagrado expressa ou implicitamente na grande parte dos ordenamentos jurídicos societários e consiste no “*princípio segundo o qual, na sociedade anónima, há correspondência proporcional entre, por um lado, a aportação do sócio para o capital e, por outro, os direitos de voto e direitos patrimoniais*”. Pereira (2022), p. 157.

² Easterbrook e Fischel (1991), pp. 67 a 70.

³ “*Initial Public Offering*”, correspondente à Oferta Pública Inicial do nosso ordenamento jurídico, previsto no Título III do CVM.

voto plural (*dual-class structures*)⁴, sendo que, no total, recorreram a essas estruturas 32,5% de todas as empresas (tecnológicas e não tecnológicas) que lançaram IPO nos EUA.

Também a Farfetch, unicórnio com ADN português, implementou uma estrutura de ações com voto plural no IPO que realizou na Bolsa de Nova Iorque (NYSE) em 2018. Com efeito, o sócio fundador, José Neves, reservou para si ações de classe B que conferiam 20 votos por cada ação, o que lhe permitiu manter o controlo da sociedade (mais de 75% dos votos), apesar de apenas deter cerca de 15% do capital social.⁵

Para não perderem competitividade face às bolsas norte-americanas, nomeadamente no que diz respeito à captação de empresas novas e inovadoras de base tecnológica (*startups*), diversas outras bolsas de mercado de valores mobiliários tiveram de se adaptar e de admitir o voto plural nas sociedades admitidas à negociação em mercado, embora sujeitas a diversas condições. Foi o que aconteceu com as bolsas de Hong Kong (2018), Singapura (2018) e Londres (2021).

Este incremento da utilização do voto plural em diversas jurisdições e em diversas empresas com projeção internacional e de base tecnológica, veio colocar os holofotes sobre este tema, nomeadamente sobre as suas vantagens e desvantagens, tornando-se um assunto amplamente debatido no âmbito do governo das sociedades (*corporate governance*), com os seus defensores, que apontam, por exemplo, os benefícios para a empresa de uma visão a longo prazo (*long-termism*), e os seus opositores, que defendem o princípio *one-share, one vote*, os quais referem designadamente que o voto plural, atento o fosso que cria entre a participação económica e o direito de voto, provoca o risco de obtenção de benefícios privados por parte dos sócios controladores e a criação de graves problemas de agência.

Também Portugal não ficou à margem da referida tendência internacional de adoção do voto plural para as sociedades cotadas, de modo a aumentar a competitividade do mercado de capitais nacional. Assim, acompanhando os passos seguidos por outras jurisdições e bolsas de valores, e no seguimento da recomendação da OCDE de 2020, a Lei n.º 99-A/2021, que entrou em vigor em 30 de janeiro de 2022, veio consagrar a possibilidade de emissão de ações com

⁴ As *Dual-Class Structures* (DCS) incluem situações de voto plural propriamente dito, em que a cada ação correspondem dois ou mais votos, e ainda as ações preferenciais sem voto; para efeitos desta dissertação, iremos focar-nos apenas no voto plural *stricto sensu*.

⁵ Rendas (2020), pp. 31 e ss.

voto plural nas sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral (cfr. artigo 21.º-D CVM). Esta alteração consubstanciou assim uma exceção à proibição expressa do voto plural nas sociedades anónimas estabelecida no artigo 384.º, n.º 5 do CSC de 1986⁶, abrindo (mais) uma brecha⁷ no princípio “*one share, one vote*” consagrado no artigo 384.º, n.º 1 do CSC.

A presente dissertação procura fazer precisamente uma análise crítica e comparada deste novo regime das ações com voto plural no Código dos Valores Mobiliários, com referência não só à realidade nacional como também à realidade de outros ordenamentos jurídicos.

⁶ Note-se que, apesar da proibição do voto plural no que concerne às sociedades anónimas, no que toca às sociedades por quotas é permitido estabelecer o voto plural, embora limitado ao voto duplo, contanto que as quotas em causa não perfaçam mais de 20% do capital social da sociedade. Com efeito, o número 2 do artigo 250.º do CSC vem permitir que o contrato de sociedade atribua a um sócio ou a certos sócios, como *direito especial, dois votos por cada cêntimo* de valor nominal da quota ou quotas desse sócio, desde que o valor nominal da(s) quota(s) não corresponda a mais de 20% do capital. Em suma, o direito de voto duplo consagrado no nosso CSC é um direito especial (cfr. artigo 24.º, n.º 1 do CSC), refletindo um desvio ao princípio da proporcionalidade (cfr. artigo 250.º, n.º 1 do CSC).

⁷ Na verdade, vários autores têm realçado que o princípio “*one share, one vote*” tem sofrido inúmeros devios ou exceções, tais como: os denominados *control enhancing mechanisms* (CEM), as estruturas piramidais, *golden shares* e os acordos parassociais.

Capítulo I – O voto plural

1) Conceito

O voto plural representa um meio pelo qual os sócios-fundadores das sociedades abrem o capital à entrada de novos acionistas, para financiar o projeto empresarial, sem abdicarem do controlo da sociedade.

Consiste o mesmo na atribuição a alguns acionistas de direitos de voto desproporcionais face à sua participação no capital social, fazendo corresponder, a cada ação, dois ou mais votos. Para tanto, terá de ser criada uma categoria de ações com direito especial ao voto plural.

Assim, enquanto nas ações ordinárias a cada ação corresponderá um voto, nas ações com voto plural (ou seja, pertencentes à categoria de ações com direito especial ao voto plural) corresponderão dois ou mais votos por cada ação.

Deste modo, nas ações com voto plural, a participação económica do sócio (direito económico) é proporcionalmente menor do que o direito de voto (direito político). Por essa razão, haverá uma menor exposição económica do sócio controlador relativamente às consequências das suas decisões empresariais, o que poderá levar, como veremos, à obtenção de benefícios privados por parte deste e à criação de problemas de agência.

Note-se que o conceito de voto plural tem uma natureza polissémica, sendo necessário distinguir as suas várias vertentes para uma melhor compreensão e demarcação do tema em análise.

As ações com voto plural distinguem-se, assim, das ações de lealdade, que consistem em ações que, após um período de detenção ininterrupta pelo mesmo acionista, lhe conferem direito a majoração do direito de voto. A majoração do direito de voto conferida pelas ações de lealdade apenas tem em conta a relação do acionista com a ação de que é detentor, tratando-se assim de um privilégio inerente à relação do acionista com a ação.

Como realça Jorge Brito Pereira, na génese das ações de lealdade há uma lógica objetiva e abstrata, isto porque a possibilidade de majoração do voto é facultada a todos os acionistas em condições equivalentes, que concorre com o critério subjetivo ou personalístico da regra

adotada – o direito é conferido à pessoa do acionista, após reunidas as condições para tal, mormente, a detenção ininterrupta por período não inferior a dois anos.⁸

Por isso, uma vez que as ações de lealdade são atribuídas a todos os sócios em igualdade de circunstâncias, desde que reunidas determinadas condições de detenção da ação, as mesmas não constituem direitos especiais e não são transmissíveis (ao contrário das ações com voto plural *stricto sensu*, como veremos). O objetivo, nas ações de lealdade, é o de desencorajar o *short-termism*, premiando assim os sócios que mantenham as suas ações por mais tempo (*long-termism*), ou seja, que se mantenham leais ao projeto societário.

Muito embora as ações de lealdade estejam integradas no conceito polissémico de voto plural, apenas nos vamos debruçar, na presente dissertação, sobre o voto plural *stricto sensu* (sem prejuízo de algumas menções àquelas, quando necessário).

A instituição do voto plural no seio de uma sociedade pode ser considerada como um instrumento atenuador, na medida em que acautela os efeitos de aumento de capital que levariam à progressiva diluição e perda de controlo da sociedade por parte dos sócios fundadores.

O expediente em causa contém também fatores aliciantes para futuros investidores, visto que as ações com voto plural, apesar de terem um custo inequivocamente superior ao das ações ordinárias, vão conferir ao investidor um maior poder no seio de deliberações societárias – podendo, deste modo, destacar-se as ações com voto plural como sendo “super-ações”⁹ na sua vertente política.

No entanto, o voto plural não pode ser só observado do prisma dos sócios-fundadores e dos seus consequentes efeitos atenuantes, claramente favoráveis a estes últimos.

Na verdade, também temos de observar o prisma dos sócios minoritários e se é do interesse destes e, em última análise, da empresa, que existam sócios controladores (apesar de não terem a maioria do capital social).

⁸ Pereira (2022), p. 433.

⁹ Pereira (2022), pp. 225 e 226.

2) Argumentos a favor e contra

Como referimos na Introdução, muitas empresas novas e inovadoras de base tecnológica (*startups*) têm adotado estruturas de voto plural, sobretudo nos EUA e a partir de inícios do séc. XXI. No entanto, já antes, nos anos 80 e 90 do século passado, muitas empresas norte-americanas tinham adotado o voto plural como meio de defesa contra a enorme quantidade de tentativas de aquisição hostis que se verificaram nessa época.

As empresas de media¹⁰, por exemplo, adotaram estas estruturas como meio não só de evitarem aquisições hostis, mas, também, como forma de garantirem a sua independência jornalística.

Já no presente século, a quantidade de empresas que adota o voto plural nos EUA tem aumentado imenso, atingindo em 2021 uma percentagem de 46,6% nos IPOs de empresas de base tecnológica e de 23,8% em empresas não tecnológicas, representando 32,5% do número total de IPOs, como se pode observar na Tabela I.

	Tech IPOs			Non-tech IPOs			All IPOs		
	Dual	Total	%	Dual	Total	%	Dual	Total	%
1980	0	22	0%	1	49	2.0%	1	71	1.4%
1981	2	72	2.8%	4	120	3.3%	6	192	3.1%
1982	0	42	0%	0	35	0.0%	0	77	0.0%
1983	3	173	1.7%	4	278	1.4%	7	451	1.6%
1984	2	50	4.0%	5	121	4.1%	7	171	4.1%
1985	1	37	2.7%	6	149	4.0%	7	186	3.8%
1986	3	77	3.9%	21	316	6.6%	24	393	6.1%
1987	1	59	1.7%	23	226	10.2%	24	285	8.4%
1988	4	28	14.3%	8	77	10.4%	12	105	11.4%
1989	1	35	2.9%	5	81	6.2%	6	116	5.2%
1990	0	32	0%	9	78	11.5%	9	110	8.2%
1991	6	71	8.5%	18	215	8.4%	24	286	8.4%
1992	4	115	3.5%	18	297	6.1%	22	412	4.9%
1993	3	127	2.4%	30	383	7.8%	33	510	6.5%
1994	7	115	6.1%	26	287	9.1%	33	402	8.2%
1995	8	205	3.9%	22	257	8.6%	30	462	6.5%
1996	14	276	5.1%	44	401	11.0%	58	677	8.6%
1997	10	174	5.7%	40	300	13.3%	50	474	10.5%
1998	8	113	7.1%	21	170	12.4%	29	281	10.2%
1999	22	370	5.9%	19	106	17.9%	41	476	8.6%
2000	18	260	6.9%	7	120	5.8%	25	380	6.6%
2001	2	23	8.7%	6	57	10.5%	8	80	10.0%
2002	1	20	5.0%	11	46	23.9%	12	66	18.2%
2003	1	18	5.6%	5	45	11.1%	6	63	9.5%
2004	3	61	4.9%	9	112	8.0%	12	173	6.9%
2005	9	45	20.0%	13	114	11.4%	22	159	13.8%
2006	1	48	2.1%	10	109	9.2%	11	157	7.0%
2007	5	76	6.6%	13	83	15.7%	18	159	11.3%
2008	0	6	0%	3	15	20.0%	3	21	14.3%
2009	2	14	14.3%	3	27	11.1%	5	41	12.2%
2010	2	33	6.1%	7	58	12.1%	9	91	9.9%
2011	5	36	13.9%	8	45	17.8%	13	81	16.0%
2012	6	40	15.0%	9	53	17.0%	15	93	16.1%
2013	5	45	11.1%	23	113	20.4%	28	158	17.7%
2014	3	53	5.7%	18	153	11.8%	21	206	10.2%
2015	14	38	36.8%	8	80	10.0%	22	118	18.6%
2016	5	21	23.8%	4	54	7.4%	9	75	12.0%
2017	13	30	43.3%	17	76	22.4%	30	106	28.3%
2018	14	39	35.9%	13	95	13.7%	27	134	20.1%
2019	13	37	35.1%	12	75	16.0%	25	112	22.3%
2020	19	45	42.2%	14	120	11.6%	33	165	20.0%
2021	55	118	46.6%	46	193	23.8%	101	311	32.5%
2022	3	6	50.0%	5	32	15.6%	8	38	21.1%
1980-22	296	3,305	9.0%	588	5,821	10.1%	886	9,126	9.7%

Tabela I – Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs through 2022¹¹

¹⁰ Como por exemplo, New York Times, Viacom e Comcast. Cfr. Govindarajan *et alii* (2018), *vd.* <https://hbr.org/2018/12/should-dual-class-shares-be-banned>.

¹¹ Ritter, Jay R., “Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs through 2022”, atualizado em jan. 2023, disponível em <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-Dual-Class.pdf>.

A adoção do voto plural nestas *startups* tecnológicas teve (e tem) como objetivo manter o controlo da sociedade nas mãos do sócio fundador, visionário e empreendedor, atribuindo-lhe a maioria do número de votos (apesar de não ter a maioria do número de ações), ao mesmo tempo que permite à sociedade a entrada de novos investidores e, conseqüentemente, um maior encaixe de capital.

O *boom* de adoção de estruturas de voto plural por parte de empresas inovadoras de base tecnológica, no presente século, e em empresas que adquiriram uma dimensão gigantesca e mundial, como a Google e o Facebook, fez com que os holofotes em matéria de *corporate governance* se focassem neste tema com mais insistência, com os defensores do voto plural de um lado, louvando as suas vantagens, e os seus críticos do outro lado da barricada, apontando os seus defeitos.

Os defensores do voto plural afirmam, nomeadamente, que este permite manter o controlo da empresa nas mãos dos empresários fundadores e visionários, protegendo-os da influência míope dos mercados, de *hedge funds* e aquisições hostis, o que lhes permite implementar a sua visão de negócio a longo prazo (*long-termism*), sem uma procura desmesurada pelo lucro rápido (*short-termism*), apostando em investimentos de longa duração e em despesas de R&D, ou seja, de investigação e desenvolvimento.

Por sua vez, os opositores do voto plural referem, designadamente, que este provoca o entrincheiramento dos sócios controladores e mencionam o risco de obtenção de benefícios privados por parte destes, como por exemplo a atribuição de retribuições elevadas e desajustadas a administradores (ou a determinados funcionários), recrutamento de amigos e familiares, venda de ativos a preços desvantajosos para a empresa ou outros negócios com outras empresas em condições desfavoráveis. Com efeito, quanto menor for a participação no capital social de um determinado sócio e maior for a sua percentagem de voto, maior será o risco deste sócio controlador retirar benefícios privados de controlo e de agir em prejuízo da empresa, uma vez que, para esse sócio, menor será o risco económico da sua atuação.

Deste modo, o fosso entre a propriedade do capital e o direito de voto criaria assim, para os que se opõem ao voto plural, graves problemas de agência,¹² criando tensões e conflitos entre

¹² Masulis *et alii* (2009), pp. 1697 a 1727.

os interesses do sócio controlador (que comanda os destinos da empresa e, nomeadamente, os seus administradores) e os interesses dos restantes sócios (e da própria empresa). Acrescentam ainda os opositores do voto plural que um sócio fundador que hoje é visionário poderá já não o ser daqui a 5, 10 ou mais anos¹³.

Vários estudos académicos têm procurado demonstrar as vantagens e as desvantagens da adoção do voto plural, sem se chegar, no entanto, a qualquer consenso.¹⁴

A verdade é que, independentemente dos seus méritos e deméritos, as empresas continuam a adotar esta estrutura de voto plural nos IPOs nas bolsas norte-americanas, como supra se referiu. Recentemente, Dhruv Aggarwal, Ofer Eldar, Yael Hochberg e Lubomir P. Litov¹⁵ (2021) tecem a explicação de que a existência de voto plural nos IPO estará relacionada com o poder de negociação dos sócios fundadores junto das empresas de Venture Capital. Quanto mais poder de negociação aqueles tiverem (o que acontece quanto maior for o capital de Venture Capital disponível), maior será o fosso entre o voto (direito político) e o capital detido (direito económico).

Num estudo datado de 2017, Lucian Arye Bebchuk e Kobi Kastiel¹⁶ concluem que, após o IPO, o valor das empresas com ações com voto plural vai diminuindo com o decurso do tempo, muito provavelmente pelo agravamento do fosso entre os direitos de voto e os direitos económicos e consequente agravamento dos problemas de agência. Martijn Cremers, Beni Lauterbach e Anete Pajuste¹⁷ (2022) confirmam esta tese, acrescentando que geralmente tal diminuição do valor das empresas com ações com voto plural acontece por volta dos sete anos. Por isso, defendem ainda que as empresas adotem soluções que permitam eliminar o voto plural dentro dos sete anos a contar do IPO, nomeadamente que sejam implementadas as denominadas *sunset clauses*, que adiante melhor veremos, e que consistem em cláusulas que ficam a constar do pacto social quando do IPO e que estipulam a conversão automática das ações com voto plural em ações ordinárias perante a ocorrência de determinados eventos.

¹³ Bebchuk e Kastiel (2017), p. 604 e ss.

¹⁴ Govindarajan e Srivastava (2018), pp. 462 e ss.; Gurreea-Martinez (2021), pp. 475 a 515; Yan (2020), p. 14 e ss.

¹⁵ Aggarwal *et alii* (2021), p. 4 e ss.

¹⁶ Bebchuk e Kastiel (2017), pp. 585 e ss.

¹⁷ Cremers *et alii* (2017), pp. 5, 15 e 32.

3) Direito comparado

Nos EUA, as três bolsas de valores (NYSE, Nasdaq e AMEX) aceitam, desde o final da década de 80 do século passado¹⁸, a emissão e admissão à negociação de ações com voto plural e de ações preferenciais sem voto, ou seja, de *Dual Class Structures*, quando realizadas no âmbito de um IPO (ou de uma operação de fusão). As bolsas norte-americanas não estabelecem qualquer limite de número de votos por ação, sendo que a maioria das empresas adota, no entanto, o número de 10 votos por ação¹⁹. Não há obrigatoriedade de estabelecimento de *sunset clauses*, sendo que estas podem ser adotadas por vontade das partes, tendo já alguma expressão – na primeira metade de 2021, segundo dados da *Council of Institutional Investors*, 51% das empresas norte-americanas que lançaram IPO nos EUA com *dual-class structures* adotaram uma *time-based sunset clause*²⁰.

Após o IPO da Google em 2004, muitas outras empresas de base tecnológica começaram a lançar os seus IPO recorrendo a estruturas de voto plural, como, por exemplo, a Trip Advisor (2011), o Facebook (2012), a Dropbox (2018) e a Zoom (2019), como vimos supra.

Por sua vez, na sequência da perda da gigante chinesa *Alibaba* para a concorrente norte-americana NYSE²¹, e para não perder competitividade, a bolsa de Hong Kong (HKEX) acabou por aceitar, em finais de Abril de 2018, a entrada em bolsa de empresas com ações com voto plural, mediante o cumprimento, nomeadamente, das seguintes condições: apenas novas empresas (ou seja, ainda não cotadas) podem lançar IPO com voto plural; é estipulado um limite de 10 votos por ação; os detentores de ações com voto plural devem deter pelo menos 10% do capital social; o sócio que detenha as ações com voto plural tem de ser administrador da empresa; as ações com voto plural transformam-se em ações ordinárias no caso de falecimento ou incapacidade do sócio que as detenha, no caso deste cessar de ser administrador ou, ainda, no caso de transmissão dessas ações; os detentores de ações ordinárias devem ter pelo menos 10% dos votos em assembleia geral; as sociedades têm de prever que as assembleias gerais podem ser convocadas por sócios detentores de ações ordinárias que detenham até 10% dos

¹⁸ Com a adoção (informal) do Regulamento 19C-4 da SEC (*Securities Exchange Commission*).

¹⁹ Cfr. lista em https://www.cii.org/dualclass_stock.

²⁰ *Idem*.

²¹ Yan (2020), pp.5 e 28; Bebchuk e Kastiel (2017), p. 600.

direitos de voto, os quais também podem requerer aditamentos à ordem de trabalhos; o voto plural não pode ser utilizado em determinadas deliberações, tais como alteração de estatutos da sociedade, alteração dos direitos inerentes às ações, nomeação e remoção de administradores independentes e exclusão voluntária de negociação; criação de um “*Corporate Governance Committee*” composto unicamente por administradores independentes não-executivos, com o objetivo de fiscalizar se a sociedade é gerida em benefício de todos os sócios e não só dos sócios controladores.²² A primeira empresa com voto plural a listar-se na HKEX, logo em Junho de 2018, foi a Xiaomi.²³

Também a bolsa de valores de Singapura, para evitar a perda de competitividade, alterou as regras em 2018, aceitando o IPO de empresas com ações com voto plural, estabelecendo condições semelhantes à bolsa de Hong Kong.²⁴

No Reino Unido, a bolsa londrina (LSE) sentiu a pressão dos mercados e da concorrência e seguiu o mesmo caminho das suas congéneres supra citadas, numa tentativa de captar investimento, nomeadamente das empresas *high-tech*, tendo passado a aceitar, em Dezembro de 2021, a realização de IPO de empresas com ações com voto plural no seu mercado principal, designado *premium market*²⁵, mediante o cumprimento, nomeadamente, das seguintes condições: estabelecimento de uma *time-based sunset clause* de cinco anos, findos os quais as ações convertem-se em ações ordinárias, com um voto por ação; as ações com direito a voto plural só podem ser detidas por administradores e convertem-se em ações ordinárias (*one share, one vote*) se forem transmitidas; a proporção máxima permitida de votos atribuídos a ações com voto plural, em relação aos votos atribuídos às ações com direito a voto inferior, é de 20:1, ou seja, a cada ação poderão corresponder, no máximo, 20 votos; os direitos de voto plural só podem ser exercidos em deliberações relacionadas com a destituição desse acionista (com direito de voto plural) do conselho de administração, ou noutras deliberações relacionadas com uma mudança de controlo da sociedade, de forma a deter aquisições hostis.²⁶

²² *Vd.* Yan (2020), p. 42; Liang *et alii* (2022), p. 11; Faria (2019), pp. 524 a 526.

²³ Liang *et alii* (2022), p. 5.

²⁴ Yan (2020), p. 39.

²⁵ Contudo, eram aceites IPOs de empresas com ações com voto plural no designado *standard segment*. *Cfr.* Faria (2019), pp. 501 e ss.

²⁶ Reddy (2021), pp. 515 a 551.

Em França, o voto plural *stricto sensu* não é admitido. No entanto, em abril de 2014, com a *Lei Florange*²⁷, passaram a ser admitidas as ações de lealdade. No direito societário hodierno francês, a majoração do voto de lealdade é aplicável a todas as ações nominativas registadas, que estejam na posse do seu detentor há dois ou mais anos, salvo cláusula em contrário, sendo atribuídos, por efeito da majoração, dois votos por cada ação. Cumpre ainda realçar que a majoração do voto de lealdade passou a ser o regime supletivo para as sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado – partindo deste pressuposto, as sociedades cotadas que pretendessem adotar o princípio *one share, one vote*, teriam que fazer uma deliberação de alteração dos estatutos, por maioria qualificada, até ao dia 31 de Março de 2016.²⁸ Para além do descrito, encontra-se plasmado no respetivo regime que, ao acionista que atingir 30% dos direitos de voto, devido a ser detentor de ações com voto duplo, não lhe será aplicável o regime da OPA obrigatória, o que constitui um claro incentivo a este mecanismo.²⁹

Por sua vez, em Itália, também em 2014, à semelhança do que ocorreu no ordenamento jurídico francês, o legislador italiano operou uma reforma³⁰ e alterou o paradigma vivido até então, tendo adotado a consagração de ações com voto plural e de ações de lealdade, deixando uma grande margem para a autonomia privada das sociedades. Por via deste diploma, as sociedades cotadas, bem como as sociedades não cotadas, podem adotar ações de lealdade. Contudo, as sociedades cotadas viram a sua atuação mais limitada no âmbito das ações com voto plural, pois apenas podem adotar ações de lealdade, tendo estas de constar de previsão estatutária, ou seja, um acionista que detenha as suas ações por um período não inferior a 2 anos, verá o seu direito de voto majorado - com limite de dois votos por ação -, em condições idênticas às que já vimos no ordenamento jurídico francês.³¹ Deste modo, não é admitido o voto plural *stricto sensu* nas sociedades cotadas.³²

²⁷ Aprovada pela Lei n.º 2014-384, de 29 de março, que alterou o artigo L 225-123 do *Code de Commerce*.

²⁸ Passou-se de um regime *opt-in* para um regime *opt-out*. Cfr. Pereira (2022), p. 428; Carneiro (2012), pp. 4 e ss.

²⁹ Pereira (2022), pp. 207, 236 e 426.

³⁰ Através da aprovação do DL n.º 91, de 24 de junho (mais conhecido como *Decreto Competitività*), que alterou o artigo 2351.º do *Codice Civile* e introduziu um novo artigo 127.º *quinquies* e 127.º *sexies* no TUF.

³¹ Pereira (2022), pp. 237 e 426.

³² *Idem*.

Ainda no âmbito desta reforma, o novo artigo 2351.4 do *Codice Civile* veio permitir às sociedades não cotadas a emissão de ações com voto plural (leia-se, voto plural *stricto sensu*), com um máximo até três votos por ação, sendo que não podem emitir ações com voto limitado que excedam os 50% do capital social. É ainda de realçar o direito de exoneração, que é concedido no ordenamento jurídico italiano aos acionistas que votem contra a atribuição de voto plural.

No que diz respeito ao ordenamento jus societário espanhol, a Ley 5/2021, de 12 de abril, que alterou a Lei de Sociedades de Capital Espanhola, veio permitir a emissão de ações de lealdade com duplicação do voto por detenção da ação pelo prazo ininterrupto mínimo de dois anos. Esta reforma prevê especificamente a atribuição de voto duplo por razões de lealdade e é apenas aplicável às sociedades cotadas. Note-se que esta reforma não foi bem acolhida pelos vários agentes do mercado³³ e que, como se trata de uma reforma recente, cujas consequências ainda não são conhecidas (e que só se irão conhecer daqui a uns anos), o legislador introduziu uma cláusula obrigatória de *sunset* que refere que esta regra deve ser votada, após cinco anos, caso os acionistas pretendam manter o regime em causa.³⁴

Na Suécia, Dinamarca e Finlândia, as ações com voto plural desde há muito que são admitidas, sendo que geralmente a cada ação correspondem 10 votos.³⁵

Na Alemanha, devido aos abusos que a adoção de ações com voto plural originou nas primeiras décadas do século passado³⁶, o voto plural *stricto sensu* não é admitido, vigorando o princípio *one share, one vote*.³⁷

³³ O próprio Banco de Espanha, ao contrário do regulador do mercado, assumiu publicamente a sua oposição relativamente a esta recente reforma – disponível em: <https://www.expansion.com/empresas/banca/2020/07/19/5f14b924e5fdeabf7c8b45e6.html>.

³⁴ Pereira (2022), p. 436.

³⁵ Gilson (2014), p. 101.

³⁶ Com sociedades que atribuíam, a cada ação, milhares e até dezenas de milhares de votos, *cf.* Pereira (2022), p. 352.

³⁷ *Idem*, p. 362. De qualquer modo, o próprio governo alemão planeia reintroduzir o voto plural por uma questão de competitividade e atratividade do mercado de capitais alemão – disponível em: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Downloads/Financial-Markets/key-points-financing-for-the-future-act.pdf?__blob=publicationFile&v=2.

4) Antecedentes em Portugal

A proibição do voto plural nas sociedades anónimas não cotadas não foi algo estanque ao longo dos últimos três séculos, não só em Portugal, mas também noutros ordenamentos jurídicos, como foi o caso do ordenamento jurídico italiano, francês e alemão. Ora, o caminho que levou a esta regra, tal como está consagrada nos dias de hoje, não foi linear, tendo sido muito influenciado por questões de ordem macroeconómica – nomeadamente por contextos de recessão económica – e de direito comparado.

Para uma melhor compreensão deste tema, é necessário remontar ao início do século XX, período este caracterizado por uma profunda crise económica em Portugal, devido não só à dívida pública do final do século XIX, que teve como consequência a incapacidade de recorrer aos mercados internacionais de dívida – o que subsequentemente levou a um aumento dos impostos -, mas também as dificuldades nacionais sentidas com a implantação da República, a que se juntaram os nefastos efeitos da primeira guerra mundial entre 1914 e 1918. Tendo em conta esta conjuntura, tornava-se necessário desenvolver socioeconomicamente o tecido empresarial português, bem como se afigurava importantíssimo manter o controlo das empresas em mãos nacionais.

Neste sentido, e tendo em conta um contexto internacional pós-guerra, foi-se sentindo a necessidade de tornar o mercado mais atrativo para responder às necessidades das empresas e dos investidores. Foi neste contexto que, no nosso país, o Decreto n.º 1.645, de 15 de junho de 1915, veio autorizar expressamente a emissão de ações privilegiadas com “desigual representação de votos nas assembleias gerais”. O Diploma em questão introduz as ações privilegiadas como forma de incentivar a entrada de novos acionistas no capital das sociedades anónimas que se encontravam em sérias dificuldades.

O Diploma que introduziu o voto plural em 1915 coabitava com a norma injuntiva do artigo 183.º, § 3 do Código Comercial de 1888 que estabelecia a limitação do poder de voto, nos seguintes moldes: *“nenhum acionista, qualquer que seja o número das suas ações, poderá representar mais da décima parte dos votos conferidos por todas as ações emitidas, nem mais de uma quinta parte dos votos que se apurarem na assembleia geral”*.

Esta norma imperativa, e consequentemente inderrogável, funcionava assim como uma válvula de segurança do sistema³⁸, tendo sido o principal fator pelo qual o nosso país não foi alvo de abusos com a adoção do sistema do voto plural, como sucedeu em países como a França e a Alemanha. Com efeito, nestes dois países houve uma série de abusos, visto que havia acionistas com uma diminuta fração do capital da sociedade que controlavam parte significativa dos votos e, que consequentemente, conduziam o destino social da sociedade (com situações na Alemanha, por exemplo, em que a uma ação correspondiam milhares de votos³⁹). Foram estas as razões que levaram as referidas jurisdições a abandonar o sistema de voto plural a partir dos anos 30 do século XX.

Ora, o artigo 183.º, § 3 do Código Comercial de 1888 foi alvo de alterações ao longo dos anos, tendo ocorrido a primeira logo em 1926, que veio expressamente realçar que tal norma não seria aplicável ao voto do Estado nas *“sociedades anónimas que explorarem concessões feitas pelo estado ou por qualquer corporação administrativa, ou tiverem constituído em seu favor qualquer privilégio ou exclusivo”*.⁴⁰

A segunda alteração apenas ocorreu quase meio século depois, mais concretamente em 1972, com a introdução do DL n.º 154, de 10 de Maio de 1972, e que teve um efeito mais expressivo na economia portuguesa, pois passou a dispor que a regra de limitação do poder de voto que constava do artigo 183.º, § 3 do Código Comercial de 1888, deixava de ser imperativa e passava a ser supletiva - assim, esta alteração deixava agora uma ampla margem de liberdade às sociedades, tendo provocado a eliminação da válvula de segurança que existia contra abusos que pudessem ocorrer com a introdução do sistema do voto plural.

Contudo, o nosso legislador, que sempre foi um fervoroso adepto da existência de tetos de voto, salvaguardou tal questão (para prevenir a ocorrência de abusos que já eram bem conhecidos de outras jurisdições, como já foi realçado), tendo estabelecido no artigo 183.º, § 4 do Código Comercial, que *“Não obstante cláusula contratual diversa, estipulada ao abrigo do parágrafo anterior, e com reserva da exceção constante da parte final do mesmo parágrafo, os privilégios de voto não podem ser exercidos na medida em que, por força deles, um acionista*

³⁸ Pereira (2022), p. 356.

³⁹ Pereira (2022), pp. 351 e 352.

⁴⁰ Cfr. artigo 178.º do Código Comercial de 1888.

represente na assembleia mais que a décima parte dos votos conferidos por todas as ações emitidas”.

É importante realçar, desde já, que a limitação do voto conferida por este artigo deixa de ter a vocação abstrata e geral que antes tinha, passando apenas a referir que tal teto de voto era apenas aplicável aos privilégios de voto, ou seja, não se aplicava às ações ordinárias, somente às ações privilegiadas – *“a nova regra é assim, mais que um teto de voto, uma regra de limitação dos privilégios de voto”*.⁴¹ Notemos ainda que a lei deixa de usar o duplo critério que constava antes desta alteração, passando a usar apenas, como critério nevrálgico, o capital social.

Somente com a aprovação do Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro, mais vulgarmente conhecido como Código das Sociedades Comerciais, é que ficou vedada a estipulação do voto plural (cfr. artigo 384.º, n.º 5 do CSC).

Contudo, o nosso CSC quis acautelar (e bem), os direitos de voto plural que já se tinham constituído antes da entrada em vigor do referido código, mais concretamente no seu artigo 531.º, que tem por epígrafe justamente “Voto plural”. No entanto, o n.º 2 do artigo 531.º do CSC refere expressamente que *“Tais direitos podem ser extintos ou limitados por deliberação dos sócios tomada nos termos previstos para a alteração do contrato, sem necessidade do consentimento dos sócios titulares desses direitos”*. Atentemos na parte final do preceito em análise, o voto plural é um direito especial, pelo que, como tal, ao abrigo do artigo 24.º, n.º 5 e 6 do CSC, só poderia ser suprimido ou coartado (se não existisse este n.º 2 do artigo 531.º do CSC) com o consentimento dos respetivos titulares.

Isto demonstra uma rutura total com o passado, querendo o legislador, a nosso ver, tirar o cariz de direito especial ao voto plural que era atribuído até então, facilitando assim, a sociedades comerciais que ainda tivessem previstos nos seus estatutos o direito ao voto plural, a extinção ou supressão deste direito através de uma deliberação dos sócios tomada nos termos previstos para a alteração do contrato (cfr. artigo 85.º, n.º 2 do CSC), sem necessidade de consentimento dos respetivos titulares.

Acresce realçar que a proibição do voto plural, estabelecida no artigo 384.º, n.º 5 do CSC, foi sobejamente influenciada pelo ordenamento jurídico alemão. Em solo alemão, como

⁴¹ Neste sentido, Pereira (2022), p. 359; Maia (2020), pp. 283 a 285; Xavier (1976), p. 155.

já se referiu, o voto plural levou a múltiplos abusos, com acionistas detentores de reduzidas frações do capital social a conduzirem o destino da sociedade. Relativamente ao nosso país, tais abusos foram travados através da imposição do teto de voto expressamente consagrado no artigo 183.º do Código Comercial de 1888, que até 1972 era aplicável a todos os acionistas, e desde então, passou a ser aplicável apenas às ações com privilégios de voto.

Ora, a proibição do voto plural nas sociedades anónimas não cotadas, consagrado no artigo 384.º, n.º 5 do CSC, veda claramente a criação de uma categoria de ações com mais votos que as restantes, bem como todas as formas diferidas de estabelecimento de voto plural. Relativamente a esta última hipótese, estamos a pensar, mais concretamente, nos casos de majoração do direito de voto – como será o caso das ações de lealdade⁴².

No passado dia 30 de janeiro de 2022 entrou em vigor a Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro de 2021, que introduziu significativas alterações ao Código dos Valores Mobiliários (doravante “CVM”). Tais alterações, no entender da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, têm como objetivo “*responder às necessidades das empresas e dos investidores, por via do reforço da competitividade e do desenvolvimento do mercado de capitais português*”⁴³.

A alteração legislativa em causa era desde há muito ambicionada pela AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado, nomeadamente devido à tendência depressiva que o mercado de capitais apresentava desde há largos anos e à fraca capitalização do tecido empresarial nacional.

Em 2020, a OCDE fez uma Recomendação de revisão do CVM, intitulada *OECD Capital Market Review of Portugal 2020*, a qual veio abordar diversas temáticas, entre elas o tema da eventual flexibilização no que diz respeito às estruturas de voto, de modo a dar resposta às preocupações generalizadas dos proprietários e dos empreendedores portugueses no que concerne à perda de controlo das suas empresas.⁴⁴

⁴² As ações de lealdade consistem em ações que visam promover o investimento de longo prazo, premiando assim os acionistas leais, daí a sua designação.

⁴³ Comunicado da CMVM sobre as alterações ao Código dos Valores Mobiliários, datado de 31 de dezembro de 2021, disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20211229t.aspx>.

⁴⁴ *Vd.* intitulada *OECD Capital Market Review of Portugal 2020*, disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/ca/OECD-Capital-Market-Review-Portugal-2020.pdf>.

Assim, e acompanhando os passos seguidos por outras jurisdições e mercados de capitais, como resulta do supra exposto, a Lei n.º 99-A/2021 veio consagrar a possibilidade de emissão de ações com voto plural nas sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral (cfr. artigo 21.º-D CVM).

Tal alteração consubstancia uma exceção à proibição expressa do voto plural nas sociedades anónimas, estabelecida no artigo 384.º, n.º 5 CSC, e abre (mais) uma brecha no princípio “*one share, one vote*” (correspondência entre a titularidade de ações e a de direitos de voto) consagrado no artigo 384.º, n.º 1 CSC (princípio este que nunca foi absoluto, como resulta das alíneas a) e b)).

Ora, facilmente inferimos que, com a referida alteração do CVM, o ordenamento jurídico hodierno nacional conta, neste momento, com duas regras antagónicas no que concerne à admissibilidade do voto plural: o artigo 384.º, n.º 5 do CSC, que proíbe o voto plural, e o artigo 21.º-D do CVM, que o permite.

Contudo, esta contradição é apenas aparente, visto que a regra do artigo 21.º-D é especial face à regra do CSC, pois consagra uma disciplina diferente apenas para as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral, permitindo que estas possam estabelecer ações de categoria especial com voto plural.

A solução consagrada no novo artigo 21.º-D do CVM reporta-se apenas ao voto plural *stricto sensu*, visto que, numa primeira leitura, a sua letra não admite soluções de majoração de voto, como é o caso das ações de lealdade⁴⁵.

A alteração legislativa em causa protagoniza assim a repriminção do voto plural, visto que anteriormente à entrada em vigor do CSC, em 1986, a previsão de privilégios de voto em sociedades anónimas era entre nós um expediente lícito, tal como é evidenciado pelo artigo 531.º, n.º 1 do CSC, que manteve os direitos de voto plural existentes àquela data.

Apesar de o legislador do Código das Sociedades Comerciais de 1986 ter proibido expressamente o voto plural, alguma doutrina já se tinha manifestado veementemente, no presente século, contra esta proibição, entendendo que a admissão do voto plural poderia trazer

⁴⁵ Contudo, alguma doutrina entende que as ações de lealdade são permitidas pelo preceito em causa. Neste sentido, *vd.* Pereira (2022), p. 489.

certos benefícios para o mercado de capitais, que se encontrava estagnado desde há muito. Com efeito, a temática da inaplicabilidade da norma proibitiva do artigo 384.º, n.º 5 do CSC às sociedades cotadas, já era defendida antes da reforma do CVM, nomeadamente por Madalena Perestrelo de Oliveira⁴⁶, que propugnava a realização de uma interpretação restritiva do artigo 384.º, n.º 5 do CSC, de modo a considerar que a proibição de estabelecimento de voto plural no contrato de sociedade não se aplicava às sociedades cotadas – visto que considerava que o princípio *one share, one vote* no seio das sociedades cotadas tratava-se de um “*princípio esvaziado de conteúdo pela realidade económica*”⁴⁷ e que, conseqüentemente, levava a que a proibição de voto plural no seio das sociedades anónimas cotadas fosse “*uma norma obsoleta e meramente formal*”.⁴⁸

⁴⁶ Oliveira (2015), pp. 447 e ss., Oliveira (2021), pp. 432 a 447, e Oliveira (2018), p. 118.

⁴⁷ Oliveira (2015), p. 452.

⁴⁸ Oliveira (2015), p. 448.

Capítulo II - O voto plural e o novo artigo 21.º-D do CVM

1) Âmbito de aplicação

O novo artigo 21.º-D do CVM, aditado pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, veio permitir às sociedades cotadas, mormente, às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral⁴⁹, a emissão de ações com direito especial ao voto plural, até ao limite de cinco votos por ação.

Ora, de acordo com o artigo 199.º, n.º 1 do CVM, são considerados mercados regulamentados *“os sistemas que, tendo sido autorizados como tal por qualquer Estado membro da União Europeia, são multilaterais e funcionam regularmente a fim de possibilitar o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos”*.

Já no que concerne aos sistemas de negociação multilateral, nos termos do artigo 200.º, n.º 1 do CVM, os sistemas de negociação multilateral são *“os sistemas que têm essa qualidade e possibilitam o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros no sistema e de acordo com regras não discricionárias com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos, bem como os sistemas internos de encontro de ordens previstos na legislação da União Europeia.”*

É ainda necessário enfatizar que o artigo em questão veio conceder a possibilidade de uma sociedade, que não seja uma sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral, de aprovar a criação de ações com voto plural, desde que condicione a emissão ou conversão em ações com direito de voto plural à admissão à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral (cfr. artigo 21.º-D, n.º 2 do CVM).

Deste modo, o legislador nacional veio admitir a emissão de ações com voto plural a sociedades já cotadas e a sociedades que lancem o seu IPO, ao contrário das restantes bolsas de

⁴⁹ Saliente-se que, em Portugal, existe somente um mercado regulamentado (o mercado de cotações oficiais) designado Euronext Lisbon, bem como apenas um sistema de negociação multilateral – o Euronext Access. Ambos são geridos pela Euronext Lisbon - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A.

valor supramencionadas (Nova Iorque, Londres, Hong Kong e Singapura), que apenas admitem a emissão dessas ações se forem contemporâneas com o IPO.

Note-se que o universo de sociedades abrangido pelo artigo 21º-D é bastante diminuto no ordenamento jurídico hodierno nacional, existindo, na presente data, somente trinta e sete sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado (Euronext Lisbon) e catorze sociedades com ações admitidas à negociação em sistema de negociação multilateral (Euronext Access).

Até à data de hoje⁵⁰, nenhuma sociedade cotada na bolsa nacional adotou uma estrutura de voto plural.

2) Direito especial

Se atentarmos no artigo 272.º, alínea c) do CSC, nada obsta a que uma sociedade exista apenas com uma categoria de ações, mais concretamente de ações ordinárias⁵¹. As ações ordinárias são as que exprimem a situação típica comum de um acionista⁵² ou, por outras palavras, as que correspondem ao dito “padrão normal”.⁵³

O conceito de ação ordinária é um conceito que faz apelo a uma conformação legal supletiva, consistindo deste modo em participações sociais que integram direitos e deveres que a lei atribui, imperativa e supletivamente, quantitativa e qualitativamente, às ações em geral.⁵⁴

Ora, o novo artigo 21.º-D do CVM, no seu n.º 1, vem referir explicitamente que as sociedades anónimas cotadas “*podem emitir ações com direito especial ao voto plural, até ao limite de cinco votos por ação.*” Como é bem perceptível, através do teor literal do preceito, facilmente se depreende que o voto plural é um direito especial e que, como tal, terá de ter uma

⁵⁰ Última pesquisa efetuada em 30.04.2023.

⁵¹ Nos termos do artigo 302.º, n.º 2 do CSC, as ações ordinárias, pelo simples facto de conduzirem a posições jurídicas homogêneas, formam também uma categoria de ações, apesar de não terem um substrato de direito especial.

⁵² Cunha (2019), p. 446.

⁵³ Pereira (2022), p. 449.

⁵⁴ Cunha (2019), p. 447.

categoria de ações autónoma, visto que, “*As ações que compreendem direitos iguais formam uma categoria*”⁵⁵.

Aplica-se a estas ações com voto plural, por isso, o disposto no artigo 24.º do CSC, que tem por epígrafe “*Direitos especiais*”, também designados como “preferentes” ou “prioritários”. Tal preceito, mais concretamente no seu número 1, refere que os direitos especiais de um ou de alguns sócios têm que se encontrar expressamente previstos no contrato de sociedade.

Os direitos especiais podem ser definidos como “*os direitos atribuídos no contrato social a certo(s) sócio(s) ou a sócios titulares de ações de certa categoria conferindo-lhe(s) uma posição privilegiada que não pode em princípio ser suprimida ou limitada sem o consentimento dos respetivos titulares*”⁵⁶ - ou seja, de forma mais singela, tratam-se de direitos que pretendem conferir uma vantagem a um ou mais sócios relativamente aos demais.

Na eventualidade de existirem ações com direito especial, nos termos do n.º 1 do artigo 272.º do CSC, terão especialmente que constar no contrato de sociedade as categorias de ações que sejam criadas, bem como a indicação expressa do número de ações e dos direitos atribuídos a cada categoria.

Neste sentido, tendo que constar obrigatoriamente no contrato de sociedade, a inserção deste tipo de direitos pode ser contemporânea da constituição da sociedade, mas, caso não o seja, será necessário proceder a uma alteração dos estatutos. Para além da obrigatória alteração do pacto social, refira-se ainda que a constituição de direitos especiais durante a vida da sociedade anónima pode ocorrer através de conversão de ações já emitidas ou, ainda, por aumento de capital. Os direitos especiais podem ser de natureza patrimonial ou de natureza não patrimonial. Relativamente ao voto plural, estamos perante um direito especial de natureza não patrimonial, mais precisamente perante um direito político que permite influenciar a condução do destino social.

Resulta do artigo 24.º, n.º 4 do CSC que, no âmbito de uma sociedade anónima, os direitos especiais só poderão ser atribuídos a categorias de ações (cfr. artigo 302.º do CSC) e não a sócios determinados, transmitindo-se com aquelas. Isto reflete a crescente objetivação da

⁵⁵ Cfr. artigo 302.º, n.º 2 do CSC.

⁵⁶ Abreu (2002), p. 207.

participação social, no âmbito das sociedades anónimas, em que os direitos são atribuídos às participações, transmitindo-se com estas; em contraposição com o que ocorre, por norma, numa sociedade por quotas, em que os direitos de natureza não patrimonial (nomeadamente o voto duplo, como já foi sobejamente realçado) são de titularidade pessoal e individual, ou seja, direitos de cariz *intuitu personae*, não se transmitindo com a quota (cfr. artigo 24.º, n.º 3 do CSC).

Conforme refere o artigo 24.º, n.º 4 do CSC, os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de ações (cfr. artigo 302.º CSC). Portanto, as ações que reúnam um certo e idêntico acervo de direitos e de deveres serão agrupadas numa mesma categoria (cfr. artigo 302.º, n.º 2 do CSC)⁵⁷. Referimos deveres uma vez que, apesar de não estar expressamente previsto no artigo em si (o que é algo que a doutrina já tem vindo a realçar, afirmando que a redação do artigo em causa não é feliz⁵⁸), não está apenas em causa uma homogeneidade de direitos, mas também de deveres, interesses e posições jurídicas.

Para além do CSC, o próprio Código dos Valores Mobiliários, que foi alvo de vastíssimas alterações recentemente, regula autonomamente a questão das categorias de ações, mais concretamente no seu artigo 45.º, referindo que “*os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes*”.

É ainda necessário evidenciar que a detenção de ações com direitos especiais, que consequentemente integrem uma categoria de ações, abarca um conjunto de consequências favoráveis a esse acionista ou acionistas. Isto porque, nos termos do artigo 24.º, n.º 6 do CSC, a restrição ou supressão do direito especial depende do consentimento dos titulares de ações dessa categoria. Deste modo, sempre que a sociedade pretender deliberar sobre a restrição ou supressão de um direito especial, vai ser necessário que os acionistas afetados sejam chamados a pronunciar-se em sede de Assembleia Especial de acionistas, exigindo-se o seu consentimento para a restrição ou supressão dos seus direitos (cfr. artigo 389.º do CSC).

O nosso Código das Sociedades Comerciais é muito mais permissivo relativamente à criação de direitos especiais de natureza patrimonial em comparação com os direitos de

⁵⁷ Ou seja, “as ações que corporizam uma idêntica posição de socialidade formam uma categoria”. Cfr. Pereira (2022), p. 451.

⁵⁸ *Idem*, p. 450.

natureza não patrimonial, mais concretamente de direitos especiais de natureza política. Observemos, desde já, o artigo 384.º, n.º 5 do CSC, que proíbe a emissão de ações com voto plural no âmbito das sociedades anónimas não cotadas, que tem de ser coordenado com o artigo 531.º do CSC, segundo o qual os direitos de voto plural constituídos antes da entrada em vigor do código se mantêm.

A proibição contida no artigo 384.º, n.º 5 do CSC abrange uma panóplia de possibilidades por intermédio das quais um conjunto de ações tenha mais votos que as demais, ou seja, proíbe a atribuição de mais votos por ação a uma categoria de ações relativamente às demais, incluindo assim situações de voto plural *stricto sensu* e também as ações de lealdade, como *supra* já referimos.

No entanto, tal proibição não significa que a estipulação de direitos especiais não possa ter por objeto o direito de voto, porque pode, desde que isso não implique uma atribuição desigual de votos, sob o estrito ponto de vista quantitativo, a diferentes categorias de ações.⁵⁹ Na verdade, nas sociedades anónimas não cotadas, tal como resulta do disposto no artigo 386.º, n.º 1 do CSC (quando refere “salvo disposição diversa da lei ou do contrato”), podem ser estabelecidos direitos especiais no que concerne ao direito de voto, como por exemplo, os estatutos fixarem regras mais exigentes no que diz respeito ao quórum constitutivo ou deliberativo, e também a possibilidade de os estatutos preverem que as deliberações se consideram aprovadas desde que recolham X votos de uma categoria de ações em específico.

3) *Causa essendi* cinco votos por ação

Procuramos aqui perceber qual a razão pela qual o legislador consagrou a emissão de ações com direito especial ao voto plural, com um limite de cinco votos por cada ação. Porquê

⁵⁹ Pereira (2022), p. 479.

cinco votos por ação? Porque não três votos⁶⁰? E porque não dez? Não terá este limite um certo “sabor de arbitrariedade”?⁶¹

Conforme supra foi referido no subcapítulo 3) do capítulo I, as bolsas norte-americanas não estabelecem um número máximo de votos por ação, muito embora a maioria das empresas que recorre a DCS adote 10 votos por ação⁶²; a bolsa londrina estipula um número máximo de 20 votos por ação, as bolsas de Hong-Kong e Singapura o máximo de 10 votos, o mesmo acontecendo na maioria das sociedades escandinavas (Suécia, Dinamarca e Finlândia) que adotam o voto plural. Apenas a Itália estabelece um limite menor, de 3 votos por cada ação (mas apenas para as sociedades não cotadas).

Como já foi referido, a questão do voto plural levanta a questão do delicado balanço entre os direitos económicos (*cash-flow rights*) e os direitos políticos (*voting rights*), ou entre propriedade e controlo, sendo comumente aceite pela doutrina que quanto maior for o fosso entre os dois, no sentido em que quanto menor for a participação no capital social de um determinado sócio e maior for a sua percentagem de voto, maior será o risco deste sócio controlador retirar benefícios privados de controlo e de agir em prejuízo da empresa, uma vez que, para esse sócio, menor será o risco económico da sua atuação, acentuando-se assim o problema de agência.

Deste modo, podemos dizer que, quanto maior for o número de votos por ação, menor será a necessidade de participação desse sócio no capital social, para ainda assim manter a maioria dos votos e o controlo da sociedade, como melhor se pode ver na Tabela II.⁶³

⁶⁰ A CMVM, no parecer emitido no âmbito da iniciativa legislativa em causa, tinha proposto o limite de três votos por ação, disponível em:

<https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheIniciativa.aspx?BID=110806>.

⁶¹ Gomes (2022), p. 328.

⁶² Cfr. lista do *Council of Institutional Investors*, disponível em: https://councilofinstitutionalin-my.sharepoint.com/:x/g/personal/onedrive_cii_org/EZhCaASpEnJHmdnotaJvGQMBB9Q71bQ_sBPCBz-YBX_2ng?rttime=SeghkixH20g.

⁶³ Reddy (2021), p. 539.

Voting ratio	Minimum equity above which majority-voting control preserved
20:1	4.8%
10:1	9.1%
5:1	16.7%
4:1	20.0%
3:1	25.0%
2:1	33.3%
One share, one vote (1:1)	50.0%

Tabela II – percentagens mínimas de capital social para atingir a maioria, em função do n.º de votos por ação

Assim, como se pode verificar por esta tabela, nos casos de 20 votos por ação, o sócio apenas necessita de deter 4,8% dessas ações para ter a maioria dos votos; no caso de 10 votos por ação necessitará de deter 9,1% dessas ações; e no caso de deter 5 votos por ação necessitará de deter 16,7% dessas ações.

Deste modo, ao estipular o número máximo de 5 votos por ação, o legislador nacional teve em vista um limiar mínimo de 16,7% de detenção de ações com voto plural por parte do sócio controlador, caso este queira ter a maioria dos votos, o que se nos afigura uma opção legítima, para obviar aos mencionados problemas de agência. Na verdade, parece-nos que a estipulação de um limiar mínimo superior aos das bolsas de valores supramencionadas é justificado, nomeadamente num país como o nosso, com um mercado de capitais pouco sofisticado e um controlo judicial pouco eficaz e, por isso, com riscos acrescidos de extração de benefícios privados de controlo.

4) Formalidades de emissão

O número 3 do artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários vem estabelecer que a aprovação de emissão de ações com voto plural, ou a conversão de outro tipo de ações em ações com voto plural, se encontra sujeita a deliberação pela maioria legalmente exigida para a alteração do contrato nas sociedades anónimas. A introdução de categorias de ações com direito

de voto plural pode ocorrer, assim, em dois momentos distintos da vida da sociedade, de forma originária (contemporâneo com a constituição da sociedade) ou de forma superveniente.

Ora, a este respeito, não há dúvidas de que a introdução de categorias de ações com direito de voto plural no contrato social, enquanto direito especial, pode ser contemporâneo com a constituição da sociedade, ficando a constar expressamente do pacto social (cfr. artigo 24.º, n.º 1 do CSC), desde que condicionado à admissão à negociação das mesmas em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral.

Contudo, a introdução de categoria de ações com direito de voto plural pode ocorrer de forma superveniente, ou seja, já durante a vida da sociedade – quando esta já se encontre cotada em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral, ou quando condicione a emissão ou conversão em ações com direito de voto plural à admissão à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral. Para a introdução deste direito especial, será necessária uma alteração estatutária, nos termos do artigo 85.º, n.º 2 do CSC, que remete para os artigos 383.º e 386.º do CSC, que determinam a necessidade de aprovação por uma maioria qualificada de 2/3 dos votos emitidos, se estiverem presentes ou representados, em primeira convocatória, acionistas que detenham, no mínimo, ações correspondentes a um terço do capital social (cfr. artigos 383.º, n.º 2 e 386.º, n.º 3 do CSC) ou, em segunda convocatória, por maioria simples, se estiverem presentes acionistas que representem metade do capital social (cfr. artigos 386.º, n.º 4 e 383.º, n.º 3 do CSC).⁶⁴ É necessário realçar ainda que a implementação da categoria de ações com voto plural tem de ser feita com respeito pelo princípio de igualdade de tratamento dos acionistas.

A introdução superveniente de categorias de ações com direito de voto plural poderá suscitar questões relativamente à tutela de acionistas cujas participações se desvalorizam, em consequência da concessão de direitos especiais a outros sócios, nomeadamente em sociedades nas quais não existem outras categorias de ações privilegiadas. Neste âmbito, e de modo a proteger os restantes sócios que não beneficiarão deste novo direito especial, alguns autores defendem que a deliberação para introdução de novas categorias de ações com direitos especiais

⁶⁴ Oliveira (2021), p. 442.

exige unanimidade⁶⁵. Contudo, esta posição não é sustentável, visto que paralisaria a vida da sociedade, pois bastaria que um acionista, com percentagem ínfima de capital, votasse contra a decisão para a conseguir bloquear.⁶⁶ Deste modo, entendemos que a deliberação para a introdução de novas categorias de ações com direitos especiais exige apenas a maioria necessária para alteração dos estatutos da sociedade, conforme suprarreferido.

Refira-se ainda que a lei não confere qualquer direito de exoneração aos acionistas que votem contra a criação de uma categoria de ações com voto plural. Na verdade, sendo conferido a todos os acionistas o direito de adquirirem tais ações, em plano de igualdade, não faria sentido a atribuição de tal direito. Assim, ao acionista que não estiver satisfeito com a criação dessa categoria de ações e que não pretenda continuar como sócio, outra solução não restará senão a de vender as suas ações no mercado.

Durante a vida da sociedade, as ações com direito de voto plural podem ser criadas por duas vias: por aumento de capital ou por conversão de ações ordinárias em especiais.

I. Aumento de capital para emissão de novas ações com voto plural

Relativamente ao aumento de capital para emissão de novas ações com voto plural, estamos a referir-nos, tal como já foi realçado, à introdução de categorias de ações com direito de voto plural durante o decorrer da vida da sociedade – de forma superveniente.

Primeiro, cabe-nos questionar se esta questão do aumento de capital para emissão de novas ações com este direito especial pode ocorrer através de um aumento de capital por incorporação de reservas. Se atentarmos no artigo 92.º, nº 1 do CSC, este preceito refere que o aumento do capital social através da incorporação de reservas aumenta a participação de cada sócio, proporcionalmente ao seu valor nominal ou ao respetivo valor contabilístico – assim, na *ratio* do preceito em causa, podemos constatar que há uma suposição de que as ações a emitir são homogêneas às ações já emitidas, não podendo, deste modo, serem emitidas ações que sejam materialmente diferentes das ações já emitidas. Deste modo, não se afigura possível o

⁶⁵ Neste sentido, Ventura (1989-A), pp. 207 a 222; Correia (1989), p. 330. Para estes autores, os direitos especiais não se podem criar, nem suprimir, a não ser pelo consenso unânime dos sócios.

⁶⁶ Oliveira (2021), p. 442.

aumento do capital social por incorporação de reservas para a emissão de novas ações com voto plural, visto que o artigo 92.º, n.º 1 do CSC, bem como o 91.º, n.º 4 do mesmo Código, dão a entender que o aumento de capital por incorporação de reservas supõe a manutenção da posição de socialidade.

Já no que concerne ao aumento de capital com novas entradas, o problema anteriormente abordado já não existe, pois neste caso já não é necessário que as ações a emitir tenham a mesma natureza das ações que já foram previamente emitidas. Apesar deste ponto não estar especialmente previsto na lei, mais concretamente no artigo 87.º do CSC, entende-se que é possível o aumento de capital com novas entradas para a emissão de novas ações com voto plural, sem necessidade de haver uma homogeneidade com as ações já anteriormente detidas, pois tal não se justificaria.

Relativamente ao aumento de capital com novas entradas em dinheiro, o artigo 458.º, n.º 1 do CSC refere que *“as pessoas que, à data da deliberação de aumento de capital, forem acionistas podem subscrever as novas ações, com preferência relativamente a quem não for acionista”*. Contudo, se já existirem ações de categoria especial com voto plural, nos termos do número 4 do artigo 458.º do CSC, a preferência vai recair sobre o(s) titular(es) de ações dessa categoria, enquanto que os restantes acionistas só gozam de preferência relativamente às ações que não forem subscritas por estes.

Outra questão que se levanta é a de saber se o disposto no artigo 21.º-D, n.º 3 do CVM deve ser entendido no sentido de possibilitar, no caso da emissão de ações com voto plural por via de aumento de capital, a previsão estatutária do direito de o órgão de administração deliberar o aumento de capital, sem a intervenção da assembleia geral, nos termos e com os limites previstos no artigo 456.º do CSC.⁶⁷

Nas sociedades cotadas, é usual que os aumentos de capital sejam deliberados pelo conselho de administração, quando o contrato de sociedade o preveja, nos termos do disposto do artigo 456.º, n.º 1 do CSC, ao invés de tal aumento de capital ser realizado por via de uma deliberação da Assembleia Geral. O aumento do capital através de uma deliberação do órgão de administração resulta conseqüentemente numa maior flexibilidade e rapidez, em alternativa

⁶⁷ Tal questão é adiantada por Stokes (2022), p. 154.

ao que se sucedia caso fosse necessária a convocação de uma assembleia geral para deliberar o aumento de capital.

No entendimento de *Miguel Stokes*⁶⁸, a redação do artigo 21º-D, n.º 3 do CVM não impede que o conselho de administração seja autorizado a aprovar a emissão de ações com voto plural, desde que estejam verificados os requisitos do número 2 do artigo 456.º do CSC, ou seja, desde que o contrato de sociedade fixe um prazo que não exceda os 5 anos, durante o qual a competência pode ser exercida; que fixe o limite máximo do aumento; que mencione os direitos atribuídos às ações a emitir, o que significa que o voto plural terá de ficar expressa e concretamente determinado (relativamente a este último ponto, é necessário ter em atenção a alínea c) do número 2, que tem que ser previsto expressamente, pois na falta de menção apenas será autorizada a emissão de ações ordinárias). Para que o aumento do capital seja deliberado pelo órgão de administração será ainda necessário o parecer favorável prévio emitido pelo órgão de fiscalização, tal como consta do número 3 do artigo 456.º do CSC.

II. Conversão de ações ordinárias em ações de categoria especial

No que diz respeito à conversão de qualquer tipo de ações em ações privilegiadas com direito de voto plural, o artigo 21.º-D, n.º 4 do CVM determina a aplicação do disposto no artigo 344.º do CSC, aplicando o regime da conversão de ações ordinárias em ações preferenciais sem voto.

O artigo 344.º do CSC, mais concretamente o seu número 1, estabelece que a conversão de ações ordinárias em ações preferenciais sem direito de voto deve operar-se através de deliberação da assembleia geral⁶⁹, que está sujeita a publicação, tendo de se observar o disposto no artigo 24.º, no n.º 1 do artigo 341.º e no artigo 389.º do CSC.

O artigo 24.º do CSC, como já tivemos oportunidade de salientar, aborda os denominados direitos especiais, bem como o seu respetivo tratamento.

⁶⁸ *Idem*.

⁶⁹ O regime italiano concede direito de exoneração aos acionistas que não tenham votado favoravelmente a deliberação. *Cfr.* Pereira (2022), p. 515.

Já no que concerne ao artigo 341.º, n.º 1 do CSC, vem estabelecer que os estatutos da sociedade podem autorizar a emissão de ações preferenciais sem direito de voto até ao montante representativo de metade do capital social. Assim, o legislador limitou o valor nominal agregado das ações com voto plural a metade do capital social. Trata-se de uma solução engenhosa por parte do legislador, visto que confere tratamento igual a duas situações que, embora antagónicas, conferem direitos desiguais de voto (*dual class structures*) – ações preferenciais sem direito de voto e ações com voto plural.

O legislador, ao limitar a emissão de ações com voto plural até ao montante representativo de metade do capital social, não está certamente a impedir que os direitos de voto detidos pelos acionistas privilegiados superem, em grande margem, o poder de voto dos titulares das restantes ações (estas que podem ser ordinárias, ou até mesmo privilegiadas, pois podemos estar a falar de ações preferenciais sem voto). Até porque as sociedades cotadas podem emitir ações, com direito especial ao voto plural, até ao limite máximo de cinco votos por ação (cfr. artigo 21.º-D, n.º 1 do CVM) - o que pode assegurar aos acionistas detentores de ações com voto plural, o poder de aprovar deliberações que nos termos da lei se encontrem sujeitas a maioria qualificada. No entanto, como o objetivo das ações com voto plural é o de possibilitarem ao sócio fundador manter o controlo da sociedade com um menor número de ações (do que aconteceria num sistema *one share, one vote*), diluindo assim o máximo de capital possível, dificilmente se atingirá o referido patamar de metade do capital social (basta atentar no que ficou dito supra no subcapítulo 3) do capítulo II; na verdade, discute-se nestes casos o limiar mínimo, dificilmente o máximo. Aliás, se o sócio controlador ultrapassar o limiar máximo de 50% do capital social, provavelmente mais vale converter as ações com voto plural em ações ordinárias, regressando ao princípio *one share, one vote*, pois mesmo assim manterá o controlo da sociedade.

De qualquer modo, não se percebe o porquê de não existir semelhante limite (de 50% do capital social) nos casos de aumento de capital para emissão de novas ações com voto plural, anteriormente mencionadas.

Por sua vez, o artigo 389.º do CSC trata da assembleia especial de acionistas, referindo no seu n.º 1 que as assembleias especiais de titulares de ações de certa categoria são convocadas, reúnem-se e funcionam nos termos previstos pela lei e pelo contrato de sociedade para as

assembleias gerais. Assim, tratando-se de uma alteração estatutária, será necessária a aprovação, nas assembleias especiais de acionistas que tiverem de se realizar⁷⁰, por uma maioria de 2/3 dos votos emitidos, nos mesmos termos aplicáveis às assembleias gerais.

No que concerne ao procedimento de conversão de ações ordinárias em ações de categoria especial com voto plural, o n.º 2 do artigo 344.º do CSC prescreve que a conversão é feita mediante requerimento dos acionistas interessados no período fixado pela deliberação, período este que não pode ser inferior a 90 dias a contar da publicação da deliberação, respeitando-se na sua execução o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas.

Não olvidemos que o artigo 344.º, n.º 2 do CSC está pensado para a conversão de ações ordinárias em ações preferenciais sem direito de voto, em que se dá ao titular um prazo não inferior a 90 dias, para decidir se pretende manter as ações ordinárias (que como já vimos, corresponde à situação típica comum do acionista) ou se prefere convertê-las em ações preferenciais sem direito de voto (em que, tal como se subentende, retira-se o direito de voto, mas faz-se crescer o dividendo prioritário, assim como se lhe dá prioridade no recebimento do valor nominal da respetiva participação em caso de liquidação). No caso das ações preferenciais sem direito de voto, o acionista tem o ónus de alterar a sua posição social na esfera da sociedade, requerendo essa conversão; contudo, se não fizer o requerimento no período fixado pela deliberação, manterá o *status quo* que tinha até então.

No caso da conversão de ações ordinárias em ações com direito de voto plural, parafraseando Miguel Stokes, “*o acionista estará numa situação em que a conversão apenas reforça os direitos de que é titular enquanto acionista (valorizando a respetiva participação) em nada o prejudicando.*”⁷¹ O referido autor propugna uma alteração da lei no sentido de permitir a conversão automática de ações no final do prazo delineado em deliberação, caso o acionista titular do ónus de conversão não o tenha exercido – isto tendo em conta a perspetiva de que “*cria o risco de acionistas menos atentos, que podem não se aperceber da necessidade de fazer o requerimento à sociedade para conversão das respetivas ações em ações com voto plural*”.⁷²

⁷⁰ O que acontece no caso desses acionistas, com direitos especiais, serem afetados pela criação da nova categoria de ações com voto plural, nos termos do artigo 24.º, n.º 5 do CSC.

⁷¹ Stokes (2022), p. 157.

⁷² *Idem*.

Contudo, pode ser mais favorável para o acionista manter as suas ações intactas. Pode o acionista pretender manter intacta a sua posição de socialidade, seja porque a conversão catapultava o acionista para um patamar de participação qualificada que ele não pretende, ou até mesmo porque a conversão de ações o pode obrigar a obter autorizações.

Outro fator que, no nosso entender, pode ser determinante para não exercer a conversão, está relacionado com a inevitável menor liquidez das ações com voto plural, que terá repercussões no valor de mercado da ação.⁷³

Pelas razões expostas, não podemos concordar com a posição propugnada (de “*jure condendo*”) por Miguel Stokes, de conversão automática das ações após o termo do prazo estabelecido. Vimos que há razões relevantes que podem levar um acionista a optar por não converter as suas ações, pelo que a necessidade de conversão ter de resultar de uma manifestação de vontade do acionista interessado afigura-se como uma opção mais válida, assim como premiará os acionistas mais diligentes e interessados na sociedade, em detrimento dos acionistas mais desatentos, pelo que, nesta questão em concreto, a solução legislativa não nos oferece qualquer reparo.

5) A imposição do princípio da proporcionalidade nas deliberações de *delisting*

O novo artigo 21.º-D, n.º 5 do CVM vem ressaltar expressamente que o voto plural não pode ser exercido nas deliberações relativas a exclusão voluntária de negociação, nos termos do artigo 251.º-F do CVM, sendo aplicável a regra estatutária do direito de voto inerente às ações ordinárias.

Assim, o legislador estabeleceu expressamente que quando estejam em causa deliberações relativas a exclusão voluntária de negociação, ou por outras palavras, quando estamos perante a deliberação sobre a qual a sociedade vai decidir se cessa a admissão das respetivas ações à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação

⁷³ Pereira (2022), p. 501.

multilateral, os titulares dos direitos de voto plural não poderão beneficiar desse direito especial na deliberação em causa – sendo-lhes aplicável a regra estatutária de voto referente às ações ordinárias.

Esta solução afigura-se adequada e reguladora do conflito de interesses que surgem por ocasião desta deliberação. Da *ratio* da norma facilmente se infere que pretende evitar que os titulares de ações com voto plural desequilibrem, de forma desproporcional, o destino da deliberação.

Obviamente que o preceito pretende obviar o conflito de interesses subjacente à deliberação de *delisting*, porque se fossem concedidos os direitos de voto plural aos seus titulares no seio desta deliberação, claramente que tal iria influenciar, e de que maneira, a deliberação – votando desfavoravelmente quanto à saída da sociedade em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral⁷⁴ - visto que pretendariam manter a sua posição de socialidade, através da manutenção do voto plural.

Tal como já foi previamente abordado, não podemos olvidar que caso a sociedade delibere deixar de operar em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral, a sociedade passará a ser uma sociedade anónima não cotada e, como tal, ser-lhe-á aplicável a proibição de estabelecimento de voto plural no contrato de sociedade (cfr. artigo 384.º, n.º 5 do CSC). Por esta razão é que dizemos que há um conflito de interesses, porque os acionistas titulares do voto plural vão pretender, numa deliberação de *delisting*, a manutenção da sociedade em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral, sob pena de perderem o seu direito ao voto plural. Concordamos por isso com a solução legislativa, uma vez que os acionistas titulares do direito de voto plural exercem o respetivo direito de voto em igualdade com os restantes acionistas, não podendo exercer o seu direito especial nas deliberações de *delisting*.

Nos termos do artigo 251.º-F do CVM⁷⁵, para o qual remete o referido artigo 21.º-D, é necessário que se verifiquem dois requisitos cumulativos: que a deliberação de exclusão seja aprovada em assembleia geral por uma maioria não inferior a 90% dos direitos de voto

⁷⁴ Salvo situações em que o próprio sócio controlador pretenda que a sociedade deixe de estar cotada, por exemplo, devido ao fraco registo das ações, para não estar sujeito às obrigações de informação ou para não ser obrigado a uma OPA.

⁷⁵ Que também foi aditado com a Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro.

correspondentes ao capital social (em que os acionistas com voto plural não poderão beneficiar deste) e em assembleias dos titulares de ações especiais admitidas à negociação em mercado regulamentado em Portugal ou negociadas em sistema de negociação multilateral (e de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou aquisição de ações) por maioria não inferior a 90 % dos valores mobiliários em causa. Assim, relativamente a estas últimas, terá de realizar-se também uma assembleia dos titulares de ações com voto plural, no qual a exclusão deverá ser também aprovada por 90% das ações dessa categoria (o que já teria de ocorrer, de qualquer modo, por força do estipulado no n.º 2 do artigo 389.º do CSC).

Em suma, atenta a percentagem de votos necessária em assembleia geral (90%) e a necessidade de deliberação em assembleia especial de titulares de ações com voto plural (também por 90% desses valores mobiliários), a exclusão só acontecerá se os sócios controladores quiserem. No entanto, a exclusão poderá não acontecer mesmo que estes o queiram, bastando para tanto que, em assembleia geral, votem contra a exclusão, acionistas que representem mais de 10% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, o que se configura como mais uma proteção dos sócios minoritários.

Por último, é de realçar o disposto nos n.º 3 e 4 do artigo 251.º-F, que obriga a sociedade *“a adquirir, ou a indicar um acionista ou um terceiro que até à data da assembleia geral se obrigue a adquirir, no prazo de três meses após o deferimento pela CMVM da exclusão voluntária da negociação, aos acionistas que não votaram a favor dessa exclusão as ações de que eram titulares à data da assembleia geral”*, devendo o pagamento ser feito em dinheiro.

6) A eliminação do voto plural

Uma sociedade cotada que tenha adotado o sistema de voto plural, pode também, a qualquer momento, optar por voltar à regra de proporcionalidade entre valor nominal e direitos de voto.

Assim, poderá eliminar-se o voto plural através de uma alteração dos estatutos, sendo necessário o consentimento dos sócios titulares da categoria especial de ações em causa.

Com efeito, a eliminação do voto plural no seio de uma sociedade cotada irá implicar a alteração do contrato de sociedade (cfr. artigo 85.º, n.º 2 do CSC), de modo a eliminar esta categoria especial de ações.

Visto que estamos perante a presença de ações de categoria especial, não bastará somente uma deliberação estatutária pela maioria exigida para a alteração dos estatutos, vai ser também necessário o consentimento dos titulares de ações desta categoria especial, por intermédio de uma assembleia especial de acionistas, que sejam titulares das ações da categoria em causa (cfr. artigo 389.º do CSC).

Como já tivemos oportunidade de realçar, isto sucede devido ao facto de estarmos perante direitos especiais, nos termos do artigo 24.º do CSC, o que obriga à obtenção do consentimento dos titulares através de uma deliberação tomada em assembleia especial dos acionistas titulares da categoria em causa.

Noutro prisma, a eliminação do voto plural pode ocorrer mediante a verificação de uma condição ou termo resolutivo, que terá de constar dos estatutos da sociedade quando da própria emissão das ações com voto plural, ao abrigo do princípio da liberdade contratual. Tal sucede com as denominadas *sunset clauses*⁷⁶, que consistem em cláusulas que estipulam a conversão automática das ações com voto plural em ações ordinárias perante a ocorrência de determinados eventos⁷⁷, não sendo necessária qualquer deliberação nesse sentido (nem o consentimento dos sócios titulares da categoria especial de ações em causa, tal como sucederia se estivéssemos perante a eliminação do voto plural mediante uma alteração estatutária).

São múltiplas as classificações que podem derivar deste tipo de cláusulas. Contudo, apenas destacaremos aquelas que se afiguram como mais comuns.

Primeiro, começamos pelas designadas *time-based sunset provisions*, sendo este o tipo de cláusula mais comumente adotado pelas sociedades, que consistem num termo resolutivo que é apostado numa cláusula dos estatutos da sociedade no que concerne ao voto plural, referindo expressamente que, passado um certo período, as ações com voto plural se convertem automaticamente em ações ordinárias.

⁷⁶ Trata-se de um conceito de técnica legislativa, que estabelece uma vigência pré-determinada pela lei, assumindo *per se* que as regras aprovadas são temporárias.

⁷⁷ Pereira (2022), p. 533.

Destacamos também as *event-driven sunset clauses*, que dependem da ocorrência de um termo resolutivo, mais concretamente de um facto futuro e incerto, que podem ser de natureza diversa - pensemos em eventos como a morte, incapacidade, cessação de cargo de administrador ou a reforma do fundador.⁷⁸ Neste tipo de cláusula, após a ocorrência do facto futuro e incerto, as ações de categoria especial com voto plural serão convertidas em ações ordinárias.

Existem ainda as *dilution sunset provisions*⁷⁹ ou *ownership-percentage sunset*⁸⁰, em que os votos múltiplos ficam sujeitos à condição resolutiva de o acionista controlador não baixar a sua participação abaixo de determinada percentagem.⁸¹ A razão de ser desta condição reside no facto de se entender que uma maior participação económica do sócio controlador provocará um maior alinhamento dos interesses deste com os interesses da sociedade e dos demais investidores, mitigando os riscos de manutenção do controlo da empresa nas mãos do mesmo. No entanto, estas *sunset clauses* terão uma eficácia reduzida, uma vez que geralmente a percentagem abaixo da qual as ações se converterão em ações ordinárias é muito baixa (mais de metade das empresas estabelecem um limiar mínimo de 10%) e os sócios controladores terão o cuidado de não ultrapassar essa barreira, podendo manter-se indefinidamente com ações com voto plural e com o controlo da sociedade.⁸²

Em suma, a eliminação do voto plural pode ocorrer de duas formas distintas: através de uma alteração dos estatutos da sociedade ou através de *sunset clauses*. É notório que, relativamente às possibilidades de eliminação do voto plural no seio da sociedade, a que será mais nociva (para os detentores de ações com voto plural) e aquela em que mais paira a incerteza são, sem dúvida, as *event-driven clauses*, visto que dependem de um facto futuro e incerto, operando automaticamente, sem necessidade de qualquer deliberação ou consentimento.

⁷⁸ Winden (2018) pp. 878 e 879; Yan (2020), pp. 30 e 31.

⁷⁹ Pereira (2022), p. 534.

⁸⁰ Bebchuk e Kastiel (2017), p. 621.

⁸¹ Pereira (2022), p. 534. A empresa LinkedIn, por exemplo, adotou este tipo de *sunset clause*. Cfr. Bebchuk e Kastiel (2017), p. 621.

⁸² Bebchuk e Kastiel (2017), p. 621.

7) Análise crítica do novo regime

Como vimos, os diversos ordenamentos jurídicos têm adotado uma de três medidas, relativamente ao voto plural *stricto sensu* nas sociedades anónimas cotadas: ou proíbem; ou permitem com condições; ou permitem sem grandes restrições.

No primeiro grupo (proibição) encontram-se os países de *civil law* mais próximos do nosso, até em termos geográficos, nomeadamente a Espanha, a França, a Itália e a Alemanha. Nestes países, o fundamento da proibição do voto plural *stricto sensu* está, para além de razões históricas (como acontece na Alemanha, por exemplo), no receio de que o voto plural permita que os sócios controladores retirem benefícios privados de controlo e que surjam problemas de agência, por haver, nestes casos, uma diminuição da exposição económica do sócio controlador e uma desproporção entre os *cash-flow rights* e os *voting rights*, tendo por isso, como primeira preocupação, a proteção dos sócios minoritários (e da própria empresa).

No segundo grupo, de países que permitem o voto plural com condições, encontramos países como o Reino Unido e bolsas como as de Hong Kong e Singapura. Nestes países e bolsas de valores que aceitam o voto plural, mas que impõem uma série de condições, constatamos na mesma a existência das preocupações que vimos no primeiro grupo (com problemas de agência, extração de benefícios privados de controlo e necessidade de proteção dos sócios minoritários) e que a permissão do voto plural tem mais a ver com questões de competitividade das bolsas e de mercado. Com efeito, pressionados pela concorrência de outros mercados, nomeadamente o norte-americano, estes países e mercados de capitais adotaram o voto plural, mas estabeleceram uma série de condições precisamente para evitarem (ou minimizarem) os riscos de obtenção de benefícios privados e de agência associados ao voto plural.

No terceiro grupo encontramos os EUA e a Suécia, por exemplo. Este grupo, mais liberal, admite o voto plural sem grandes restrições, sendo importante, aqui, referir razões históricas e culturais e, no caso dos EUA, também o facto de terem um mercado sofisticado e de proporcionarem um recurso eficaz aos meios judiciais por parte dos sócios minoritários⁸³.

⁸³ Gurrea-Martinez (2021), pp. 475 e ss.

Relativamente ao nosso ordenamento jurídico, poderia parecer, à primeira vista, que o mesmo se aproxima do terceiro grupo, mais liberal, pois, aparentemente, o legislador português apenas impôs, como restrição, o limite de 5 votos por ação (que por sua vez tem como consequência, como vimos, que um sócio fundador, para obter a maioria, tenha de deter ações com voto plural que representem, pelo menos, 16,7% do capital social). No entanto, a verdade é que, entre nós, o voto plural foi admitido, nas sociedades anónimas cotadas, não porque se defenda ou prefira o respetivo regime, mas pura e simplesmente por uma questão de aumento da competitividade e revitalização do mercado bolsista nacional, tal como aconteceu nos países e bolsas mencionados no segundo grupo. E, por isso, o nosso ordenamento adotou também uma série de condições, para além da mais imediatamente visível (limitação de 5 votos por ação). Com efeito, os nossos CSC e CVM contêm uma série de outras normas e condições destinadas a proteger os sócios minoritários e a diminuir os riscos de agência e de extração de benefícios privados de controlo por parte dos sócios controladores, tais como: em sociedades cotadas, a comissão de auditoria e o conselho fiscal devem ser compostos por uma maioria de membros independentes (artigos 423.º-B, n.º 5 e 414.º, n.º 6 CSC); o acionista ou acionistas de sociedades cotadas que possuam ações correspondentes a, pelo menos, 2 % do capital social, podem exercer o direito de requerer a convocatória de assembleia geral e de requerer a inclusão de assuntos na ordem do dia (artigo 23.º-A CVM) e requerer a inclusão de propostas de deliberação relativas a assuntos referidos na convocatória ou a esta aditados (artigo 23.º-B CVM); necessidade de existência de uma política de remuneração aprovada pela assembleia geral (artigo 26.º-A e segs. CVM); direito à informação de acionistas que tenham pelo menos 1% do capital social (artigo 288.º CSC); obrigatoriedade, para as sociedades cotadas, de estabelecimento de regras especiais de eleição de um número de administradores não excedente a um terço do órgão, através de eleição isolada, entre pessoas propostas em listas subscritas por grupos de acionistas, contanto que nenhum desses grupos possua ações representativas de mais de 20% e de menos de 10% do capital social, ou que seja estabelecido que uma minoria de acionistas que tenha votado contra a proposta que fez vencimento na eleição dos administradores tem o direito de designar, pelo menos, um administrador, contanto que essa minoria represente, pelo menos, 10% do capital social. (artigo 392.º CSC), sendo estas regras aplicáveis, com as necessárias adaptações, à eleição dos membros do conselho geral e de

supervisão (artigo 435.º, n.º 3 CSC); proibição de negócios celebrados entre a sociedade e os administradores, por si ou por interposta pessoa (artigo 397.º CSC); publicidade das participações detidas pelos membros de órgãos de administração e fiscalização (artigo 447.º CSC); deveres de comunicação relativamente a quem atinja ou ultrapasse uma participação de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3, 1/2, 2/3 e 90% dos direitos de voto (artigo 16.º CVM). Assim, não temos dúvidas de que o nosso ordenamento jurídico se insere no segundo grupo, afastando-se deste modo dos países mais liberais (EUA e Suécia).

Poderá questionar-se se não seria melhor adotar uma posição mais liberal relativamente ao voto plural, como acontece nos EUA. No entanto, não podemos olvidar que o regime norte-americano, para além de ter um mercado bolsista sofisticado e estritas e rigorosas obrigações de *disclosure* e severos mecanismos de fiscalização e supervisão⁸⁴, tem ainda algo que não existe em Portugal, que é um regime de efetivo controlo judicial, com relativa facilidade de recurso aos tribunais por parte dos sócios minoritários, nomeadamente através do recurso a ações coletivas.⁸⁵

Em suma, o regime jurídico português parece-nos ajustado e razoável, possibilitando, em abstrato, a realização dos objetivos a que se propôs (revitalização do mercado de capitais), ao mesmo tempo que protege os sócios minoritários e procura prevenir e minimizar a extração de benefícios privados de controlo e problemas de agência. No entanto, se porventura se vierem a verificar abusos por parte dos sócios controladores, o legislador poderá sempre intervir através da imposição de *sunset clauses*.

No entanto, a verdade é que a teoria perde toda a sua utilidade se não for aplicada na prática. No final de 2019, contavam-se 47 sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*, o que representa cerca de um terço daquelas que estavam cotadas em 1997 (seguindo de resto uma tendência semelhante em vários países europeus).⁸⁶ Neste momento, existem apenas, como já referimos, trinta e sete sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado (*Euronext Lisbon*) e catorze sociedades com ações admitidas à negociação em

⁸⁴ *Idem*.

⁸⁵ Veja-se, por exemplo, o *Caso Jeff Omdahl v. Farfetch Ltd*, que correu seus termos no *United States District Court Southern District of New York*.

⁸⁶ OECD Capital Market Review of Portugal 2020, p. 14.

sistema de negociação multilateral (*Euronext Access*). O mercado acionista português tem, por isso, muito pouca dimensão, atividade e liquidez.

Como tivemos oportunidade de expor, a alteração do CVM que admitiu o voto plural nas sociedades cotadas definiu como objetivo, como consta da respetiva Proposta de Lei n.º 94/XIV/2ª, “*melhorar a atratividade e competitividade do nosso mercado,.... Esta possibilidade constitui um instrumento adicional de promoção da dispersão do capital em mercado, à disposição das sociedades que já estão em mercado, mas também daquelas que pretendem ser admitidas pela primeira vez*”. De acordo com o *OECD Capital Market Review of Portugal 2020*⁸⁷, enquanto haviam apenas 44 empresas listadas na Bolsa de Valores no final de 2016, haviam 405 empresas não financeiras classificadas como grandes empresas que não se encontravam cotadas, “*67 das quais com ativos que excedem o valor médio dos ativos das empresas cotadas, situadas portanto na primeira linha de acesso a financiamento em mercado*”.⁸⁸

Ora, apesar das expectativas, desde 30 de janeiro de 2022, data de entrada em vigor da alteração do CVM que veio possibilitar a adoção do voto plural por parte das sociedades cotadas, até à presente data (março de 2023), houve apenas um IPO no Euronext Access e nenhuma empresa (nem sequer das já cotadas) adotou uma estrutura de voto plural.

Isto apesar de, no referido relatório da OCDE (2020), 69% das empresas que responderam ao inquérito ter afirmado que pretendiam permanecer privadas para manterem o controlo da empresa.⁸⁹ Ora, o voto plural vem possibilitar precisamente que mantenham este controlo da empresa e que dispersem ao mesmo tempo o capital, pelo que seria de esperar um melhor acolhimento deste instrumento legal por parte dos nossos agentes económicos, o que, até agora, não aconteceu.

Diremos então, em jeito de conclusão, que o problema da nula utilização de estruturas de voto plural até à presente data não estará na lei que permitiu o regime de voto plural, estará

⁸⁷ *Idem*.

⁸⁸ Intervenção da Presidente da CMVM, Gabriela Figueiredo Dias, na Conferência Anual sob o tema “Investir na Retoma: O papel do mercado de capitais”, em 8 de outubro de 2020, disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Intervencoes-publicas/Pages/20201008.aspx>.

⁸⁹ Muito embora, curiosamente, a existência de ações com voto plural não tenha sido identificada como um fator importante a considerar em caso de IPO, o que se poderá dever, eventualmente, a desconhecimento sobre o respetivo regime, ainda não vigente na altura.

sim na pouca dimensão, atividade e atratividade do mercado de capitais português, como eventualmente no fraco conhecimento, por parte dos empresários portugueses, relativamente aos mecanismos que a lei atualmente lhes faculta para dispersarem o capital em mercado e manterem, ao mesmo tempo, o controlo das suas empresas.

Capítulo III – A (eliminação) da proibição do artigo 384.º, n.º 5 do CSC

Se o mercado de capitais nacional é um mercado com pouca atividade e liquidez, o mesmo já não se passa com a atividade das *startups* nacionais. Com efeito, segundo dados oficiais⁹⁰, existem neste momento mais de 2150 *startups* registadas, estando este número 13% acima da média europeia de número de *startups* per capita. Dados de 2022 demonstram também que os pedidos de patentes oriundos de Portugal registaram um crescimento muito superior à taxa média da UE, tendo incidido em matérias como tecnologia informática, biotecnologia e tecnologia médica.⁹¹ Estas *startups* necessitam, para poderem sobreviver e crescer, de financiamento para prossecução das suas atividades, recorrendo na maior parte das vezes a *Venture Capital (VC)* e *Private Equity (PE)*, em várias rondas de investimento. Muitas destas sociedades optam, não só em Portugal como no estrangeiro, por não dispersar o capital em bolsa, mantendo-se privadas, uma vez que, através das referidas rondas de investimento, conseguem o financiamento de que necessitam, embora isso signifique a venda de parte das suas ações e, conseqüentemente, a progressiva perda de controlo da sociedade. Como refere Nuno Sebastião, CEO da *Feedzai*, um dos sete unicórnios portugueses (e o único 100% nacional), a propósito destas rondas de investimento, “*Quando negocias estas coisas, negocias duas variáveis: uma é o preço, a outra é o controlo*”.⁹²

Ora, a permissão de ações com voto plural nas sociedades não cotadas (ou seja, a eliminação da proibição do artigo 384.º, n.º 5 do CSC) poderia conferir uma maior amplitude de negociação aos empresários e VC nestas rondas de investimento, permitindo que seja mais fácil encontrar um equilíbrio, caso a caso, entre capital (preço) e voto (controlo). Como vimos supra, Dhruv Aggarwal, Ofer Eldar, Yael Hochberg e Lubomir P. Litov⁹³ defendem que a existência de voto plural nos IPOs estará relacionada com o poder de negociação dos sócios fundadores junto das empresas de *Venture Capital*, concluindo que quanto mais poder de negociação aqueles tiverem (o que acontece quanto maior for o capital de *Venture Capital*

⁹⁰ *Vd.* <https://portugaldigital.gov.pt/accelerar-a-transicao-digital-em-portugal/empreendedorismo-e-startups/ecossistema-portugues-de-startups/>.

⁹¹ *Vd.* <https://inpi.justica.gov.pt/Noticias-do-INPI/-205ndex-de-Patentes-do-IEP-2022-Pedidos-portugueses-aumentam-7-6-1>.

⁹² Pimentel (2021), p. 229.

⁹³ Aggarwal *et alii* (2021), p. 4 e ss.

disponível), maior será o fosso entre o voto (direito político) e o capital detido (direito económico). Ora, é possível que esta realidade possa ser transposta para as empresas privadas, nas várias rondas de investimento e de negociação entre os sócios fundadores e as empresas de capital de risco (VC). Afigura-se por isso que esta poderá ser uma forma de atrair *startups* para a economia nacional e de reter as já existentes, permitindo que os sócios fundadores mantenham o controlo das suas empresas apesar de não terem a maioria do capital social, possibilitando que os mesmos consigam reunir um maior volume de capital nas várias rondas de investimento sem perderem esse controlo.

Como vimos, o legislador nacional, que aceita o voto plural com restrições (artigo 21.º-D do CVM), mantém uma posição antagónica no que diz respeito às sociedades não cotadas, proibindo-as (artigo 384.º, n.º 5 do CSC). Ora, não se vislumbra qual é o fundamento para a existência de duas soluções tão diferentes.

Deste modo, partilhamos do entendimento de Jorge Brito Pereira⁹⁴ e de José Ferreira Gomes⁹⁵, que propugnam a revogação da proibição do voto plural nas sociedades anónimas, defendendo que a adoção de uma estrutura de voto plural deve ser deixada no âmbito da liberdade contratual e da autonomia das partes.

Tal como defende este último autor, trata-se de um instrumento que já há muito é reclamado pela generalidade dos agentes económicos do mercado e tendo em conta o atual estado de desenvolvimento do mesmo, os riscos que historicamente lhe estiveram associados não têm o mesmo peso. O mesmo autor refere que os benefícios decorrentes do voto plural são similares no que concerne às sociedades cotadas e não cotadas, referindo expressamente que as sociedades não cotadas (referindo-se a sociedades anónimas não cotadas e sociedades por quotas) tendem a ter obstáculos ao nível de financiamento de projetos de menor dimensão, pelas mesmíssimas razões que obstem à abertura do capital de projetos de maiores dimensões, o receio da perda de controlo pelos fundadores.⁹⁶

Nesta senda, também Jorge Brito Pereira reconhece que o mercado de capitais contém as suas próprias especificidades. Contudo, assinala que a admissibilidade do voto plural não

⁹⁴ Pereira (2022), pp. 437 e ss.

⁹⁵ Gomes (2022), pp. 340 e 341.

⁹⁶ *Op. cit.*, p. 339.

deve ser restringida somente às sociedades cotadas⁹⁷, visto que o instituto em análise poderá ter utilidade nas sociedades anónimas fechadas⁹⁸. Este autor assenta o seu entendimento, nomeadamente, na premissa de que o “*voto plural corresponde, cremos, a um espaço de liberdade dos acionistas que não se justifica ser vedado e que, pelo contrário, deve ser regulado*”⁹⁹, ou seja, a instituição do voto plural somente no seio das sociedades cotadas afigura-se como uma solução materialmente injustificável¹⁰⁰, visto que se trata de uma repressão da liberdade a um grupo fechado de acionistas aquando da regulação das suas posições na sociedade.¹⁰¹

Ambos os autores defendem, assim, a adoção do voto plural nas sociedades anónimas não cotadas, embora sujeita a determinadas condições.¹⁰² Como resulta do supra exposto, também defendemos a adoção do voto plural nas sociedades não cotadas (atentas as manifestas vantagens que daí poderiam advir para a nossa economia), embora sujeitas a condições idênticas às das sociedades cotadas (mormente, no que concerne ao número máximo de cinco votos por ação), de molde a garantir a coerência lógica e sistemática do ordenamento jurídico¹⁰³, atendendo, no entanto, às especificidades que caracterizam cada um desses tipos de sociedades, cotadas e não cotadas.

⁹⁷ Pereira (2022), p. 445.

⁹⁸ Neste sentido, Jorge Brito Pereira, refere que “*mesmo numa perspectiva estritamente utilitarista, a opção do legislador nacional é míope*”. Cfr. Pereira (2022), p. 448.

⁹⁹ *Op. Cit.*, p. 447.

¹⁰⁰ Neste mesmo sentido, Gomes (2022), pp. 303 a 304 e 338 a 339; Pereira (2022), p. 447.

¹⁰¹ Por outras palavras, “*Nas sociedades não-cotadas, que não apelam ao investimento do público no mercado e não têm o mesmo impacto no interesse público, os sócios devem ser livres para modelar o projeto empresarial de acordo com os seus específicos interesses, à luz dos princípios da autonomia privada e da autorresponsabilidade.*” Cfr. Gomes (2022), p. 338.

¹⁰² Cfr. Gomes (2022), p. 341; Pereira (2022), pp. 436 a 438.

¹⁰³ Gomes (2022), pp. 340 e 341.

Conclusões

A Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, veio introduzir uma significativa alteração no que concerne ao direito de voto no seio das sociedades cotadas, mormente, através da possibilidade de emissão de ações com voto plural, que constitui (mais) uma exceção ao princípio *one share, one vote*. Esta alteração do CVM teve como objetivo a revitalização do mercado de capitais português, seguindo uma recomendação da OCDE e um movimento que se fez sentir em vários ordenamentos jurídicos e bolsas de valores estrangeiras, nomeadamente em Londres e Hong Kong, no sentido de captar e reter “*startups*” e empresas “*high-tech*”.

O regime jurídico constante do artigo 21.º-D do CVM, que foi analisado na presente dissertação, afigura-se equilibrado, contribuindo, em abstrato, para a realização dos objetivos a que se propôs (revitalização do mercado de capitais), ao mesmo tempo que protege os sócios minoritários e procura prevenir e minimizar a extração de benefícios privados de controlo e problemas de agência. De qualquer modo, se vierem a verificar-se abusos por parte dos sócios controladores, por força do voto plural, o legislador poderá sempre intervir através da imposição de *sunset clauses*.

No entanto, a pouca dimensão, atividade e atratividade do mercado de capitais português, como eventualmente o fraco conhecimento, por parte dos empresários portugueses, da possibilidade que o voto plural lhes confere de dispersarem o capital em mercado e de manterem, ao mesmo tempo, o controlo das suas empresas, faz com que, até ao presente momento, ainda nenhuma empresa cotada tenha adotado uma estrutura de voto plural.

A pequena dimensão do mercado de capitais português contrasta com o elevado número e atividade das *startups* nacionais, para as quais o voto plural poderia ser importante nas diversas rondas de financiamento com as empresas de *Venture Capital*, o que poderá ser um fator de atração e de retenção destas empresas em território nacional. Afigura-se-nos que a adoção de uma estrutura de voto plural deve ser deixada no âmbito da liberdade contratual e da autonomia das partes, não se vislumbrando fundamentos para que o voto plural não seja adotado nas sociedades anónimas não cotadas, pelo que defendemos a revogação do artigo 384.º, n.º 5 do CSC. Deste modo, propugnamos a adoção do voto plural nas sociedades anónimas não

cotadas, em moldes idênticos às sociedades cotadas, mas sempre tendo em conta as especificidades que derivam destes dois universos distintos.

Como se referiu, a consagração do voto plural no seio das sociedades cotadas prende-se com a revitalização do mercado de capitais português e a demonstração de que este regime não constituirá um mero exercício académico caberá ao mercado, essencialmente através da sua adoção por parte dos emitentes atuais e *newcomers*. Se isto vier de facto a acontecer, pode ser que o legislador seja induzido a revogar ou alterar o artigo 384.º, n.º 5 do CSC.

Bibliografia

- ABREU, Coutinho de, *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, Das Sociedades, Almedina, Coimbra, 2002.
- AGGARWAL, Dhruv *et alii*, «*The Rise of Dual-Class Stock IPOs*» in *Working Paper Series in Finance*, N.º 806, 2021, pp. 1 a 63.
- BEBCHUK, Lucian Arye/ KASTIEL, Kobi, «The untenable for perpetual dual-class stock» in *Virginia Law Review*, Vol. 103, N.º 4, 2017, pp. 585 a 631.
- CARNEIRO, Francisco Sá, «*The Florange law: a “new” power game*», 2012, disponível em:
https://www.csassociados.pt/xms/files/The_Florange_Law_A_New_Power_Game_-_English-3166906.4-.pdf.
- CMVM, *Comunicado sobre as alterações ao Código dos Valores Mobiliários*, datado de 31 de dezembro de 2021, disponível em:
<https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20211229t.aspx>.
- CORREIA, Brito, *Direito comercial, II volume – Sociedades Comerciais*, AAFDL, 1989.
- CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª ed., Almedina, 2019.
- EASTERBROOK, Franck/ FISCHER, Daniel, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1991.
- FARIA, Nuno Serrão, «Dual- Class shares: a governance battle between stock exchanges/ The case of the UK» in *Revista de Direito das Sociedades XI*, 2019, pp. 491 a 536.
- GILSON, Ronald J., «The Nordic Model in an International Perspective: The role of ownership» in *The Nordic Corporate Governance Model*, Per Lekvall ed., cap. IV, 2014, pp. 94 a 113.
- GOMES, José Ferreira, «Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa» in *Revista de Direito Comercial*, 2022, pp. 285 a 342.

- GOVINDARAJAN, Vijay *et alii*, «Should Dual-Class Shares Be Banned» in *Harvard Business Review*, 2018, disponível em: <https://hbr.org/2018/12/should-dual-class-shares-be-banned>.
- GOVINDARAJAN, Vijay/ SRIVASTAVA, Anup, «Reexamining dual-class stock» in *The Journal of the Kelley School of Business*, Indiana University (“Business Horizons”), Vol. 61, N. ° 3, 2018, pp. 461 a 466.
- GURREA-MARTINEZ, Aurelio, «Theory, evidence, and policy on dual-class shares: A country-specific response to a global debate» in *European Business Organization Law Review*, Vol. 22, N. ° 3, 2021, pp. 475 a 515.
- LIANG, Hao *et alii* «The Sun is Rising in the East: Dual-Class Shares and the Competitive Landscape of Technological Industries in Asia» in *ECGI Working Paper Series in Finance*, N. ° 852, 2022, pp. 1 a 47.
- MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance*, Almedina, 2020.
- MARTIJN, Cremers *et alii* «The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation» in *ECGI Working Paper Series in Finance*, N. ° 550, 2022, pp. 1 a 70.
- MASULIS, Ronald W. *et alii* «Agency problems at dual-class companies» in *The Journal of Finance*, Vol. LXIV, N. ° 4, 2009, pp. 1697 a 1727.
- OECD, *Capital Market Review of Portugal*, 2020, disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/ca/OECD-Capital-Market-Review-Portugal-2020.pdf>.
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, 2018.
- OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, «Direito de voto nas Sociedades Cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-Shares» in *Revista de Direito das Sociedades*, ano VII, N. ° 2, 2015, pp. 435 a 470.
- OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *Tutela do Investidor perante o Emitente no Mercado de Capitais: um modelo dinâmico de proteção*, Almedina, 2021.
- PEREIRA, Jorge Brito, *O voto plural na sociedade anónima*, Almedina, 2022.
- PIMENTEL, Ana, *Unicórnios Portugueses*, Lua de papel, 2021.
- REDDY, Bobby, «The UK’s Dual-Class Shares Reforms – Failing to Throw off the Schakles» in *Faculty of Law Blogs/ University of Oxford*, 2022, disponível em:

<https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/01/uks-dual-class-shares-reforms-failing-throw-shackles>.

- REDDY, Bobby V., «Up the Hill and Down Again: Constraining Dual-Class Shares» in *The Cambridge Law Journal*, Vol. 80, N. ° 3, 2021, pp. 515 a 551.
- RENDAS, Vasco Silva Cordeiro Constantino, *A Oferta Pública Inicial da Farfetch*, Tese de Mestrado, ISCTE-IUL, 2020.
- RITTER, Jay R., “*Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs through 2022*”, disponível em: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-Dual-Class.pdf>.
- SANTOS, João Vieira dos, «Ações de Lealdade – A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas» in *Revista de Direito das Sociedades VI*, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 445 a 480.
- STOKES, Miguel, «Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas – Permissão Normativa Tácita das Ações de Lealdade?» in *RDFMC*, 2022, pp. 145 a 170.
- VENTURA, Raúl, «Direitos especiais dos sócios» in *O Direito*, ano 121, N. ° 1, 1989-A, pp. 207 a 222.
- VENTURA, Raúl, *Novos Estudos sobre Sociedades Anónimas e Sociedades em Nome Colectivo*, Almedina, 1994.
- VENTURA, Raúl, *Sociedades por quotas II*, Almedina, 1989-B.
- WINDEN, Andrew William, «Sunrise, sunset: An empirical and theoretical assessment of dual-class stock structures» in *Columbia Business Law review*, N. ° 3, 2018, pp. 852 a 951.
- XAVIER, Vasco Lobo, *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*, Atlântida, 1976.
- YAN, Min, «A Control-accountability analysis of dual class share (DCS) Structures» in *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 45, N. ° 1, 2020, pp. 1 a 47.

Jurisprudência:

- *Caso Jeff Omdahl v. Farfetch Ltd.*, 10.06.2020 (Alison J. Nathan), United States District Court Southern District of New York, cuja sentença está disponível em: <https://casetext.com/case/omdahl-v-farfetch-ltd>.