

Universidade Católica Portuguesa

Faculdade de Direito | Escola de Lisboa

&

Católica Lisbon School of Business and Economics



**UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA**

**AÇÕES DE LEALDADE: DA SUA ADMISSIBILIDADE E
RELEVÂNCIA NA SOCIEDADE ANÓNIMA**

José Afonso dos Santos Caiado

Orientador: Professor Doutor Jorge Brito Pereira

Mestrado em Direito e Gestão

Agosto de 2023

Universidade Católica Portuguesa

Faculdade de Direito | Escola de Lisboa

&

Católica Lisbon School of Business and Economics

**AÇÕES DE LEALDADE: DA SUA ADMISSIBILIDADE E
RELEVÂNCIA NA SOCIEDADE ANÓNIMA**

José Afonso dos Santos Caiado (N.º 143721016)

Dissertação realizada sob a orientação do Professor Doutor Jorge Brito
Pereira, no âmbito do Mestrado em Direito e Gestão

Agosto de 2023

Agradecimentos

Aos meus pais, pelo apoio incondicional, pela educação e valores transmitidos, e por tudo aquilo que representam para mim. São, sempre foram, e continuarão a ser, a base de tudo.

À minha avó, pelo suporte e compreensão.

À Matilde, pela motivação, pelos conselhos e pela ajuda na revisão gramatical.

Aos meus amigos, pela força, pelas palavras de conforto e pelas conversas intermináveis.

A toda a minha restante família, pelo apoio.

Ao Professor Doutor Jorge Brito Pereira, um especial agradecimento pela orientação, disponibilidade e conselhos.

Lista de siglas e abreviaturas

al. – alínea

Art., art. – Artigo, artigo

arts. – artigos

Bus. – *Business*

CEM(s) - *Control-Enhancing Mechanism(s)*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CRP – Constituição da República Portuguesa

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DL - *Decreto-Legge*

ECGI - *European Corporate Governance Institute*

ed. – edição

EU – *European Union*

EUA – Estados Unidos da América

I&D – Investigação & Desenvolvimento

Ibid. – *Ibidem*

IPO – *Initial Public Offering*

L. – *Law*

loc. cit. – *loco citato*

Mich. – *Michigan*

n.º - número

NYUJL - *New York University Journal of Law*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development

op. cit. – *opere citato*

OPA – Oferta Pública de Aquisição

p. – página

PME – Pequenas e médias empresas

pp. – páginas

RDC – Revista de Direito Comercial

Rev. – *Review*

RDFMC – Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais

RDS – Revista de Direito das Sociedades

S.A. – Sociedades Anónimas

ss. – seguintes

TUF - Testo Unico della Finanza

UE – União Europeia

Vd., vd. – *Vide, vide*

Vol. – *Volume*

Resumo

A presente dissertação tem como objetivo aferir a admissibilidade e relevância das ações de lealdade em Portugal. Para este efeito, damos especial atenção à alteração ao Código dos Valores Mobiliários, que veio instituir o regime das ações com voto plural nas sociedades cotadas. Fazemos ainda uma análise dos riscos e benefícios das ações de lealdade, não descartando a sua eventual aplicação (futura) às sociedades não cotadas.

Abstract

This essay aims to assess the admissibility and relevance of loyalty shares in Portugal. For this purpose, we give special attention to the amendment to the Portuguese Securities Code, which established the system of multiple voting rights shares in listed companies. We also make an analysis of the risks and benefits of loyalty shares, not ruling out their possible (future) application to unlisted companies.

Palavras-chave: voto plural; ações de lealdade; proporcionalidade; curto prazo; longo prazo; direitos de voto; controlo.

Keywords: loyalty shares; proportionality; short term; long term; voting rights; control.

Índice

1. Introdução	7
2. <i>One share, one vote</i>	10
2.1. O princípio	10
2.2. As exceções	11
3. O papel das ações de lealdade no combate ao <i>short-termism</i> e na promoção do <i>long-term shareholder engagement</i>	14
4. As ações de lealdade na Europa	19
4.1. O caso francês	19
4.2. O caso italiano	20
4.3. O caso belga	22
4.4. O caso espanhol	23
5. As ações de lealdade em Portugal	24
5.1. Da sua admissibilidade	24
5.1.1. Um direito especial?	24
5.1.2. O art. 21.º-D do CVM – Uma permissão tácita das ações de lealdade?	28
5.2. Da sua relevância	30
5.2.1. Riscos	30
5.2.2. Benefícios	32
6. As ações de lealdade nas S.A. não cotadas – o caso particular das <i>start-ups</i>	37
7. Conclusão	40
Bibliografia	42

1. Introdução

As ações de lealdade são, como o próprio nome indica, um tipo de ações que visa premiar a lealdade dos acionistas¹, concedendo-lhes - tradicionalmente - dois mecanismos. O primeiro está relacionado com os seus direitos patrimoniais, ou seja, envolve uma vantagem financeira, que consiste em dividendos adicionais. O segundo, por sua vez, tem que ver com os seus direitos políticos no seio da sociedade, e alavanca o poder ou controlo que pode ser concedido a estes acionistas, consistindo na atribuição de direitos de voto acrescidos². Deste modo, quando detidas ininterruptamente pelo mesmo acionista durante um certo período, o chamado “período de lealdade”, estas ações passam a atribuir-lhe mais votos e/ou dividendos. “No fundo, a ideia consiste em retribuir os sócios pela sua lealdade à sociedade”³.

Esta figura surge como uma resposta aos acionistas especuladores e, principalmente, como uma forma de promover os interesses a longo prazo da sociedade. Destarte, através da atribuição de benefícios resultantes da manutenção das ações por um determinado período, este mecanismo de *Corporate Governance* procura incentivar os acionistas a ter uma visão de longo prazo, alinhando assim os seus interesses com os da empresa. Estas ações podem, por isso, também ser entendidas como “um tipo de ações que atribuem benefícios especiais em matéria de lucros ou de direitos de voto em favor daqueles acionistas que investem numa perspetiva de longo prazo”⁴.

Neste trabalho, o foco estará exclusivamente nas ações de lealdade do ponto de vista da atribuição de direitos de voto acrescidos. Ora, de acordo com esta perspetiva, poderemos então classificá-las como “ações cujo voto se torna plural em função da

¹ DIOGO DRAGO, “*Loyalty Shares: Um Meio de Controlo ou o Acentuar de Conflitos no Seio Societário?*”, in RDC, 2017, p. 432 (disponível em <https://www.revistadedireitocomercial.com/loyalty-shares>).

² CHIARA MOSCA, “*Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law*”, Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev. 245, Vol. 8, 2019, p. 247 (disponível em <https://repository.law.umich.edu/mbelr/vol8/iss2/3>).

³ JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS, “Ações de Lealdade - A Primazia dos Interesses da Estabilidade a Longo Prazo das Sociedades Anónimas”, in RDS, VI, 2014, p. 449 (disponível em <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/acoes-de-lealdade-a-primazia-dos-interesses-da-estabilidade-a-longo-prazo-das-sociedades-anonimas#revista>).

⁴ Ibid., p. 448.

manutenção da respetiva titularidade por um mesmo acionista durante um determinado período de tempo”⁵.

É preciso ter em conta que a liberdade das sociedades aplicarem esta figura depende, em primeira linha, da medida em que as jurisdições nacionais permitam desvios ao princípio *one share, one vote* e, em segunda linha, da abordagem adotada relativamente ao voto plural⁶.

Dito isto, começamos o nosso trabalho precisamente com uma abordagem ao princípio *one share, one vote* - que prevalece na maioria dos sistemas de governo societário - e as respetivas exceções. Procuramos refletir esta abordagem no contexto jurídico em vigor em Portugal.

O segundo capítulo explora as iniciativas (europeias) que têm surgido a propósito do favorecimento de investidores de longo prazo. Com base nisto, tentamos perceber o papel destas ações no combate ao *short-termism* e na promoção do *long-term shareholder engagement* no governo societário.

No terceiro capítulo, passamos em revista as ações de lealdade na Europa, e a maneira como este instrumento tem sido implementado em alguns países europeus. Procuramos, pois, compreender as particularidades de cada caso e como é que estas se podem aplicar ao contexto português.

De seguida, dedicamos a nossa atenção às ações de lealdade em Portugal. Num primeiro momento, averiguamos a sua admissibilidade à luz do regime jurídico português, aferindo – em primeira instância – se constituem ou não um direito especial para os acionistas e – em segunda instância – se a entrada em vigor do regime das ações com voto plural veio permitir tacitamente um regime de ações de lealdade. Num segundo momento, tratamos de expor um conjunto de riscos e benefícios das ações de lealdade, concluindo então acerca da sua relevância, ou não, no contexto português.

Por fim, procuramos perceber se este tipo de ações pode ser relevante nas sociedades não cotadas, em particular nas *start-ups*, tendo por base a realidade económico-empresarial portuguesa.

⁵ MIGUEL STOKES, “Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas – Permissão Normativa Tácita das Ações de Lealdade?”, in RDFMC, 2022, p. 150 (disponível em <https://rdfmc.com/wp-content/uploads/2022/05/5-Miguel-Stokes.pdf>).

⁶ CHIARA MOSCA, op. cit., p. 248.

Em suma, esta tese procura contribuir para o debate em torno das ações de lealdade em Portugal, oferecendo uma análise crítica e aprofundada sobre este mecanismo e os seus potenciais impactos para empresas e acionistas.

2. One share, one vote

2.1. O princípio

O princípio *one share, one vote* constitui um dos princípios estruturantes de *Corporate Governance* e diz-nos, tal como o seu nome indica, que “a cada ação corresponde um voto”⁷.

Esta é uma regra presente na maioria das jurisdições nacionais e dos sistemas de governo societário, e que acaba por garantir uma correspondência proporcional entre o poder de voto dos acionistas e o valor da respetiva participação social⁸.

No direito português, encontramos a consagração deste princípio no art. 384.º, n.º 1, do CSC, referente às S.A. em particular. No que diz respeito às sociedades em geral, e no que concerne aos direitos patrimoniais dos sócios, o art. 22.º, n.º 1, do referido diploma, aponta na mesma direção. O que se retira daqui é, pois, a existência de uma relação diretamente proporcional entre os direitos dos sócios e os valores das respetivas participações no capital.

Saliente-se que, entre outras finalidades, esta regra “é fundamental para a transparência e liquidez dos mercados financeiros”⁹. Ao haver uma proporcionalidade direta entre a participação social e os direitos (de voto e patrimoniais) correspondentes, permite-se criar uma esfera de estabilidade e certeza quanto à posição acionista no seio da empresa, características estas que - por si só - fomentam o investimento e geram maior liquidez. No mesmo sentido, desvios a este princípio criam também um fosso entre o interesse financeiro e o poder de voto dos acionistas¹⁰.

A nível europeu, o *one share, one vote* e a temática da proporcionalidade começaram a ganhar os seus primeiros contornos com o denominado *Relatório Winter I*¹¹ de 2002, que veio propor – na sua primeira versão – a adoção da chamada *breakthrough*

⁷ Art. 384.º, n.º 1, do CSC.

⁸ As sociedades não se regem – habitualmente – segundo uma democracia, em que o número de votos é igualitariamente distribuído pelo seu número de sócios. Ao invés, são regidas por uma plutocracia, em que o número de votos atribuído a cada acionista é proporcionalmente correspondente à sua participação no capital da empresa.

⁹ JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS, op. cit., p. 470.

¹⁰ Ibid., p. 469.

¹¹ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002 (disponível em <https://ssrn.com/abstract=315322>).

rule, tendo como um dos seus *guiding principles* a proporcionalidade entre o risco económico assumido e o controlo proporcionado¹². Esta proposta acabou por ter acolhimento expresso, embora limitado, na Diretiva das OPA (Diretiva 2004/25/CE), sendo sem surpresa que se “colocou na ordem do dia, na Europa, o tema da proporcionalidade entre direitos patrimoniais e direitos de voto – a reflexão sobre o princípio *uma ação, um voto*”¹³. E assim foi até 2007, altura em que a Comissão Europeia encomendou um estudo – o *Report on the Proportionality Principle in the European Union*¹⁴ – que se demonstrou inconclusivo quanto aos benefícios da proporcionalidade. O estudo assenta, por um lado, no argumento da liberdade estatutária como forma mais adequada de resolver os interesses da sociedade e, por outro, no facto de a regra da proporcionalidade tanto poder ser benéfica como prejudicial para a sociedade e respetivos acionistas, dependendo das circunstâncias e do contexto¹⁵. Foi então após a realização desse estudo, e sob a voz do Comissário Charlie McGreevy, que se deram como encerrados os planos de introdução da regra a nível comunitário. Começava, por isso, a mudar-se o paradigma.

2.2. As exceções

Embora dominante em várias jurisdições, o *one share, one vote* não constitui uma regra absoluta¹⁶. São muitos os mecanismos que, seguindo técnicas muito variadas, permitem afastar este princípio de proporcionalidade¹⁷. Ora, estes mecanismos são geralmente conhecidos como *control-enhancing mechanisms* (“CEMs”).

Dentro destes *CEMs*, é comum distinguir-se entre os mecanismos de *leverage* de controlo (ou concentração) e os mecanismos de *diffusion* de controlo¹⁸. Nos primeiros, temos que o poder concebido aos acionistas é proporcionalmente superior à sua fração do capital social, como são os casos das ações com voto múltiplo¹⁹ ou das estruturas de

¹² Ibid., pp. 21 e ss..

¹³ JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, 1ª ed. – (Teses de Doutoramento), Almedina, 2022, p. 231.

¹⁴ Disponível em https://www.ecgi.global/sites/default/files/final_report_en.pdf.

¹⁵ JOÃO SOARES DA SILVA, *A Propósito de Corporate Governance e de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2018, p. 100.

¹⁶ CHIARA MOSCA, op. cit., p. 250.

¹⁷ JORGE BRITO PEREIRA, op. cit., p. 202.

¹⁸ JOÃO SOARES DA SILVA, op. cit., p. 90.

¹⁹ As ações com voto múltiplo (ou plural) são uma categoria especial de ações às quais corresponde mais do que um voto por ação.

controlo em pirâmide²⁰. Nos segundos, temos exatamente o oposto, em que o poder de influência na tomada de decisões societárias é proporcionalmente inferior à medida dos riscos económicos assumidos por cada acionista, como são os exemplos dos *voting caps*²¹ ou das ações (preferenciais²², ou não) sem voto.

É, pois, facilmente perceptível que as ações de lealdade, ao atribuírem direitos acrescidos aos seus acionistas mediante uma detenção ininterrupta da ação por um determinado período, representam também um desvio ao princípio geral e podem, portanto, ser enquadradas nestas exceções²³.

No ordenamento jurídico português, encontram-se expressamente consagradas algumas destas exceções. Desde logo, destaca-se o art. 384.º, n.º 2, al. b), do CSC, que permite – através do contrato de sociedade - “estabelecer que não sejam contados votos acima de certo número, quando emitidos por um só acionista, em nome próprio ou também como representante de outro”, numa clara alusão aos *voting caps*. Outro mecanismo legalmente consagrado é o das ações preferenciais sem voto, cujo regime se encontra estipulado nos arts. 341.º e ss., do CSC.

Noutro âmbito, o art. 384.º, n.º 5, do CSC, vem, de forma explícita, proibir a estipulação do voto plural nas S.A. em geral. Contudo, a alteração operada ao CVM, aprovada pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, que entrou em vigor a 30 de janeiro de 2022, veio permitir – através do disposto no art. 21.º-D²⁴ – a emissão de ações com direito especial ao voto plural nas “sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral”²⁵, até ao limite de

²⁰ As estruturas de controlo piramidais permitem a um concreto acionista (ou grupo de acionistas) controlar uma percentagem de direitos de voto proporcionalmente superior à sua participação na repartição de dividendos. Por exemplo, se o acionista X detém 50,1% da Sociedade A que, por sua vez, detém outros 50,1% da Sociedade B, temos que o acionista X detém o controlo efetivo - através da maioria dos votos - na Sociedade B, quando, na realidade, apenas terá direito a pouco mais de 25% dos *cash flow rights*. Para uma abordagem mais aprofundada, *vd.* JORGE BRITO PEREIRA, *op. cit.*, pp. 213-217.

²¹ Os *voting caps* (ou tetos de voto) são um instrumento que, como o próprio nome indica, impõe limitações ao exercício do direito de voto por parte dos acionistas, estabelecendo limites máximos de percentagem (ou número de votos) com que os acionistas podem votar.

²² As ações preferenciais (ou, em inglês, *preferred stock*) são, basicamente, uma categoria especial de ações que conferem direito a um dividendo prioritário (ou adicional) face àquele que é detido pelos acionistas ordinários ou comuns (em inglês, *common stock*). Posto isto, para “contrabalançar” esta vantagem ou direito especial, é comum atribuir-se a este tipo de ações uma ausência (ou limitação) do direito de voto.

²³ Mais especificamente, dentro dos mecanismos de *leverage* de controlo.

²⁴ Que vamos aprofundar, mais à frente, neste trabalho.

²⁵ Assim como nas “sociedades que condicionem a emissão ou a conversão em ações com aquele direito especial à admissão à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral das respetivas ações ordinárias”.

cinco votos por ação. Esta alteração veio, por isso, instituir a permissão normativa do voto plural (apenas e só) nas S.A. cotadas.

Note-se, porém, que apesar de alguns *CEMs* se encontrarem arredados do texto da lei, admite-se aos estatutos sociais fazerem estabelecer quaisquer *CEMs*, desde que os mesmos não sejam contrários à lei, ou seja, desde que estes não estejam expressamente vedados por lei, como é o caso do voto plural nas S.A. não cotadas. Saliente-se, pois, que a consagração destes mecanismos (não vedados por lei), numa determinada sociedade, não representará mais do que uma mera concretização do princípio da autonomia privada²⁶.

A nível comunitário, sobretudo após a crise financeira de 2008, passou a assistir-se “ao reconhecimento das virtualidades da quebra da proporcionalidade em prol da estabilidade e dos interesses de longo prazo das sociedades”²⁷. Para este efeito, refira-se que muito contribuíram o *Report of the Reflection Group on the Future of Eu Company Law*, de 2011, e o *Action Plan*, de 2012²⁸.

A agenda da Comissão Europeia sofre então uma mudança radical, “não apenas pelo abandono explícito do primado *one share, one vote*, mas sobretudo pela clara abertura de portas a instrumentos que, derogando este princípio, funcionem como auxiliares no alinhamento do interesse dos acionistas com os interesses de médio e longo prazo da sociedade”²⁹. Ao fazê-lo, a Comissão Europeia junta-se assim a uma onda de combate ao *short-termism*³⁰ e de promoção do *long-term shareholder engagement*.

Há, portanto, que traçar dois momentos marcantes de pensamento sobre o tema da proporcionalidade: o primeiro, entre 2002 e o final da primeira década do século XXI, em que se discutiu abertamente a proibição de mecanismos de quebra de proporcionalidade; o segundo, daí para a frente, em que, sobretudo em homenagem à promoção do *long-term shareholder engagement*, se passou a encarar estes mecanismos com um diferente grau de normalidade.

²⁶ JORGE BRITO PEREIRA, op. cit., p. 203.

²⁷ JOÃO SOARES DA SILVA, op. cit., p. 101.

²⁸ Abordamos ambos, com maior detalhe, no capítulo seguinte.

²⁹ JORGE BRITO PEREIRA, op. cit., p. 235.

³⁰ O *short-termism* consiste na tomada de decisões com base em, e tendo em vista, resultados financeiros de curto prazo, em detrimento do desempenho a longo prazo da empresa.

3. O papel das ações de lealdade no combate ao *short-termism* e na promoção do *long-term shareholder engagement*

No mundo global e em rápido desenvolvimento que vivemos hoje, a gestão e a administração societárias têm sido cada vez mais marcadas por pressões de curto prazo, associadas a resultados e objetivos - não raramente - trimestrais.

As pressões do mercado de capitais e dos investidores, os sistemas de remuneração dos administradores associados aos resultados da empresa, a forte concorrência e a pressão de divulgação de informações a curto prazo (trimestralmente), entre outros fatores, fizeram do *short-termism* uma prática cada vez mais recorrente para empresas, gestores e acionistas³¹, contribuindo para um “enfoque progressivamente imediatista e míope da administração societária”³².

Neste contexto, e com o advento da crise financeira de 2008, procedeu-se então à criação de um *working group* de reflexão sobre o futuro do direito societário europeu, tendo o grupo apresentado o seu relatório final em 2011³³. Este documento identificou algumas áreas prioritárias de intervenção, com particular ênfase na viabilidade a longo prazo das sociedades³⁴. De forma a contrariar a tendência crescente do *short-termism* e a incentivar a adoção de estratégias empresariais de longo prazo no governo societário, o grupo de reflexão avançou várias recomendações, de entre as quais se destaca a admissibilidade das ações de lealdade³⁵. Também o *Action Plan*, de 2012, da Comissão Europeia³⁶, parece apontar no mesmo sentido, procurando fomentar a participação dos acionistas a longo prazo.

Esta linha de orientação vai progressivamente crescendo e ganha, nos anos subsequentes, maior densidade. Primeiro, em 2013, com o *Green Paper* sobre o Financiamento a Longo Prazo da Economia Europeia³⁷, em que se dá um passo

³¹ KLAUS J. HOPT, “Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance”, NYUJL & Bus., Vol. 12, 2015, p. 26 (disponível em <https://ssrn.com/abstract=2644156>).

³² JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Novos rumos do direito societário europeu – O «Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law»*, Almedina, 2012, pp. 350-351.

³³ *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, Brussels, 5 April 2011 (disponível em <https://ssrn.com/abstract=1851654>).

³⁴ Ibid., pp. 36-52.

³⁵ Ibid., pp. 46-47; JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, op. cit., p. 351.

³⁶ Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:EN:PDF>.

³⁷ Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0150:FIN:EN:PDF>.

suplementar ao escrever - “Foram também avançadas ideias para incentivar uma maior participação dos acionistas a longo prazo, que poderão ser objeto de uma análise mais aprofundada, tais como a possibilidade de opções relativas à concessão de direitos de voto acrescidos ou dividendos adicionais aos investidores de longo prazo”. Depois, em 2017, com a Diretiva dos Direitos dos Acionistas³⁸, em que se defende que “uma abordagem de médio a longo prazo é um fator essencial para uma gestão responsável dos ativos”, dando-se particular importância a “um envolvimento efetivo e sustentável dos acionistas”. Por último, em 2018, com o *Action Plan on Sustainable Finance*³⁹, que segue a mesma direção.

Também nos EUA, a admissibilidade das ações de lealdade tem sido alvo de discussão⁴⁰, embora de forma mais limitada. No entanto, algumas vozes influentes do setor privado, como a de Warren Buffet ou a de John Bogle – dois dos subscritores do documento intitulado “*Overcoming Short-Termism*”⁴¹ –, vieram, no passado, defender o desenvolvimento de incentivos como forma de encorajar uma orientação a longo prazo por parte dos investidores. John Bogle foi ainda mais longe ao afirmar, numa entrevista ao *Wall Street Journal*, em 2010, que “os decisores políticos deveriam considerar mudanças estruturais que reforçassem o papel dos investidores e diminuíssem o dos especuladores. Por exemplo, garantindo aos detentores de ações a longo prazo mais direitos de voto e/ou dividendos mais altos”⁴².

Nesta senda, importa relevar que um dos principais motivos do *short-termism* reside precisamente nos investidores de curto prazo (ou investidores especuladores). Reconhece-se que este tipo de investidores exerce pressão sobre os gestores e administradores societários, forçando-os a negligenciarem investimentos de longo prazo em detrimento dos ganhos de curto prazo. Estes ganhos de curto prazo, por sua vez, originam geralmente um aumento temporário do preço das ações, período após o qual estes investidores saem e o valor da empresa volta a diminuir gradualmente até ao seu valor inicial. Entende-se, pois, que as empresas são cada vez mais orientadas para o curto

³⁸ Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=en>.

³⁹ Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097>.

⁴⁰ Vd. https://www.ecgi.global/sites/default/files/loyalty_shares_nyu_roundtable_0.pdf.

⁴¹ Disponível em <https://www.aspeninstitute.org/wp-content/uploads/files/content/images/BSPonlineBroch.pdf>.

⁴² Vd. PATRICK BOLTON AND FRÉDÉRIC SAMAMA, “*L-Shares: Rewarding Long-Term Investors*”, ECGI, 2012, p. 12 (disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2188661>).

prazo, apesar de os seus clientes terem um horizonte mais alargado e vocacionado para o longo prazo⁴³.

Por outro lado, os investidores de longo prazo são investidores que estão mais preocupados com o valor fundamental da empresa a longo prazo do que com o preço das ações. Parte-se frequentemente do princípio de que estes são investidores que geralmente - mas não necessariamente - se envolvem com a gestão da empresa. A sua visão assenta, portanto, num plano de manter as ações durante um período de tempo prolongado, mesmo que os preços de mercado se desviem do valor fundamental a longo prazo da empresa⁴⁴.

Na esteira de Patrick Bolton e Frédéric Samama⁴⁵, acreditamos que as ações de lealdade poderiam assim contribuir para corrigir o desequilíbrio existente entre investidores de longo e curto prazo. Ao proporcionar uma recompensa aos acionistas que mantivessem as suas ações durante um certo período (pré-definido)⁴⁶, conseguir-se-ia mais depressa atrair investidores de longo prazo (não especulativos) e repelir os denominados "*day-traders*" ou "*momentum investors*", e outros especuladores de curto prazo. Conseguir-se-ia igualmente incentivar uma perspetiva de avaliação a longo prazo, uma vez que os investidores que pretendessem obter o “prémio de lealdade” teriam de fazer uma avaliação do valor da empresa a longo prazo para perceber se compensava ou não o “*buy-and-hold*”.

Note-se que uma perspetiva empresarial de longo prazo é geralmente entendida como sendo mais benéfica, nomeadamente em termos de oportunidades de investimento, sustentabilidade, I&D, inovação e planeamento. Reconhece-se, pois, que a criação de valor empresarial a longo prazo corresponde à melhor forma de maximização da posição dos acionistas e dos demais *stakeholders*.

Esta visão resulta, aliás, no ordenamento jurídico português, do art. 64.º, n.º 1, al. b), do CSC, que refere que “os gerentes ou administradores da sociedade devem observar deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo

⁴³Vd.

https://www.ecgi.global/sites/default/files/events/ecgi_roundtable_report_on_loyalty_shares_by_tom_vos_0.pdf.

⁴⁴ CHIARA MOSCA, op. cit., p. 247.

⁴⁵ PATRICK BOLTON AND FRÉDÉRIC SAMAMA, op. cit., p. 11.

⁴⁶ É do nosso entendimento que este “período de lealdade” deve ser livremente definido por cada estrutura empresarial, desde que esteja expressa e claramente estipulado no contrato de sociedade. Geralmente, corresponde a um período de dois (2) anos, mas pode variar, sendo menor ou maior consoante o contexto, características e objetivos de cada sociedade.

dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores”.

No seu ensaio clássico sobre a governação das organizações - “*Exit, Voice and Loyalty*” (1970) – Albert Hirschman distingue duas respostas diferentes a uma crise de governação por parte dos membros de uma organização: a “exit”, que significa a saída de um acionista, através da venda das suas ações, antes de a crise se tornar totalmente evidente para os outros; e a “voice”, que corresponde ao envolvimento de um acionista, através da manutenção das suas ações, na tentativa de resolver a crise⁴⁷.

Numa crise, por um lado, a “exit” é geralmente o caminho mais fácil a tomar. No entanto, é também o caminho com menor probabilidade de resolver a crise societária. Por outro lado, a resposta “voice” pode, de facto, ser muito dispendiosa e pouco compensadora, a curto prazo, para o acionista ativista. Além disso, as eventuais recompensas (incertas) que traz são partilhadas em partes iguais pelos acionistas ativos e passivos. Contudo, representa o caminho com maior probabilidade de resolver a crise⁴⁸.

Considera-se assim que os acionistas que mantêm as suas ações - através do regime comum - estão em desvantagem em relação aos especuladores, dado que os últimos conseguem retirar mais benefícios de operações especulativas e respondem mais rapidamente a notícias de crise⁴⁹.

Tudo isto origina um problema de falta de incentivos. Ora, é precisamente dentro deste contexto que as ações de lealdade podem (e devem) desempenhar um papel de intermediação.

Se é verdade que alguns acionistas podem ser intrinsecamente leais à sua empresa, como são os casos dos acionistas fundadores, que se orgulham de terem criado a empresa de raiz, e dos proprietários de empresas familiares, que querem preservar a empresa para as gerações futuras, o mesmo não se pode dizer em relação ao acionista comum. Para o acionista típico, em regra, não existe um verdadeiro sentimento de lealdade para com uma empresa⁵⁰. É, portanto, do nosso entendimento – partilhando a visão de Patrick Bolton e Frédéric Samama - que a lealdade pode ser conquistada mais facilmente se for

⁴⁷ Vd. PATRICK BOLTON AND FRÉDÉRIC SAMAMA, op. cit., p. 2

⁴⁸ Ibid.

⁴⁹ JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS, op. cit., p. 455.

⁵⁰ PATRICK BOLTON AND FRÉDÉRIC SAMAMA, loc. cit.

recompensada. Neste contexto, as ações de lealdade podem constituir um incentivo à permanência e consequente envolvimento do acionista na vida da sociedade⁵¹.

Conclui-se então que, através da atribuição de benefícios (ou recompensas) resultantes da detenção ininterrupta das ações por um determinado período, os problemas associados ao *short-termism* e ao *long-term shareholder engagement* podem, no mínimo, ser mitigados, ajudando igualmente a um alinhamento de interesses dentro da própria empresa.

É, por isso, sem surpresa, que vemos esta figura ser gradualmente adotada e aplicada nos diferentes países a nível europeu.

⁵¹ DIOGO DRAGO, op. cit., p. 442.

4. As ações de lealdade na Europa

4.1. O caso francês

No ordenamento jurídico francês, a permissão de adoção das ações de lealdade remonta a 1966, quando o legislador francês – através de uma reforma da Lei das Sociedades Comerciais⁵² – manteve a regra da proporcionalidade, admitindo, porém, a possibilidade de os estatutos preverem um regime de ações de lealdade, sujeito a: i) previsão estatutária expressa nesse sentido; ii) limite máximo de dois votos por ação (o designado “direito de voto duplo”); e iii) detenção ininterrupta das ações, pelos mesmos titulares, por um período mínimo de dois anos.

Contudo, a partir de 2014, por força da aprovação da designada *Loi Florange* (Lei n.º 2014/384), o regime regra - para as sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado - passou a ser precisamente o das ações de lealdade, salvo previsão dos estatutos em contrário⁵³. Por outras palavras, o regime das ações de lealdade passou a ser automaticamente aplicável a todas as sociedades cotadas no mercado regulamentado francês, cabendo às que não o quisessem adotar, fazer o *opt-out* desse sistema. Refira-se ainda que este *opt-out*, correspondendo a uma alteração estatutária, exige maioria qualificada (em concreto, de dois terços dos votos).

Importa, pois, destacar que esta alteração legislativa de 2014 não introduziu a possibilidade de adoção das ações de lealdade, uma vez que tal já era possível desde 1966. O que se verificou foi que, para as sociedades cotadas, a exceção passou a ser a regra⁵⁴. Tratou-se, assim, de uma alteração de um sistema de *opt-in* para um sistema de *opt-out*, exigindo-se, hoje, às sociedades cotadas, a introdução de uma cláusula estatutária, condicionada a aprovação por maioria de dois terços (2/3), de forma a contornar este regime das ações de lealdade.

⁵² Referimo-nos à *Loi n.º 66-357 sur les sociétés commerciales* e à *Loi n.º 66-538*.

⁵³ Vd. art. L225-123, do *Code de Commerce*.

⁵⁴ FRANCISCO SÁ CARNEIRO, “*The Florange Law. A “new” power game*”, in Estudos em Honra de João Soares da Silva, Almedina, 2021, p. 268.

A *Loi Florange* foi - como se esperava - muito debatida, tendo se verificado uma multiplicidade de vozes críticas⁵⁵, nomeadamente de investidores institucionais. No entanto, alguns estudos empíricos demonstram que as empresas que anunciaram a sua opção de não conceder automaticamente as ações de lealdade, tiveram uma reação significativamente negativa do mercado a esse anúncio. Em contrapartida, a reação do mercado foi significativamente positiva para as empresas que anunciaram a adoção (ou, neste caso, a permanência) deste tipo de ações⁵⁶.

Cabe, contudo, afirmar que este regime de *opt-out* não encontra paralelo em mais nenhuma jurisdição europeia e que representa, a nosso ver, um desvio demasiado oneroso e desproporcional ao *one share, one vote*, fazendo deste último a exceção e não a regra, quando deveria ser o contrário.

4.2. O caso italiano

Em Itália, o regime das ações de lealdade foi introduzido, pela primeira vez, em 2014. Refira-se que, ao contrário do que aconteceu em França, estas ações não eram permitidas até então, uma vez que o voto plural – tal como acontece em Portugal nas S.A. – era expressamente proibido.

Foi então, por via da aprovação do *Decreto Competitivà* (DL n.º 91/2014), que o legislador italiano introduziu no sistema jurídico as ações de lealdade⁵⁷ – para as sociedades cotadas – e as ações com voto plural⁵⁸ – para as sociedades não cotadas. Por outras palavras, as sociedades não cotadas passaram a estar autorizadas a criar uma categoria especial de ações com direito ao voto plural (e a manter essas ações em caso de admissão à cotação), enquanto as ações de lealdade foram especificamente concebidas para as sociedades cotadas no mercado regulamentado⁵⁹.

⁵⁵ Vd., por exemplo, MARK J. ROE and FEDERICO CENZI VENEZZE, “*Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?*”, 76 Business Lawyer 467, 2021, pp. 487-493 (disponível em <https://ssrn.com/abstract=3763970>); e CHIARA MOSCA, op. cit., pp. 254-257.

⁵⁶ Vd. FRANCOIS BELOT and EDITH GINGLINGER and LAURA T. STARKS, “*Encouraging Long-Term Shareholders: The Effects of Loyalty Shares with Double Voting Rights*”, 2019, pp. 14-33 (disponível em <https://ssrn.com/abstract=3475429>).

⁵⁷ Vd. art. 127-quinquies, do TUF.

⁵⁸ Vd. art. 127-sexies, do TUF; e ainda o art. 2351.4, do Codice Civile.

⁵⁹ CHIARA MOSCA, op. cit., p. 253.

Assim, de uma penada (leia-se, *Decreto Competitivà*), “o legislador italiano adotou as ações com voto plural e as ações de lealdade, simultaneamente abrindo um novo espaço de autonomia privada e rompendo com uma tradição muito marcada, com quase um século, de grande conservadorismo na aceitação de derrogações estatutárias ao princípio *one share, one vote* que, sem estranheza, continua a funcionar como regra geral supletiva”⁶⁰.

Refira-se ainda que a admissão destes mecanismos foi destinada a agilizar, modernizar e fomentar o desenvolvimento das empresas italianas, tendo como linha orientadora a promoção do acesso ao mercado de capitais e os investimentos a longo prazo⁶¹.

Deste modo, a partir de 2014, as ações de lealdade passaram assim a poder vigorar nas sociedades cotadas em Itália, mediante três requisitos: i) previsão estatutária expressa nesse sentido (exigindo-se uma maioria de dois terços dos votos); ii) limite máximo de dois votos por ação (ações de voto duplo); iii) manutenção ininterrupta da titularidade das ações, pelo mesmo acionista, por um período mínimo de dois anos.

Perante o que foi exposto, deduz-se facilmente que os requisitos impostos em Itália correspondem exatamente àqueles que vigoram em França, com a (grande) diferença de o sistema italiano em vigor ser o de *opt-in* e não o de *opt-out*, tal como acontecia em França antes da *Loi Florange*. É, portanto, oportuno afirmar que o legislador italiano soube aproveitar bem a experiência legislativa francesa em relação às ações de lealdade.

Por último, cabe salientar que o regime italiano das ações de lealdade, através do sistema de *opt-in*, é aquele que – a nosso ver – cumpre melhor a sua função, como mais um *CEM* que as empresas (que assim entenderem) podem adotar, mediante previsão estatutária, aplicando-se supletivamente o *one share, one vote*. É, aliás, este regime de *opt-in* que acreditamos que teria melhor acolhimento em Portugal.

⁶⁰ JORGE BRITO PEREIRA, op. cit., p. 429.

⁶¹ Vd. <https://morrowssodali.com/uploads/insights/attachments/dbaf980bec8e6524584d75cc556a01b2.pdf>.

4.3. O caso belga

Em 2019, na Bélgica, a aprovação de uma reforma ao Código das Empresas e Associações, veio evidenciar (ainda mais) a tendência de adoção das ações de lealdade na Europa, através de legislação⁶². Esta reforma veio então – pela primeira vez – permitir às sociedades cotadas aderirem a um regime de ações de lealdade, através de um sistema de *opt-in*⁶³.

Os requisitos exigidos foram (e são) exatamente os mesmos que vigoram em Itália (e os mesmos que vigoravam em França antes da *Loi Florange*). Porém, para este efeito, e no que diz respeito à maioria exigida (de dois terços dos votos), importa assinalar que teve de haver um pequeno ajuste na lei. Isto porque, na Bélgica, as mudanças nos estatutos requerem uma maioria qualificada de três quartos (3/4) dos direitos votantes⁶⁴, ao contrário do que acontece em muitos países europeus (como, por exemplo, França, Itália ou Portugal), em que a maioria exigida é de dois terços (2/3). A razão subjacente a esta mudança - para uma maioria de dois terços (2/3) - foi a de que, de outra forma, seria muito difícil para qualquer uma das empresas cotadas fazer uso deste mecanismo, uma vez que se considerava o limiar de 75% demasiado elevado nestes casos⁶⁵.

Por último, entenda-se que, para justificar esta reforma, o Governo belga invocou duas razões basilares⁶⁶: a primeira é a de que estas ações ajudariam a combater o *short-termism*; a segunda é a de que impulsionariam o mercado de capitais, uma vez que permitiriam mais facilmente - aos acionistas controladores - a conservação do controlo da empresa na sequência de um *IPO*, facilitando assim a cotação na bolsa de valores⁶⁷.

⁶² CHIARA MOSCA, op. cit., p. 257.

⁶³ Vd. art. 7:53, do *Code des Sociétés et des Associations*.

⁶⁴ Vd. art. 7:153, do mesmo diploma.

⁶⁵ Pense-se, por exemplo, no caso dos investidores institucionais (ou outro tipo de investidores especuladores), que votam tendencialmente contra este tipo de ações.

⁶⁶ Vd. ARNAUD DUBOIS, “*Introduction of Loyalty Shares in the Belgian listed companies, a real game changer?*”, Louvain School of Management, Université Catholique de Louvain, 2019, p. 44 (disponível em <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:20981>).

⁶⁷ Ao permitir que os acionistas controladores conservem mais facilmente o seu controlo na empresa, as ações de lealdade ajudá-los-iam a ultrapassar o receio de perderem o controlo ao fazerem um *IPO*, podendo assim contribuir para um aumento do número de cotações.

4.4. O caso espanhol

Também em Espanha, em 2021, ocorreu a permissão normativa de emissão de ações de lealdade. A *Ley 5/2021* veio então introduzir a possibilidade de emissão de ações de lealdade nas sociedades cotadas, condicionada às mesmas regras existentes em Itália e na Bélgica, vigorando, portanto, o regime de *opt-in*⁶⁸. A única diferença a registar prende-se com a maioria exigida, que, em Espanha, é de sessenta por cento (60%) do capital presente ou representado - se estiverem presentes acionistas que representem cinquenta por cento ou mais da totalidade do capital subscrito com direito de voto - ou de setenta e cinco por cento (75%) - no caso de não estarem acionistas que representem, pelo menos, cinquenta por cento do capital⁶⁹.

Não deixa de ser interessante notar, ainda, que foi introduzida uma regra que dispõe o dever de o regime das ações de lealdade ser votado, passados cinco anos da sua implementação estatutária, e caso ainda esteja em vigor⁷⁰, para que os acionistas decidam sobre a sua continuação ou extinção⁷¹, fazendo desta uma característica singular do regime espanhol.

⁶⁸ Vd. art. 527.º *ter.*, da *Ley de Sociedades de Capital*.

⁶⁹ Vd. art. 527.º *quater.*, do referido diploma.

⁷⁰ Nada obsta a que o regime seja votado (e extinto) antes desses cinco anos. O que se veio implementar foi a obrigatoriedade de votação desta matéria, pelo menos, de cinco em cinco anos.

⁷¹ Vd. art. 527.º *sexies*.

5. As ações de lealdade em Portugal

5.1. Da sua admissibilidade

5.1.1. Um direito especial?

Muito se tem discutido, em Portugal (e não só), sobre a licitude das cláusulas estatutárias que introduzem ações de lealdade, nomeadamente em relação à qualificação destas ações como um direito especial e a sua compatibilidade com o princípio de igualdade de tratamento dos sócios⁷².

Importa, por isso, destacar que uma das questões essenciais sobre a admissibilidade das ações de lealdade - à luz do regime jurídico português - consiste precisamente em perceber se constituem ou não um direito especial. Sabendo que, em Portugal, nas S.A., “os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de ações”⁷³ e que “as ações que compreendem direitos iguais formam uma categoria”⁷⁴, pretendemos – por consequência – aferir se as ações de lealdade podem ou não constituir uma categoria especial de ações.

Na doutrina, existem tipicamente dois critérios em relação ao conceito de direito especial: i) o critério da titularidade, que defende que um direito só é especial quando contraposto a um direito que seja comum a todos os sócios, ou seja, tendo-se por especial um direito que apenas seja reconhecido a determinado(s) sócio(s), e não a todos; e ii) o critério da posição de socialidade⁷⁵, que nos diz que um direito só é especial quando não faça parte do conteúdo normal da participação social, ou seja, tendo-se por especial um direito que se diferencie perante o regime geral.

Sublinhe-se que, ao longo dos anos, a doutrina tem divergido quanto ao (melhor) critério a adotar, não havendo também um entendimento no que diz respeito à qualificação, ou não, das ações de lealdade como um direito especial e, por conseguinte, como uma categoria autónoma de ações.

⁷² JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS, op. cit., pp. 448-449.

⁷³ Art. 24.º, n.º 4, do CSC.

⁷⁴ Art. 302.º, n.º 2, do CSC; no mesmo sentido, para as sociedades cotadas, vd. art. 45.º, n.º 1 do CVM.

⁷⁵ Designação nossa.

Creemos que não se justifica, nesta sede, proceder a uma discussão do conceito de direito especial por efeito dos diferentes critérios. Cabe, pois, aferir se as ações de lealdade podem ou não constituir um direito especial à luz de ambos os critérios, e ainda de acordo com a lei.

Começando, em primeiro lugar, pelo critério da titularidade, importa reiterar que só faz sentido um direito ser qualificado como especial se constituir um privilégio ou vantagem particular em relação aos demais sócios⁷⁶. É, aliás, este critério que parece resultar da letra da lei – através de uma interpretação literal do art. 24.º, n.º 1, do CSC – ao fazer referência aos “direitos especiais de algum sócio”.

Ora, as ações de lealdade – por natureza – são de aplicação geral e objetiva, uma vez que são concedidas a todo e qualquer sócio (aplicação geral) que as detenha ininterruptamente por um determinado período de tempo (aplicação objetiva). Deste modo, constata-se que a sua aplicação dependerá exclusivamente do tempo de detenção da participação social, isto é, de uma condição objetiva, podendo qualquer acionista ter acesso aos benefícios daí resultantes. Se beneficia disso, ou não, dependerá exclusivamente do seu comportamento⁷⁷.

Por outras palavras, é apenas o comportamento do acionista que determina a titularidade (ou não) dos benefícios de lealdade, sendo que quaisquer eventuais diferenças entre acionistas serão sempre resultado do comportamento de cada um deles⁷⁸.

Neste sentido, note-se que os direitos gerais “são os que pertencem, em regra, a todos os sócios da mesma sociedade, ainda que em medida diversa”⁷⁹. É esta, aliás, a caracterização que, a nosso ver, melhor representa as ações de lealdade, que são gerais na sua configuração.

Queremos, com isto, dizer que os direitos originados pelas ações de lealdade são previstos para todos os acionistas e, como tal, estão ao alcance de todos eles.

⁷⁶ JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS, op. cit., p. 463.

⁷⁷ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares”, in RDS, VII, 2015, p. 462 (disponível em <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/Archive/Docs/f592497606005.pdf>).

⁷⁸ Ainda que as vantagens possam ser atribuídas desigualmente (mediante o tempo de detenção das ações), as condições de acesso são iguais para todos; vd. PATRICK BOLTON AND FRÉDÉRIC SAMAMA, op. cit., p. 36.

⁷⁹ JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Volume II, 6ª edição, Almedina, 2019, p. 204.

Dito isto, as ações de lealdade não caberiam então no conceito de direito especial de acordo com o critério da titularidade, uma vez que o privilégio é reconhecido - em igualdade de termos e condições - a todos os acionistas.

Por outro lado, caso se defendesse o critério da posição de socialidade, também não se poderiam enquadrar estas ações no conceito de direito especial, uma vez que se entende que os benefícios daí resultantes continuam a fazer parte do conteúdo normal da participação social (direito ao lucro e ao voto)⁸⁰, de acordo com a lei portuguesa⁸¹.

Se ainda assim houvesse dúvidas, o art. 24.º, n.º 4, do CSC, trata de as esclarecer, ao estipular que “nas sociedades anónimas, os direitos especiais (...) transmitem-se com estas [as ações]”. Ora, saliente-se que as ações de lealdade atribuem direitos *intuitu personae*, que não são, portanto, transmissíveis. A lealdade, por outras palavras, continua a ser uma característica pessoal do acionista e os direitos de voto (ou quaisquer outros) que aumentam em conformidade, não podem ser transmitidos a terceiros (menos leais)⁸². O que se quer dar a entender é que, se as ações de lealdade têm em conta o decurso do tempo para a atribuição dos respetivos benefícios, então os mesmos não podem ser atribuídos (mediante a transmissão da ação) a outra pessoa, uma vez que a “contagem” do período de lealdade, nesses casos, voltaria ao início. Estamos, por isso, perante um tipo de ações “cuja pluralidade de voto se extingue com a transmissão das ações para um terceiro”⁸³. Parece, pois, haver aqui uma incompatibilidade entre o caráter *intuitu personae* das ações de lealdade e o regime dos direitos especiais (ou das categorias de ações) nas S.A.⁸⁴.

Importa ainda notar que as ações de lealdade não constituem também uma classe autónoma (e especial) de ações.

Não cremos que seja necessário emitir uma nova categoria de ações, uma vez que nenhuma ação será, originalmente, uma ação de lealdade. Pode apenas tornar-se uma ação de lealdade pelo decurso do tempo.

Os acionistas começam assim com um conjunto normalizado (ou padrão) de direitos - o denominado regime comum - tal como consta dos estatutos da sociedade, e

⁸⁰ Ainda que de forma acrescida.

⁸¹ Vd. art. 21.º do CSC.

⁸² CHIARA MOSCA, op. cit., p. 249.

⁸³ MIGUEL STOKES, op. cit., p. 150.

⁸⁴ JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS, op. cit., p. 462.

apenas aqueles que detenham as suas ações durante um determinado período (o “período de lealdade”) estarão sujeitos aos direitos acrescidos que daí advêm⁸⁵.

Nessa medida, não se verifica a consagração de nenhum regime diferente, mas apenas a consagração de um regime comum cuja aplicação a um acionista concreto dependerá exclusivamente do tempo de detenção da participação social⁸⁶.

É, aliás, isto que resulta dos regimes em vigor em Itália⁸⁷, na Bélgica⁸⁸ e em Espanha⁸⁹, onde se declara expressamente que as ações de lealdade não constituem uma categoria autónoma de ações. Em França, embora o legislador não tenha tomado posição, a doutrina tem – de forma quase unânime – entendido que não se trata também de uma categoria especial de ações.

Noutro âmbito, quanto à compatibilidade do regime das ações de lealdade com o princípio de igualdade de tratamento dos sócios, seguimos a mesma linha de orientação. A eventual disponibilidade do prémio de lealdade para todos os acionistas deverá impedir qualquer violação do princípio da igualdade de tratamento. Na situação hipotética em que todos os acionistas da empresa mantêm a sua participação durante o período de lealdade, todos eles serão recompensados e, por conseguinte, essas recompensas não terão qualquer efeito sobre a distribuição do poder na empresa⁹⁰.

Conclui-se então que “ao fixar a possibilidade de os acionistas (em geral) poderem ser premiados caso mantenham a posse das suas ações (comuns) por um determinado período mínimo de tempo, a cláusula estatutária legitima expectativas jurídicas a todo e qualquer acionista que entenda observar o referido período de lealdade”⁹¹. É, pois, aqui que encontramos a igualdade (de tratamento) entre todos os sócios.

⁸⁵ CHIARA MOSCA, op. cit., p. 251.

⁸⁶ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, op. cit., p. 468.

⁸⁷ Vd. art. 127-*quinquies*, n.º 5, do *TUF*.

⁸⁸ Vd. art. 7:53 § 3, do *Code des Sociétés et des Associations*.

⁸⁹ Vd. art. 527.º *ter.*, n.º 4, da *Ley de Sociedades de Capital*.

⁹⁰ Vd. <https://morrowsondali.com/uploads/insights/attachments/dbaf980bec8e6524584d75cc556a01b2.pdf>.

⁹¹ DIOGO DRAGO, op. cit., p. 437.

5.1.2. O art. 21.º-D do CVM – Uma permissão tácita das ações de lealdade?

Já tivemos oportunidade de verificar que o voto plural é expressamente proibido nas S.A., por força do art. 384.º, n.º 5, do CSC. Por consequência, proíbe-se assim as ações com voto plural e as ações de lealdade (na medida da atribuição de direitos de voto acrescidos) nas S.A. em geral.

Contudo, já verificámos igualmente que o voto plural passou a ser permitido (somente) nas S.A. cotadas, por efeito da alteração ao CVM, que introduziu o art. 21.º-D. Posto isto, cabe perceber se este artigo veio estabelecer uma permissão normativa do voto plural em geral, abrangendo tanto as ações com voto plural como as ações de lealdade, ou se, pelo contrário, há limitações de regime que impedem o reconhecimento das ações de lealdade, permitindo-se unicamente um regime de ações com voto plural.

Importa recordar, para este efeito, que as ações de lealdade são ações que atribuem voto plural, mas apenas em função da sua detenção ininterrupta - pela mesma pessoa - por um período de tempo mínimo pré-determinado. Distinguem-se, por isso, das ações com voto plural porque i) têm em conta o decurso do tempo para a atribuição do voto plural e ii) não conservam o seu privilégio em caso de transmissão.

Ora, através de uma análise detalhada do art. 21.º-D, cremos que o mesmo não assegura uma solução compatível com o regime das ações de lealdade⁹², devido, essencialmente, a três ordens de razão.

Em primeiro lugar, em virtude de uma interpretação literal do referido artigo, é perceptível que o mesmo não se aplica às ações de lealdade, porque i) a letra da lei faz referência – mais do que uma vez – a um “direito especial [ao voto plural]”, que como vimos não é comportável com as ações de lealdade nas S.A. e ii) decorre – do mesmo artigo – que estas ações são emitidas, ou resultam de conversão, o que também já vimos não ser possível para as ações de lealdade.

Em segundo lugar, fruto de uma interpretação teleológica, percebe-se que foi intenção do legislador limitar o referido artigo à solução das ações com voto plural, não

⁹² Vd., no mesmo sentido, ainda que com uma argumentação distante da nossa, MIGUEL STOKES, op. cit., pp. 162-168.

abrangendo as ações de lealdade. Para este feito, basta analisar a circular da CMVM⁹³, referente à revisão do CVM, que veio reconhecer expressamente “a admissibilidade da emissão de ações com voto plural (art. 21.º-D)”, passando então a ser permitido “criar ações com direito a mais um do que um voto”, fazendo referência exclusiva às ações com voto plural. Em nenhum momento resulta, do mesmo documento, uma referência às ações de lealdade. No mesmo sentido, uma intervenção da Presidente do Conselho de Administração da CMVM à data de 8 de outubro de 2020 (cerca de um ano antes da revisão do CVM), na Conferência Anual da CMVM, sob o tema “Investir na Retoma: O papel do mercado de capitais”⁹⁴, deixou clara a separação existente entre as ações de lealdade e aquilo que se entendeu legislar como “voto plural” (numa clara alusão às ações com voto plural), ao fazer referência a uma necessidade de “alargamento de estruturas de voto flexíveis, onde se incluem as ações de lealdade e o voto plural”.

Por último, refira-se ainda que uma interpretação sistemática também nos leva a crer que este artigo não veio introduzir o regime das ações de lealdade em Portugal. Isto porque, a nosso ver, a mecânica das ações de lealdade implica uma série de complexidades que fazem com que seja difícil conceber a sua existência sem um regime próprio. Olhando ao art. 21.º-D, entende-se que não há, por exemplo, qualquer referência ao decurso do tempo para a atribuição do voto plural, nem tão pouco à proibição de conservação do privilégio em caso de transmissão. Nos outros ordenamentos jurídicos onde as ações de lealdade vigoram, percebemos que há – em cada um deles – um regime próprio, diferente do das ações com voto plural, que prevê todas estas questões.

Face ao exposto, parece claro que se procurou limitar o art. 21.º-D de forma a prever-se exclusivamente um regime de ações com voto plural, excluindo uma solução de ações de lealdade. Conclui-se então, em nossa perspetiva, que as ações de lealdade não estão abrangidas pelo art. 21.º-D do CVM e que, por isso, não são admissíveis nas S.A. (cotadas ou não) em Portugal.

⁹³ Disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacao nacional/Circulares/Documents/Circular%20relativa%20a%20revis%C3%A3o%20do%20C%C3%B3digo%20dos%20Valores%20Mobili%C3%A1rios.pdf>.

⁹⁴ Disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Intervencoes-publicas/Documents/Discurso%20de%20Gabriela%20Figueiredo%20Dias%20-%20Confer%C3%Aancia%20Anual%20da%20CMVM%202020.pdf>.

5.2. Da sua relevância

5.2.1. Riscos

Tal como todos os mecanismos, as ações de lealdade também comportam alguns riscos. De entre os que são geralmente destacados, relevamos três.

O primeiro risco está relacionado com uma concentração do capital votante, que desencadeia, não raramente, os denominados *private benefits of control*. Relativamente a isto, refira-se que a literatura jurídico-económica tem apresentado algum desconforto em relação a uma desproporção excessiva entre os direitos patrimoniais e os direitos de voto, na medida em que se pode exacerbar os incentivos para que os acionistas que detenham o controlo extraíam benefícios privados da empresa (que habitualmente se designam por *private benefits of control*)⁹⁵. Entende-se, por isso, que a atribuição de direitos de voto diferenciados entre acionistas pode resultar numa concentração excessiva de poder nas mãos de um acionista maioritário (ou grupo de acionistas), em detrimento dos restantes⁹⁶, facilitando assim o controlo interno da empresa por parte daquele(s). Isto acaba, naturalmente, por contribuir para um aumento do risco associado aos *private benefits of control*.

Em Portugal, este risco ganha ainda maior expressão, tendo em conta que a estrutura de capital das empresas é maioritariamente concentrada e pouco dispersa, de acordo com o último relatório da OCDE sobre o mercado de capitais em Portugal⁹⁷.

Reconhece-se, pois, que as ações de lealdade, ao concederem direitos de voto acrescidos, podem acabar por originar uma maior concentração do capital votante, o que permite aos acionistas maioritários um ganho de poder extra na tomada de decisões societárias, alavancando assim a sua posição no seio da empresa, muitas vezes em prejuízo dos acionistas minoritários, facilitando, por isso, o *insider control*.

⁹⁵ Vd. RONALD J. GILSON, “Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy”, Harvard Law Review, Vol. 119, n.º 6, 2006, pp. 1641–1679 (disponível em <http://www.jstor.org/stable/4093529>).

⁹⁶ Vd. <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/blackrock-the-debate-on-differentiated-voting-rights.pdf>.

⁹⁷ Disponível em <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Portugal.htm>. Vd. essencialmente, para o efeito, pp. 87-89 e 107-110.

O segundo grande risco das ações de lealdade prende-se com uma possível diminuição da liquidez dos mercados financeiros. Ao contrário do que acontece com as ações com voto plural, que podem ser livremente negociadas, dando ao comprador os votos extra que comportam, as ações de lealdade, por outro lado, são ações *intuitu personae* e, quando negociadas, perdem os seus benefícios⁹⁸. Isto acaba por originar uma distorção no mercado, uma vez que as ações de lealdade comportam determinados benefícios para o vendedor, mas não para o comprador, tornando difícil um entendimento relativo ao seu real valor, ou preço a pagar. Imagine-se, por exemplo, um acionista que detém um quinto (20%) das ações de uma determinada sociedade e que, em detrimento dos benefícios de lealdade (de voto duplo, neste exemplo), fica com direito a um terço (33,33%) dos direitos de voto. Ora, na altura de vender, esse acionista vai ter em conta os 33,33% dos direitos de voto a que tem acesso, ao passo que o comprador apenas vai ter em conta os 20%. Posto isto, o comprador apenas estará disponível para dar o valor correspondente aos 20%, enquanto o vendedor quererá o valor correspondente aos 33,33%⁹⁹. Isto gera graves distorções no que diz respeito ao *market for corporate control*, fazendo com que os acionistas leais não consigam vender as suas ações (pelo menos, de acordo com o seu real valor), contribuindo assim para uma diminuição da liquidez dos mercados financeiros.

Saliente-se ainda que estas ações geram uma resposta tendencialmente negativa por parte dos investidores, nomeadamente dos investidores institucionais¹⁰⁰. Por um lado, porque esses investidores não conseguiriam obter os benefícios de lealdade no momento da compra das ações, não retirando, portanto, o real proveito do seu investimento¹⁰¹. Por outro lado, em sentido oposto, porque veem outros investidores (de longa duração) obterem mais benefícios com o mesmo grau de investimento, ou os mesmos benefícios com um grau de investimento menor. Preferem, portanto, canalizar os seus recursos para empresas onde vigore o princípio da proporcionalidade. Em suma, entende-se que estas ações teriam um efeito desencorajador na ótica dos investidores.

⁹⁸ Vd. MARK J. ROE and FEDERICO CENZI VENEZZE, op. cit., p. 474.

⁹⁹ Ibid., p. 478.

¹⁰⁰ Vd. ARNAUD DUBOIS, op. cit., pp. 38-39.

¹⁰¹ MARK J. ROE and FEDERICO CENZI VENEZZE, op. cit., p. 482.

Além disso, sublinhe-se que, de um ponto de vista político, os Governos podem ver na adoção das ações de lealdade uma oportunidade de gerar dinheiro, através do desinvestimento nas empresas nacionais, sem perder a capacidade de controlo¹⁰².

Considera-se, assim, que as ações de lealdade podem afetar a liquidez dos mercados e, possivelmente, diminuir a atratividade para empresas e investidores¹⁰³.

Por último, importa evidenciar o risco associado aos limites da OPA obrigatória, por força do disposto no art. 187.º do CVM. Ora, segundo o n.º 1 deste artigo, se alguém ultrapassar um terço (33,34%) ou metade (50,01%) dos direitos votantes de uma sociedade cotada, é obrigado a lançar uma OPA sobre todas as restantes ações. Entende-se, por isso, que as ações de lealdade vêm distorcer esta regra, uma vez que com uma participação social (muito) mais baixa, é possível alcançar esses limites definidos por lei, obrigando ao lançamento de uma OPA. Assim sendo, isto acaba por ter também efeitos negativos no *market for corporate control*, exponenciando ainda os riscos descritos acima.

5.2.2. Benefícios

Em sentido inverso, as ações de lealdade também espoletam uma série de benefícios.

Antes de mais, cumpre começar por fazer uma referência aos riscos assumidos anteriormente, de forma a destacar alguns aspetos.

Em primeiro lugar, o facto de os benefícios de lealdade não originarem necessariamente uma concentração do capital votante, visto que as ações de lealdade apenas atribuem benefícios em função do tempo de detenção das ações e não mediante a fração do capital detido. Isto faz com que – em alguns casos – até se possa beneficiar mais os acionistas minoritários em detrimento dos controladores. E ainda que, no caso concreto, se beneficie mais os acionistas controladores, cremos que pode haver uma vantagem associada. Essa vantagem tem que ver com uma redução dos custos de agência.

¹⁰² CHIARA MOSCA, op. cit., p. 262; Vd., sobre esta questão, em maior detalhe, MARK J. ROE and FEDERICO CENZI VENEZZE, op. cit., pp. 491-492.

¹⁰³ Vd. *Study on directors' duties and sustainable corporate governance: final report*, Brussels, July 2020, p. 80 (disponível em <https://data.europa.eu/doi/10.2838/472901>).

Ora, ao alavancarem o poder dos acionistas (controladores), estas ações melhoram a sua capacidade para monitorizar e intervir nas políticas societárias. Este aumento da monitorização pode ser justificado pelo facto de um acionista com controlo estar mais disposto a incorrer em custos de monitorização, uma vez que a sua participação é significativamente mais elevada¹⁰⁴. Além disso, os direitos de voto acrescidos aumentam a importância dos acionistas na perspetiva dos administradores. Os administradores estarão, assim, mais dispostos a estabelecer relações construtivas e contínuas com esses acionistas, em virtude do grau de influência exercido¹⁰⁵. Posto isto, através de um maior controlo exercido sobre os gestores, e ainda de uma tentativa de maior alinhamento de interesses, os problemas de agência e, por conseguinte, os custos de agência associados, podem sofrer uma redução. Adicionalmente, entende-se que os acionistas que detêm o controlo de empresas recentemente cotadas na bolsa não retiram - necessariamente - *private benefits of control*. Pelo contrário, entende-se que prosseguem uma estratégia que o mercado não lhes permitiria concretizar de outra forma¹⁰⁶. O papel dos fundadores em empresas como a Google, a Apple, o Facebook, a Amazon ou a Microsoft acaba por refletir esta visão idiossincrática do controlo das empresas.

Em segundo lugar, a introdução de direitos de voto acrescidos pode também incentivar os acionistas a alienar uma parte das suas ações no mercado, sem perder o controlo da empresa¹⁰⁷. Pode, igualmente, permitir a emissão de novas ações, na mesma medida. Esta situação pode então conduzir a um aumento do número de ações disponíveis para transação e, por conseguinte, levar a um aumento da liquidez nos mercados financeiros, contrapondo-se com aquilo que foi alegado anteriormente. Ainda que assim não fosse, a realidade da maioria dos investidores (institucionais) demonstra que o direito de voto é muitas vezes negligenciado. Este tipo de investidores move-se apenas pela prossecução de lucros rápidos¹⁰⁸. Dito isto, não seria descabido fazer coincidir uma estrutura de ações de lealdade (apenas na medida da atribuição de direitos de voto acrescidos) com uma categoria especial de ações preferenciais sem voto, sendo esta última (preferencialmente) atribuída aos referidos investidores. Isto ajudaria, certamente, a mitigar o problema da falta de incentivos e atratividade por parte dos investidores

¹⁰⁴ ARNAUD DUBOIS, op. cit., p. 36.

¹⁰⁵ CHIARA MOSCA, op. cit., pp. 259-260.

¹⁰⁶ Ibid., p. 258.

¹⁰⁷ ARNAUD DUBOIS, op. cit., p. 33.

¹⁰⁸ Vd. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, op. cit., pp. 450-452.

(nomeadamente, dos investidores institucionais). Partilhando a nossa visão, há mesmo quem alegue que a liquidez e o controlo devem ser considerados *tradeoffs*¹⁰⁹.

Virando agora a nossa atenção para os benefícios isoladamente considerados, importa assinalar que um dos maiores e mais recorrentes benefícios das ações de lealdade reside no facto de se permitir (ou facilitar) aos acionistas fundadores manterem o controlo da empresa na sequência de um *IPO*. Permite-se, portanto, recorrer a investimento externo, sem receio de perder o controlo da empresa. É amplamente aceite que uma estrutura de ações de lealdade pode ser altamente eficiente na altura de um *IPO*, uma vez que permite ao(s) fundador(es) cotar a empresa na bolsa, mantendo o seu controlo. Neste contexto, as ações de lealdade poderiam assim facilitar a transição das empresas da dimensão privada para a dimensão pública¹¹⁰, impulsionando o mercado de capitais. Foi neste sentido que, na Conferência Anual da CMVM, de 2020, sob o tema “Investir na Retoma: O papel do mercado de capitais”, se fez referência às ações de lealdade como forma de “responder às preocupações dos acionistas controladores e fundadores face aos acionistas-investidores norteados predominantemente por interesses estritamente financeiros”. No caso específico português, esta particularidade tem ainda maior veemência, visto que a manutenção do controlo acionista é a principal razão apontada pelas empresas – em Portugal – para não prosseguirem com a cotação na bolsa de valores, segundo o relatório da OCDE sobre o mercado de capitais em Portugal¹¹¹.

Outro dos benefícios das ações de lealdade prende-se com o facto de terem um papel importante no desenvolvimento de estratégias a longo-prazo por parte das empresas, através de um maior incentivo ao envolvimento dos acionistas, refletindo-se assim em oportunidades de investimento que não seriam possíveis com uma visão de curto prazo. Neste contexto, importa referir que as iniciativas das empresas e dos governos para combater o *short-termism* baseiam-se essencialmente em dois argumentos: i) o facto de a visão de curto prazo ser um problema que afeta negativamente a tomada de decisões dos gestores empresariais; e ii) o facto de as empresas beneficiarem com os acionistas de longo prazo, dado que estes proporcionam mais estabilidade e apoio em relação a decisões estratégicas de longo prazo¹¹². Admite-se ainda que uma visão dos

¹⁰⁹ Vd. JOHN C. COFFEE, “*Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*”, *Columbia Law Review*, Vol. 91, n.º 6, 1991, pp. 1277–1368 (disponível em <https://doi.org/10.2307/1123064>).

¹¹⁰ CHIARA MOSCA, op. cit., p. 258.

¹¹¹ Vd. p. 104.

¹¹² FRANCOIS BELOT AND EDITH GINGLINGER AND LAURA T. STARKS, op. cit., pp. 4-5.

interesses a longo prazo por parte das empresas facilita a criação de valor e benefícios sociais¹¹³. Verificou-se, por exemplo, em França, após a *Loi Florange*, que as empresas que detinham ações de lealdade tiveram um aumento significativo em despesas relacionadas com I&D¹¹⁴. Estes resultados são, portanto, consistentes com o facto de as ações de lealdade privilegiarem estratégias de longo prazo.

Reconhece-se, pois, que as ações de lealdade podem contribuir positivamente para a criação e desenvolvimento de projetos empresariais de longo prazo, simultaneamente afastando a pressão *short-termism* e criando as condições de estabilidade necessárias que esses projetos reclamam. Nesse sentido, a escolha estatutária das ações de lealdade, representando sempre uma manifestação de soberania acionista, pode maximizar as condições de um projeto empresarial estável e mais imunizado das pressões de curto prazo¹¹⁵.

É, aliás, esta manifestação de soberania acionista que serve de ponto de partida para outro benefício por nós elencado - e fortemente defendido. Este benefício diz respeito à liberdade estatutária que deve ser reconhecida às empresas para introduzirem os mecanismos que melhor se adequem às suas características e qualidades, através de um sistema de *opt-in*. Tal como referido no *G20/OECD Principles of Corporate Governance*¹¹⁶, a estrutura ótima de capital de uma empresa é aquela que é decidida pela direção e pelo conselho de administração, sujeita à aprovação dos acionistas¹¹⁷. É, portanto, do nosso entendimento que deve haver uma viabilização da lei no sentido de permitir às empresas adotarem a estrutura de capital que melhor lhes serve.

Veja-se, por exemplo, o que aconteceu em Itália, em 2014, em que a Fiat, uma das principais sociedades italianas cotadas em bolsa, adquiriu (na altura, anunciou-se uma operação de fusão, porém, na prática, esta operação representou mais um género de aquisição, devido ao peso relativo dos dois intervenientes) a Chrysler, originando uma nova sociedade *holding* (Fiat Chrysler Automobiles) sediada nos Países Baixos. Ora, uma das principais razões que motivaram esta opção pelos Países Baixos terá sido, precisamente, a possibilidade de emissão de ações com voto plural naquele território.

¹¹³ JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS, op. cit., p. 474.

¹¹⁴ Vd. FRANCOIS BELOT AND EDITH GINGLINGER AND LAURA T. STARKS, op. cit., pp. 29-31.

¹¹⁵ JOÃO SOARES DA SILVA, op. cit., p. 97.

¹¹⁶ Disponível em <https://doi.org/10.1787/9789264236882-en>.

¹¹⁷ Ibid., p. 24.

Coincidência ou não, nesse mesmo ano, deu-se a reforma legislativa em Itália que viria a tornar possível a emissão de ações com voto plural (e também as ações de lealdade)¹¹⁸.

Queremos, com isto, dar a entender que uma ausência de flexibilização do regime jurídico pode gerar problemas ao nível de retenção de riqueza no país, por via da manutenção dos grandes grupos empresariais, que - vendo as suas opções limitadas por lei - preferem migrar para outras jurisdições mais liberais e flexíveis.

Ademais, não temos dúvidas sobre o resguardo constitucional que estas ações têm na liberdade de iniciativa económica privada, legitimada pelo art. 61.º da CRP¹¹⁹.

Posto isto, estamos em crer que os benefícios deste instituto superam os riscos no contexto económico português, podendo contribuir para uma dinamização do mercado de capitais em Portugal. E ainda que assim não se considere, vemos na autonomia privada e na liberdade de iniciativa económica privada as maiores justificações para se proceder a uma viabilização do regime das ações de lealdade em Portugal.

¹¹⁸ Vd., para uma análise mais detalhada, JORGE BRITO PEREIRA, op. cit., p. 430.

¹¹⁹ DIOGO DRAGO, op. cit., p. 439.

6. As ações de lealdade nas S.A. não cotadas – o caso particular das *start-ups*

Já constatámos, neste trabalho, que a figura das ações de lealdade tem sido implementada, em alguns países europeus, apenas em relação às sociedades cotadas. Em Portugal, esta figura está vedada por lei para as S.A. em geral, porém, consideramos ser uma questão de tempo até que a lei permita a sua aplicação às sociedades cotadas, tal como aconteceu com as ações com voto plural.

Não obstante, consideramos haver aqui uma questão de fundo mais importante, de elevado interesse estratégico - e que tem sido, com algum espanto, negligenciada pela maior parte da doutrina -, que está relacionada com a relevância das ações de lealdade nas S.A. não cotadas, em particular nas *start-ups*.

Para se entender melhor esta questão, basta olhar ao estado do mercado de capitais em Portugal. Rapidamente concluímos que se trata de um mercado pequeno, com um reduzido volume de transações, baixa liquidez das ações e escasso interesse por parte do investimento estrangeiro. O relatório da OCDE realça precisamente este ponto¹²⁰, vincando mesmo que, nas últimas duas décadas, Portugal perdeu a maioria das suas empresas cotadas em bolsa.

Ao dia de hoje, Portugal regista somente cinquenta e três (53) empresas cotadas na bolsa de valores (a Euronext Lisbon)¹²¹.

Pese embora o tecido empresarial português seja constituído maioritariamente por organizações de micro, pequena e média dimensão¹²², uma comparação em termos de dimensão das empresas cotadas e não cotadas em Portugal, revela que existe um número substancial de empresas não cotadas com dimensão semelhante, ou mesmo superior, à das empresas cotadas na Euronext Lisbon. De acordo com o exposto no relatório da OCDE¹²³, havia, em 2016, mais de quatrocentas (400) empresas não cotadas de grande dimensão em Portugal. Destas, sessenta e sete (67) tinham ativos que excediam o valor médio dos ativos das empresas cotadas em bolsa.

¹²⁰ Vd. pp. 33-41.

¹²¹ Informação disponível em <https://live.euronext.com/pt/markets/lisbon/equities/list>.

¹²² Vd. p. 69, do relatório da OCDE.

¹²³ Vd., p. 35.

Feita esta análise, embora se reconheça a elevada importância das ações de lealdade nas sociedades cotadas, nomeadamente no contexto de um *IPO*, cremos que uma solução de ações de lealdade - aplicada somente a este tipo de sociedades - teria muito pouca expressão em Portugal, além de não conseguir resolver, a nosso ver, o problema de fundo.

Ora, o problema de fundo, na nossa opinião, prende-se com a experiência de capitalização e financiamento das empresas portuguesas. Através de uma análise ao relatório da OCDE¹²⁴, percebemos que o endividamento (essencialmente, bancário) - *debt financing* - constitui uma fonte de financiamento muito relevante em Portugal. Em sentido inverso, o recurso ao investimento externo - *external equity financing* - é muito reduzido. No primeiro, temos a garantia de liquidez imediata, sem perder qualquer fração do capital da empresa para terceiros, mas com a contrapartida do pagamento futuro de juros acrescido do valor do capital (e, muitas vezes, de um *collateral*). No segundo, temos também acesso a liquidez imediata, sem qualquer contrapartida ao nível de pagamento, mas com a desvantagem de se perder uma fração (muitas vezes, relevante) do capital social.

Posto isto, é perceptível que uma das principais razões que justifica o acesso mais comum a *debt* em detrimento de *external equity* é, precisamente, o receio da perda de controlo da empresa.

Se, por um lado, a manutenção do controlo da empresa é geralmente considerada um fator relevante para a grande maioria dos acionistas (especialmente, para empresas familiares), é preciso ter em conta que, por outro lado, o investimento externo é uma forma cada vez mais comum de aceder a novos capitais e, por conseguinte, estar em melhor posição para fazer face ao crescimento financeiro¹²⁵.

É precisamente dentro deste contexto que as ações de lealdade podem atuar, servindo como “ponte” para a entrada de novos capitais (externos) sem uma perda relevante do controlo da sociedade. As ações de lealdade podem constituir, por isso, “um meio de preservação do controlo societário perante o risco de uma disseminação menos criteriosa do capital da sociedade anónima”¹²⁶.

¹²⁴ Vd. pp. 89-91.

¹²⁵ Principalmente, no contexto de taxas de juro elevadas.

¹²⁶ DIOGO DRAGO, op. cit., p. 433.

Refira-se que – no caso particular das *start-ups* – isto ganha ainda maior relevância, visto que estas são sujeitas a várias rondas de financiamento e que, por essa razão, vão vendo o seu capital disperso ao longo do tempo.

Saliente-se ainda que, se os empresários souberem de antemão que podem assegurar mais facilmente o seu controlo através do mecanismo das ações de lealdade, isso poderá incentivá-los a começar novos negócios e a criar empresas, uma vez que o receio associado à perda de controlo passa a ser substancialmente menor. Com isto, poderá também reduzir-se muitas fricções no seio da sociedade, fruto da maior concentração das tomadas de decisão na figura do(s) fundador(es). Advoga-se, assim, que esta perspetiva de controlo contínuo, através das ações de lealdade, pode facilitar a criação de mais *start-ups*, além de reduzir os problemas associados à fricção acionista.

Há até quem não consiga defender a aplicação das ações de lealdade à generalidade das sociedades, conseguindo-o apenas em relação às *start-ups*, realçando que, se as ações de lealdade devem ser admitidas, é no incentivo às *start-ups* que se deve encontrar a justificação¹²⁷.

Por fim, é com agrado que olhamos para a Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho, de 7 de dezembro de 2022, relativa às estruturas de ações com voto plural em empresas que procuram admitir à negociação as suas ações num mercado de PME em crescimento¹²⁸, visando, entre outros fatores, “melhorar o acesso das empresas da UE a fontes de financiamento baseadas no mercado em cada fase do seu desenvolvimento, incluindo as empresas de menor dimensão”. Esta proposta tem também em conta as *start-ups*, considerando que “A manutenção do controlo da empresa pode ser particularmente importante para as empresas em fase de arranque (...), porquanto podem pretender prosseguir a sua visão sem ficarem demasiado expostas às flutuações do mercado”.

Em suma, pese embora consideremos esta Proposta de Diretiva uma excelente iniciativa para as PME, resta-nos esperar por uma solução semelhante no que diz respeito às ações de lealdade, dando também maior ênfase à questão das *start-ups*, de forma a fomentar a iniciativa económica privada em Portugal.

¹²⁷ Vd. MARK J. ROE and FEDERICO CENZI VENEZZE, op. cit., pp. 502-505.

¹²⁸ Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0761>.

7. Conclusão

Com a alteração ao CVM - que veio introduzir o art. 21.º-D - marcada pela permissão normativa das ações com voto plural nas sociedades cotadas em Portugal, seria de esperar que a viabilização da figura das ações de lealdade seguisse o mesmo caminho, porém, tal acabou por não acontecer.

Pese embora esta alteração tenha representado um marco importante e significativo no direito das sociedades português, cremos que peca por escassa. Em primeiro lugar, e tal como referido, devido ao facto de não abranger também as ações de lealdade e, em segundo lugar, devido ao facto de não se estender à generalidade das sociedades anónimas, eliminado assim a regra do art. 384.º, n.º 5, do CSC.

Acreditamos que os ganhos provenientes da admissão de uma estrutura de ações de lealdade, em Portugal, superam as preocupações. No entanto, julgamos que cabe a cada empresa fazer uma análise dos riscos e benefícios no caso concreto e decidir, ou não, pela sua adoção. Não podemos, porém, deixar de reparar que, para que isso aconteça, é necessário que a lei seja flexível e não proíba a sua aplicação.

Embora alguns dos riscos pareçam de carácter absoluto, muitos deles podem ser contrariados¹²⁹. É o caso do alegado desrespeito pela igualdade de tratamento dos sócios, de uma suposta concentração do capital votante e aumento dos abusos para com os acionistas minoritários ou de uma diminuição da liquidez dos mercados financeiros. Por outro lado, de entre os benefícios que são habitualmente reconhecidos a este tipo de ações, cabe destacar a maior facilidade de retenção do controlo da empresa por parte dos acionistas (especialmente, no caso das empresas familiares e das *start-ups*) e, por conseguinte, a possibilidade de aceder a novos capitais, recorrendo a investimento externo, sem receio de perder uma parcela importante do controlo da empresa.

Saliente-se, ainda, que uma estrutura de ações de lealdade pode revelar-se particularmente importante no caso das *start-ups*. É sabido que muitos empresários, especialmente em empresas em fase de arranque (leia-se, *start-ups*), valorizam o controlo e procuram maximizar a sua própria riqueza para manter esse controlo¹³⁰. As ações de lealdade podem, por isso, ajudar a motivar os fundadores e, assim, constituir um canal

¹²⁹ ARNAUD DUBOIS, op. cit., p. 42.

¹³⁰ MARK J. ROE and FEDERICO CENZI VENEZZE, op. cit., p. 506.

importante para a criação de novas empresas, uma vez que os fundadores têm a garantia de manter mais facilmente o controlo da empresa, mesmo após a abertura do capital ao exterior. Uma estrutura de ações de lealdade pode, pois, fomentar a criação de novas empresas, contribuindo para um aumento da concorrência e da inovação. Este tipo de ações pode, portanto, dar azo a uma atividade empresarial renovada.

Conclui-se então que as ações de lealdade podem constituir um meio essencial para as empresas obterem uma maior parcela de financiamento resultante de investimento externo, reduzindo o receio dos seus acionistas relativo à perda de controlo da empresa.

Contudo, é importante notar que a introdução das ações de lealdade deve ser sempre acompanhada de novos deveres de informação e transparência, nomeadamente no que diz respeito à comunicação da percentagem de votos detidos por cada acionista¹³¹.

Em resumo, embora a trajetória das ações de lealdade não tenha seguido a mesma via das ações com voto plural, os benefícios substanciais que essa figura oferece superam os riscos, especialmente no contexto económico português. A sua relevância na preservação do controlo societário, nomeadamente nas *start-ups*, demonstra também uma capacidade de contribuir para a estabilidade e crescimento a longo prazo das empresas. Posto isto, aguardamos com expectativa uma viabilização expressa de um regime (próprio) de ações de lealdade, para que estas “possam finalmente ver a luz do dia no regime português das sociedades anónimas”¹³², contribuindo também para aprimorar o debate sobre as estruturas de *Corporate Governance* em Portugal.

¹³¹ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, op. cit., p. 439.; Vd, também, JOÃO SOARES DA SILVA, op. cit., p. 98.

¹³² MIGUEL STOKES, op. cit., p. 170.

Bibliografia

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial*, Volume II, 6ª edição, Almedina, 2019.

ADAMS, Renée, and FERREIRA, Daniel, “*One Share, One Vote: The Empirical Evidence*”, *Review of Finance* 12, 2008.

ANTUNES, José Engrácia, *Direito das Sociedades*, 10ª edição, Liberis, 2021.

ANTUNES, José Engrácia, *Novos rumos do direito societário europeu – O «Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law»*, in II *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, 2012.

ANTUNES, José Engrácia and BAUMS, Theodor and CLARKE, Blanaid J. and CONAC, Pierre-Henri and ENRIQUES, Luca and HANAK, Andras I. and HANSEN, Jesper Lau and DE KLUIVER, H. J. and KNAPP, Vanessa and LENOIR, Noëlle and LINNAINMAA, Leena and SOLTYSINSKI, Stanislaw and WYMEERSCH, Eddy O., *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law* (April 5, 2011).

ASPEN INSTITUTE, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, 2009.

BAJO, Emanuele, and BARBI, Massimiliano, and BIGELLI, Marco, and CROCI, Ettore, “*Bolstering family control: evidence from loyalty shares*”, ECGI, 2020.

BANERJEE, Suman, and MASULIS, Ronald W., “*Ownership, Investment and Governance: The Costs and Benefits of Dual Class Shares*”, ECGI, Finance Working Paper n.º 352/2013, FIRN Research Paper, Stevens Institute of Technology School of Business Research Paper, 2017.

BOLTON, Patrick, and SAMAMA, Frédéric, “*L-Shares: Rewarding Long-Term Investors*”, ECGI, 2012.

BURKART, Mike, and LEE, Samuel, “*One Share - One Vote: the Theory*”, *Review of Finance*, Vol. 12, 2008.

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª edição, Almedina, 2018.

CARNEIRO, Francisco Sá, “*The Florange Law. A “new” power game*”, in Estudos em Honra de João Soares da Silva, Almedina, 2021.

COFFEE, John C., “*Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*”, Columbia Law Review, Vol. 91, n.º 6, 1991.

CORDEIRO, A. Barreto Menezes, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª edição, Almedina, 2018.

CORDEIRO, António Menezes, “A Crise Planetária de 2007/2010 e o Governo das Sociedades”, in RDS I, 2009.

CORREIA, Ricardo Serra, “Os Direitos Especiais à Luz do CSC e do Direito da União Europeia — Algumas Reflexões”, in ROA, 2013.

CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª edição, Almedina, 2019.

DIAS, Cristiano, *Os Direitos Especiais dos Sócios*, Almedina, 2021.

DRAGO, Diogo, “*Loyalty Shares: Um Meio de Controlo ou o Acentuar de Conflitos no Seio Societário?*”, in RDC, 2017.

DUBOIS, Arnaud, “*Introduction of Loyalty Shares in the Belgian listed companies, a real game changer?*”, Louvain School of Management, Université Catholique de Louvain, 2019.

EUROPEAN COMMISSION, Directorate-General for Justice and Consumers, *Study on directors’ duties and sustainable corporate governance – Final report*, Publications Office, 2020.

FERRARINI, Guido, “*One Share – One Vote: A European Rule?*”, ECGI, 2006.

GILSON, Ronald J., “*Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*”, Harvard Law Review, Vol. 119, n.º 6, 2006.

GILSON, Ronald J., and BLACK, Bernard S., “*Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets*”, Journal of Financial Economics, Vol. 47, 1998.

GOSHEN, Zohar, and SQUIRE, Richard C., “*Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*”, Columbia Law Review, Vol. 117, 2017.

GROSSMAN, Sanford J., and HART, Oliver D., “*One Share–One Vote and the Market for Corporate Control*”, MIT, 1987.

HIRSCHMAN, Albert, “*Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*”, Harvard University Press, Vol. 25, 1970.

HOPT, Klaus J., “*Corporate Governance in Europe: A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*”, NYUJL & Bus., Vol. 12, 2015.

MOSCA, Chiara, “*Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law*”, Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev. 245, Vol. 8, 2019.

OECD (2020), *OECD Capital Market Review of Portugal 2020: Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth*, OECD Capital Market Series.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, 2017.

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 RDS, VII, 2015.

PEREIRA, Jorge Brito, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, 1ª edição – (Teses de Doutoramento), Almedina, 2022.

PEREIRA, Jorge Brito, “*Voting Caps e OPA obrigatória*”, in Estudos em Honra de João Soares da Silva, Almedina, 2021.

QUIMBY, P. Alexander, “*Addressing corporate short-termism through loyalty shares*”, Florida State University Law Review, Vol. 40, 2013.

ROE, Mark J., and VENEZZE, Federico Cenzi, “*Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?*”, 76 Business Lawyer 467, 2021.

SANTOS, João Nuno Pinto Vieira Dos, “*Ações de Lealdade - A Primazia dos Interesses da Estabilidade a Longo Prazo das Sociedades Anónimas*”, in RDS, VI, 2014.

SILVA, João Soares da, *A Propósito de Corporate Governance e de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2018.

STOKES, Miguel, “Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas – Permissão Normativa Tácita das Ações de Lealdade?”, *in* RDFMC, 2022.

SURACE, Francesco, “Loyalty Shares: An Italian Perspective”, Morrow Sodali, 2020.

VASCONCELOS, Pedro Pais, *A Participação Social Nas Sociedades Comerciais*, 2^a edição, Almedina, 2006.

VOS, Tom, *ECGI Roundtable Report on Loyalty Shares*, ECGI, New York, 2018.

VOS, Tom, *ECGI Roundtable Report on Loyalty Shares*, ECGI, Brussels, 2018.

WASSERMAN, Noam, “*The Throne Vs. The Kingdom: Founder Control And Value Creation In Startups*”, Strategic Management Journal, 2017.

WINTER, Jaap W. and WINTER, Jaap W. and SCHANS CHRISTENSEN, Jan and GARRIDO GARCIA, José M. and HOPT, Klaus J. and RICKFORD, Jonathan and ROSSI, Guido and SIMON, Joelle, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union* (January 10, 2002).