

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA  
FACULDADE DE DIREITO  
ESCOLA DE LISBOA



CATÓLICA  
LISBON  
BUSINESS & ECONOMICS



CATÓLICA  
FACULDADE  
DE DIREITO  

---

  
ESCOLA DE LISBOA

## **AÇÕES COM VOTO PLURAL**

*Admissibilidade das ações de lealdade com a introdução do artigo 21.º-D do Código  
dos Valores Mobiliários?*

Ana Rita Ladeiro

Mestrado de Direito e Gestão

Dissertação de Mestrado elaborada sob orientação do Professor Doutor Jorge Brito  
Pereira

Lisboa, 2 de maio de 2023

*Num deserto sem água  
Numa noite sem lua  
Num país sem nome  
Ou numa terra nua  
Por maior que seja o desespero  
Nenhuma ausência é mais funda do que a tua.*

Ausência

Sophia de Mello Breyner Andresen

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, Maria de Lurdes e José António, pelas oportunidades que me proporcionaram. Espero um dia conseguir retribuir em dobro.

Ao David, pela caminhada conjunta.

Ao Professor Doutor Jorge Brito Pereira, por ter aceite este desafio.

Ao Miguel, peça essencial nos últimos momentos deste estudo.

A todos,

Muito Obrigada.

**Palavras-chave:** voto plural; voto proporcional; one share; one vote; sociedades anónimas; control enhancing mechanisms; direitos especiais; loyalty shares; short-termism; voting caps; tetos de voto.

## ÍNDICE

<b>ABREVIATURAS E NOTA DE LEITURA</b>	<b>6</b>
<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>7</b>
<b>I. CONCEITOS GERAIS</b>	<b>9</b>
1. O voto e o direito de voto	9
2. Princípio do <i>One Share, One Vote</i>	10
2.1 Lógica económica do princípio do <i>One Share, One Vote</i>	13
2.2 As exceções ao princípio do <i>One Share, One Vote</i>	14
2.2.1 Mecanismos estatutários	15
2.2.2 Mecanismos societários	17
2.2.3 Mecanismos legais	17
2.2.4 Mecanismos contratuais	18
<b>II. AS AÇÕES COM VOTO PLURAL E AS AÇÕES DE LEALDADE</b>	<b>19</b>
1. As ações com voto plural <i>stricto sensu</i>	19
1.1 Natureza jurídica: Ações com voto plural enquanto ações especiais	20
1.1.1 A emissão de ações com voto plural enquanto direitos especiais	23
2. As ações de lealdade	29
2.1 Natureza jurídica das ações de lealdade	31
2.1.1 A emissão das ações de lealdade	34
<b>III. A ATUALIDADE EM PORTUGAL</b>	<b>37</b>
1. Da admissibilidade das ações de lealdade no artigo 21.º-D do CVM	38
<b>CONCLUSÃO</b>	<b>43</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>45</b>

## ABREVIATURAS E NOTA DE LEITURA

CEM — *control enhancing mechanisms*

cfr. — conforme

CSC — Código das Sociedades Comerciais

CVM — Código dos Valores Mobiliários

DL — Decreto-Lei

ECGI — European Corporate Governance Institute

EM — Estado-Membro

*i.e.* — *id est*

ICE — Información Comercial Española

IPO — *initial public offers*

ISS — Institutional Shareholder Services

NBER — National Bureau of Economic Research

NYSE — New York Stock Exchange

OCDE — Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OPA — oferta pública de aquisição

RDCom — Revista de Direito Comercial

RDFMC — Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais

RDS — Revista de Direito das Sociedades

reimp. — reimpressão

S. A. — Sociedade Anónima

ss. — seguintes

TJUE — Tribunal de Justiça da União Europeia

TUF — Testo Único della Finanza

UC — Universidade de Coimbra

UCP — Universidade Católica Portuguesa

UL — Universidade de Lisboa

*v. g.* — *verbi gratia*

Todas as disposições legais não acompanhadas de indicação da respetiva fonte pertencem ao Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro, com as alterações subsequentes, até à Lei n.º 9/2022, de 11 de janeiro.

## INTRODUÇÃO

A materialização da regra do *one share, one vote* está presente na maioria dos ordenamentos jurídicos europeus, porquanto se considera o sistema mais eficiente, ao conciliar o interesse económico e o poder dos acionistas em intervir na vida empresarial. E tal não se pode negar, dada a correspondência entre o poder de voto e o número de ações detidas por um sócio, permitir que este possa dirigir as suas escolhas tendo em conta o seu interesse, pois é o primeiro agente a sentir as consequências das tomadas de decisão.

Especialmente depois da crise do *subprime*, que motivou a “*early exit culture*”, modelos de governação *short-termism*, fomentados pelo crescente *high frequency trading*, houve um desalinhamento entre a busca de investimento e o interesse na sociedade – com consequências nestes dois aspetos -, o aumento de riscos e a diminuição do planeamento governativo.

Assim, várias foram as recomendações europeias, no sentido de criar mecanismos desviantes do princípio da proporcionalidade que permitissem fomentar uma boa governação a longo prazo. Em 2003, a Comissão Europeia, no seu plano de ação sobre Direito das Sociedades comprometeu-se a realizar um estudo sobre a regra de proporcionalidade entre o capital e o controlo e os seus desvios em cada Estado-Membro (EM). O estudo, realizado em 2007, não incorporou a importância das exceções e dos desvios à regra base, pelo que em 2012, através do Plano de Ação da Comissão Europeia para a modernização do Direito das Sociedades Europeu e Governo de Sociedades, resgatou-se a importância dos mesmos, principalmente dos *multiple voting rights*. Posteriormente, em 2013, com o lançamento do Livro Verde da Comissão Europeia relativamente ao Financiamento a Longo Prazo da Economia Europeia, propôs incentivarem-se os investimentos a longo prazo. Já em 2017, a Diretiva 2017/828<sup>1</sup> do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, voltou a reforçar esta mesma necessidade e em 2020, através do Relatório da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico<sup>2</sup> (“OCDE”) recomendou-se que fossem ponderadas soluções para promover a cotação de empresas no mercado.

---

<sup>1</sup> Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828> [consultado a 25.04.2023].

<sup>2</sup> Disponível em <https://www.oecd.org/corporate/ca/OECD-Capital-Market-Review-Portugal-2020.pdf> [consultado a 25.04.2023].

No presente estudo, pretendemos analisar a introdução do voto plural em Portugal, as suas características, modos de introdução, vantagens e desvantagens, tendo em conta a Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, que aditou o artigo 21.º-D ao CVM, possibilitando a emissão deste mecanismo nas sociedades cotadas, apesar do instrumento não ser novo no ordenamento jurídico português, dado que já tinham outrora sido permitidas<sup>3</sup>.

Para além disso, iremos também debruçar-nos sobre outras modalidades de votos plurais, como as ações de lealdade, tentando responder a uma questão: as ações de lealdade são admitidas no artigo 21.º-D ao CVM?

---

<sup>3</sup> O mecanismo foi introduzido pelo Decreto n.º 1:645, de 15 de junho de 1915. Só com a entrada em vigor do CSC, é que o voto plural, nas sociedades anónimas, passou a ser proibido por força do n.º 5, do artigo 384.º.

## I. CONCEITOS GERAIS

### 1. O voto e o direito de voto

O voto<sup>4</sup>, elencado no n.º 1 do artigo 21.º do CSC, é um direito conferido aos titulares das ações. Assim, decorrente da detenção de participação social, este direito consiste na resposta dada a uma proposta de deliberação<sup>5/6</sup>, onde concludentemente, as sociedades comerciais formam a sua vontade.

Assim, poder-se-á concluir, tal como o faz PEDRO MAIA que “(...) a ligação do sócio à atividade empresarial objeto da sociedade, deva ser mediada pelo exercício do direito de voto”<sup>7</sup>. A importância do voto na atividade societária é tanta que poderá mesmo afirmar-se que é o “(...) mais essencial dos direitos políticos dos sócios (...)”<sup>8/9/10</sup>.

No fundo, a “operação de soma aritmética” do que é votado nas Assembleias Gerais sobre uma determinada causa revela a vontade negocial da sociedade. Este exercício de direito de voto é postulado pela atribuição aos sócios de um conjunto de competências, inerentes à participação social e cujo cumprimento inclui, então, o exercício do direito de voto, tomado através das deliberações, que se repercute na formação do interesse da

---

<sup>4</sup> Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2010, 6.<sup>a</sup> ed., pp. 399 e ss.). Desta maneira, e como determina o A., esta posição integra situações jurídicas passivas e ativas, direitos e deveres permitindo a prossecução dos seus interesses pessoais. Cfr. PEDRO PAIS VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2006, 2.<sup>a</sup> ed., p. 374.

<sup>5</sup> Nas palavras de EASTERBROOK e FISCHER, o voto capacita os agentes de tomar decisões que não estão previstas nos contratos. Cfr. FRANK EASTERBROOK e DANIEL FISCHER., *The economic structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Nova Iorque, 1991, p. 66.

<sup>6</sup> Para ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO “[a] deliberação é uma proposição imputada à decisão de um conjunto de pessoas singulares ou seres humanos”. Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades I*, Parte Geral, Almedina, Coimbra, 2011, 3.<sup>a</sup> ed., p. 739.

<sup>7</sup> Cfr. PEDRO MAIA, *Voto e Corporate Governance – Um novo paradigma para a sociedade anónima*, Almedina, Coimbra, 2019, p.100.

<sup>8</sup> *Ibidem*, p. 102.

<sup>9</sup> Interpretando o n.º 5, do artigo 248.º do CSC, poder-se-á defender a existência de um direito vasto de participação em assembleia o que consequentemente qualifica o direito de voto como instrumental ao primeiro. Porém, diferente conclusão pode resultar do n.º 1, do artigo 379.º do CSC, quando se considera que apenas os sócios que possuam, pelo menos, um voto, obtêm o direito a estar presentes na Assembleia Geral e a participar na discussão. Havendo perspetivas interpretativas contraditórias, seguimos a opinião de PEDRO MAIA, quando “conclui” que não obstante a pouca clareza da lei, a verdade é que se o sócio “(...) não dispuser dos (seus) votos que façam prevalecer as suas propostas de deliberação (...)” todos os outros direitos tornam-se completamente impraticáveis. No entanto, temos presente que a incorporação do direito de participação em Assembleia Geral na parte geral do Código das Sociedades Comerciais, *i.e.*, alínea b), do n.º 1, do artigo 21.º do CSC pode refletir a opção legislativa. Cfr. *Ibidem*, p. 107.

<sup>10</sup> O direito presente na alínea b), do n.º 1, do artigo 21.º do CSC, apenas pode ser limitado pelas “restrições previstas na lei”, pelo que são nulas todas as cláusulas contratuais que ultrapassem os limites estabelecidos imperativamente na lei. Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 130 e ss..

sociedade. O que quer dizer que, em princípio, sendo alusivo à participação social, é uma contrapartida proporcional das entradas<sup>11</sup> que os sócios efetuam para a sociedade<sup>12</sup>. Iremos aprofundar este princípio *infra*.

## 2. Princípio do *One Share, One Vote*

O princípio geral do “*one share, one vote*”, é “(...) *uma das regras de ouro do Corporate Governance*”<sup>13</sup> sendo igualmente considerado “(...) *como o princípio máximo da proporcionalidade entre a participação económica e os direitos de voto*”<sup>14</sup> dos quais são titulares os acionistas. Nas sociedades anónimas, o número de votos de cada sócio é determinado em função do valor nominal da respetiva participação social. O que quer dizer que “(...) *o número de votos de cada sócio corresponde ao capital, isto é, à fração de capital [social] que a respetiva participação social titula.*”<sup>15</sup>

Diferente é afirmar que os sócios detêm direitos de voto consoante o capital com que ingressam na sociedade, ou seja, que há um “voto de capital”, *i.e.*, uma correlação exata entre a entrada<sup>16</sup> do sócio para a sociedade e a respetiva percentagem de voto, o que verdadeiramente não ocorre. Com efeito, como determina o n.º 1, do artigo 25.º do CSC, “[*o*] *valor nominal da parte, da quota ou das ações atribuídas a um sócio no contrato de sociedade não pode exceder o valor da sua entrada*”, seja ela em dinheiro ou o correspondente ao bem com o qual entrou para a sociedade. Ora, *a contrario sensu*, o que o artigo ora em apreço determina é que existe a possibilidade, através do princípio da autonomia privada, dos sócios escolherem afastar a regra de que o número de votos que cada um dispõe é determinado pelo capital com o qual entram para a sociedade<sup>17</sup>. Assim,

---

<sup>11</sup> Acolhe-se o conceito de entrada dado por PAULO DE TARSO DOMINGUES. Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o capital social*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 44.

<sup>12</sup> Cfr. DAVID FERNANDES DE OLIVEIRA FESTAS, *Das Inibições de Voto dos Sócios por Conflitos de Interesses com a Sociedade nas Sociedades Anónimas*, Vol. I, Dissertação de Doutoramento, UL, 2017.

<sup>13</sup> Cfr. PEDRO FERNANDES NUNES e RITA CARRILHO DA CUNHA, *Breves Reflexões acerca dos problemas associados ao empty voting e análise de possíveis soluções*, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 12, Vol. 24, outubro de 2020, Almedina, p. 80.

<sup>14</sup> *Ibidem*.

<sup>15</sup> Cfr. PEDRO MAIA, *Voto e Corporate Governance – Um novo paradigma para a sociedade anónima*, *op. cit.*, pp. 210-213.

<sup>16</sup> Para desenvolvimentos sobre o regime das entradas para a sociedade. Cfr. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades*, Vol. II, Almedina, Coimbra, 2019, 6.ª ed., pp. 259 e ss.; CARLOS LARANJEIRO, *Lições de integração monetária europeia*, Almedina, Coimbra, 2000, p. 10; e PAULO OLAVO CUNHA, *Direitos das Sociedades Comerciais*, *op. cit.*, pp. 296 e ss..

<sup>17</sup> PEDRO MAIA fala, a este respeito, de uma liberdade com “razoável discricionariedade” por parte dos sócios de dissociar o “*apport patrimonial*” do correspondente número de votos. Cfr. PEDRO MAIA, *Voto e Corporate Governance – Um novo paradigma para a sociedade anónima*, *op. cit.*, pp. 210-213.

como concluiu PEDRO MAIA a expressão voto de capital não determina que o número de votos de cada sócio seja delimitado consoante a sua entrada para a sociedade, mas que meramente é condicionado por ela e que o legislador deu uma margem de liberdade aos sócios para, dentro de cada sociedade, escolherem qual é que será a “*ratio investimento/número de votos*”<sup>18/19</sup>, ou seja, a liberdade para fixar o valor nominal das participações sociais<sup>20</sup>.

Não estando consagrado no ordenamento jurídico português um voto de capital, estará sim consagrado um voto proporcional. Porém, a expressão *voto proporcional* pode, igualmente, levar a algumas imprecisões. Ora, ao ser disponibilizada uma margem de liberdade aos sócios para fixar o valor nominal das participações sociais, o voto proporcional não se irá refletir no capital investido, mas sim no valor nominal da participação do acionista. Por isso, a cada número de ações corresponde o mesmo número de votos, no entanto, e mais uma vez, esta proporcionalidade não é uma consequência do *apport patrimonial*, mas sim uma consequência da escolha legislativa, e da própria escolha societária.

Além disto, a expressão *voto proporcional* pode ser interpretada em relação ao poder conferido ao acionista e o número de votos. Mas tal não sucede, tendo em conta o princípio maioritário<sup>21</sup> e o fenómeno dos *voting caps*. Quanto ao princípio maioritário, entende-se que numa determinada deliberação, o peso do número maioritário de votos (ou seja, do conjunto de sócios que votaram no sentido aritmeticamente superior) tem mais peso que o número minoritário de votos (o conjunto de sócios que votaram no sentido aritmeticamente inferior), existindo uma desproporção de poder<sup>22</sup>. Esta disformidade de poderes justifica a criação de mecanismos como os *voting caps* ou tetos de votos, que na

---

<sup>18</sup> *Ibidem*, p. 215.

<sup>19</sup> As condições a que as ações são adquiridas são extremamente mutáveis. Aliás, é só pensar que as mesmas ações são adquiridas em momentos temporais e históricos diferentes, o que pode resultar na emissão de ações na mesma sociedade com ágio, ou ágio diferente ao que era associado no início ou no momento aquisitivo a que se esteja a comparar ou até mesmo por estar agora associado às ações um sobre preço que pode não ter qualquer tipo de justificação ou, no limite, situações em que houve má avaliação das entradas em espécie. Cfr. PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o capital social*, op. cit., pp. 45-46; vide, também, JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, Almedina, Coimbra, 2022, p. 409.

<sup>20</sup> Trata-se apenas de um puro conceito formal, que incorretamente pode ser associado à soma das contribuições dos sócios. Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, op. cit, p. 410.

<sup>21</sup> Para melhores desenvolvimentos sobre o tema, cfr. PEDRO MAIA, *Voto e Corporate Governance – Um novo paradigma para a sociedade anónima*, op. cit, pp. 115-205; e Cfr. EDOARDO RUFFINI, *Il principio maggioritario: profilo storico*, Adelphi, Milão, 1976, apud PEDRO MAIA, *Voto e Corporate Governance – Um novo paradigma para a sociedade anónima*, op. cit, p. 120.

<sup>22</sup> *Ibidem*, página 217.

legislação portuguesa se refletem na alínea b), do n.º 2 do artigo 384.º do CSC, para as sociedades anónimas. Adotar o princípio maioritário leva a que exista, inevitavelmente, uma desproporção de poderes, principalmente se um determinado sócio concentrar em si a maioria dos votos, determinando *ab initio* o sentido das deliberações. Por isso, a criação destes mecanismos tem em vista a limitação destas situações. O mesmo acontece adotando o princípio do voto proporcional, porque quanto maior for o investimento, mais votos serão criados proporcionalmente. Não deixa de haver uma desproporção, mas esta, contrariamente ao princípio maioritário, estimula o investimento.

Quer seja escolhido um ou outro princípio, a verdade é que a palavra proporcional não está a ser utilizada no seu sentido literal. Haverá sempre uma quebra desta proporção, mais que não seja económica, e não jurídica.

O que até aqui se enunciou sobre o princípio do *one share, one vote* diz respeito à relação entre a participação e a exposição ao risco com o direito de voto<sup>23/24</sup>.

Podemos concluir que a regra do *one share, one vote*, assim como as regras em geral da repartição dos direitos dos sócios, correspondem a políticas legislativas. A escolha legislativa tem em conta fatores externos de mercado que permitam, conjuntamente com as políticas, criar uma “(...) *ideia de justiça, equidade e equilíbrio* (...)”,<sup>25</sup> que promova a eficiência entre os governos societários. E dentro desta política legislativa, há que compreender o nível de liberdade que é dado aos acionistas para, nos espaços brancos da lei, seguir opções mais viáveis e proveitosas, tendo em conta o tipo societário e as próprias características das sociedades<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> A segunda dimensão deste princípio tem expressão ao nível patrimonial, relacionando o poder de voto e os direitos patrimoniais, em concreto, a receção de dividendos. Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, op. cit, p. 161.

<sup>24</sup> JORGE BRITO PEREIRA designa cinco consequências diretas desta dimensão, a saber: (i) o direito de participar na assembleia geral compete aos sócios titulares das ações; (ii) a todas as ações está associado um voto; (iii) a cada uma das ações que for emitida irá corresponder o mesmo direito de participação que aos demais; (iv) há uma proporcionalidade direta do número de ações detidas por um determinado sócio dentro do universo do número de ações totais que constam na Assembleia Geral; e (v) que o número de votos corresponde exclusivamente ao número de ações detidas e não a critérios subjetivos. Cfr. *Ibidem*, pp. 161-162.

<sup>25</sup> *Ibidem*, p. 178.

<sup>26</sup> Esta liberdade deve ser dada à sociedade tendo em conta o princípio maioritário e a correlação existente entre a mesma e a tomada de decisões por parte da sociedade, *i.e.*, dado serem possuidores do capital social, poder-se-á justificar que os acionistas se encontram numa melhor posição para a tomada de decisões que visem a prossecução e maximização do lucro. EASTERBROOK e FISCHER, durante largos anos, justificaram esta faculdade com base num possível direito de propriedade. Para estes AA., os acionistas seriam credores residuais dos negócios jurídicos celebrados pela sociedade, negócios esses potenciados pelo capital social investido por eles (cfr. FRANK EASTERBROOK e DANIEL FISCHER, *Voting in corporate law*, in *The Journal of Law & Economics*, Vol. 26, n.º 2, Chicago, 1983, pp. 395-427, *apud* JORGE BRITO

Não obstante, qualquer que seja a teoria que justifique a adoção da regra do *one share, one vote*, a verdade é que esta constitui o princípio geral no direito português, como se conclui através do exposto na alínea b), do n.º 1, do artigo 21.º, no artigo 373.º e no artigo 384.º, todos do CSC. A sua aplicação de natureza principal leva a determinar que a mesma só pode ser derogada quando os estatutos ou a lei<sup>27</sup> prevejam uma regra distinta a ser aplicável.

## 2.1 Lógica económica do princípio do *One Share, One Vote*

A lógica do legislador foi assentar o controlo societário (*control*), a propriedade societária (*ownership*) e o risco do investimento. Assim, com base nesta ligação entre capital-risco e seguindo o princípio da proporcionalidade, o acionista tem interesse em maximizar o valor da sua inversão económica, pelo que, o exercício do seu direito de voto terá como objetivo a maximização dos incentivos económicos<sup>28</sup>. Contrariamente, quando há desvios ao princípio da proporcionalidade, os acionistas podem ter incentivos acrescidos para retirar *private benefits of control*, que provocam a perda de valor da sociedade.

Esta atuação é típica de empresas com capital muito concentrado, as típicas empresas portuguesas, dado que este princípio leva a que os acionistas promovam os seus interesses privados e que dificultem as tomadas de controlo por parte de outros acionistas, visto que a negociação passa sempre pela prossecução do que para eles é mais vantajoso. Nestas situações de concentração de capital, as consequências negativas da utilização do princípio da proporcionalidade são bem visíveis, dado que as *initial public offers* (doravante “IPO”) ou as ampliações de capital, estão condicionadas à manutenção do controlo nos acionistas maioritários, existindo pouca atratividade para possíveis

---

PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, op. cit., p. 190). Pese embora a importância desta teoria no *Corporate Governance*, por relacionar ações, risco e voto, a verdade é que não permite fazer frente às matizações do princípio da proporcionalidade que têm vindo a surgir, decorrentes da modernização do Direito das Sociedades.

<sup>27</sup> Como é o caso dos n.ºs 1 e 2, do artigo 104.º e do n.º 1, do artigo 341.º, ambos do CSC.

<sup>28</sup> Cf. WOLF-GEORG RINGE, *Deviations from Ownership-Control Proportionality - Economic Protectionism Revisited*, in *Company Law and Economic Protectionism*, Oxford Legal Studies Research, Paper No. 23, Hamburg, 2010, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1789089](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1789089) [consultado a 25.03.2023].

investidores, levando, inevitavelmente, ao encarecimento do processo de financiamento da sociedade.

Pelo contrário, quando há desvios à regra da proporcionalidade, há a possibilidade do sócio maioritário se manter no controlo da sociedade, mas procurar sair à bolsa ou procurar outro tipo de investimento sem o encarecimento anterior, aumentando desta forma o valor da empresa.

O papel do Direito das Sociedades atual é entender quais são as principais necessidades do mercado e tomar decisões que permitam atingir esses resultados. Estando vedadas, legalmente, certas soluções, é provável que as sociedades procurem estabelecer-se noutros ordenamentos jurídicos mais liberais, diminuindo a atratividade do mercado português<sup>29</sup>.

## 2.2 As exceções ao princípio do *One Share, One Vote*

Atualmente, “(...) não existe um único sistema jurídico comparável que não incorpore regras que, direta ou indiretamente, mediata ou imediatamente, permitam derrogar este princípio geral<sup>30</sup>”.

O primeiro estudo relevante que permitiu identificar e analisar desvios ao princípio da proporcionalidade nas empresas cotadas na União Europeia, promovido pela Comissão

---

<sup>29</sup> Como é o caso do mercado de capitais português, que é considerado pouco atrativo. Tem-se assistido, conseqüentemente, a uma acentuada redução do número de sociedades cotadas na Euronext Lisbon, cujo *delisting* de muitas destas não é acompanhado de novos IPO (cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES, *Voto Plural nas Sociedades Por Quotas e Anónimas: reflexões de política legislativa*, in RDCOM, *Liber Amicorum* a Pedro Pais de Vasconcelos, Lisboa, 2022, disponível em <https://www.revistadedireitocomercial.com/voto-plural-nas-sociedades-por-quotas-e-anonimas> [consultado a 19/03/2023]. Note-se como exemplo, a fuga de empresas portuguesas, como a Farfetch, sociedade fundada em 2008, mas com sede em Londres, cujo IPO ocorreu no ano de 2018, na bolsa de NYSE, não sendo escolhida, a bolsa portuguesa (cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, op. cit, p. 202). Mas não só – a Alibaba Group, com um IPO de 25 milhões de euros, foi cotar-se na New York Stock Exchange, devido à impossibilidade de abrir capital com uma estrutura de dual class share. Cfr. AURELIO GURREA-MARTÍNEZ, *Theory, Evidence, and Policy on Dual Class Shares: A country-specific response to a global debate*, in *European Business Organization Law Review*, Vol. 22, 2021, pp. 475-515.

<sup>30</sup> JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, op. cit, p. 202.

Europeia, com ajuda da ISS Europe e seus parceiros Sherman & Sterling LLP e European Corporate Governance Institute (doravante “ECGI”)<sup>31</sup>, data de 2007<sup>32</sup>.

Os instrumentos que permitem o desvio à regra da proporcionalidade são normalmente apelidados por *control enhancing mechanisms* (doravante “CEM”). A importância singular do tema conduzir-nos-ia a uma análise em sede autónoma sobre todos os mecanismos que se desviam do princípio da proporcionalidade. No entanto, centraremos o nosso desenvolvimento nos instrumentos mais comuns nas sociedades comerciais europeias. Para isso, iremos adotar a organização de JORGE BRITO PEREIRA<sup>33</sup>, que agrupou os CEM em 4 grupos.

### 2.2.1 Mecanismos estatutários

Como o nome sugere, são mecanismos criados com recurso ao princípio da autonomia privada, aquando da constituição da sociedade ou de maneira superveniente. Dentro destes incluem-se as ações com voto plural<sup>34</sup>, as ações sem voto<sup>35</sup>, as ações preferenciais (as que têm privilégios de voto)<sup>36</sup>, os *ownership ceiling*<sup>37</sup>, os *voting caps* e as regras de maioria qualificada agravada. Relativamente à aplicação destes no ordenamento jurídico português, poder-se-á afirmar que as ações com voto plural estão expressamente proibidas nas sociedades comerciais não cotadas, mas admitidas nas sociedades cotadas. Quanto às ações sem voto, estas podem ser distinguidas consoante estejam munidas do devido dividendo preferencial ou não<sup>38</sup>, pelo que, atento os artigos 341.º e ss. do CSC, verifica-

---

<sup>31</sup> Este relatório foi um importante passo ao concluir, passado algum tempo, que não existe qualquer tipo de demonstração empírica que permita concluir que os desvios ao princípio da proporcionalidade são lesivos para os acionistas e para o mercado em geral. Cfr. ENRIQUE GANDÍA PÉREZ, *El nuevo voto privilegiado en Italia, Breve comentario al Régimen Jurídico de las acciones con voto plural y de las loyalty shares introducidas por el Decreto-Legge Núm. 91, de 24 de junio, in Cuaderno de Derecho y Comercio*, n.º 65, 2016, pp. 173-203.

<sup>32</sup> INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS), SHEARMAN & STERLING, LLP e EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI), *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007 disponível em <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/14881/attachments/2/translations/en/renditions/pdf>. O estudo procurou investigar dados empíricos europeus e de países terceiros.

<sup>33</sup> *Ibidem*, p. 206.

<sup>34</sup> O desenvolvimento deste mecanismo será levado a cabo no capítulo II da presente dissertação.

<sup>35</sup> *Non-voting shares, without preference*. Cfr., *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, p. 9.

<sup>36</sup> *Non-voting preference shares*. Cfr., *ibidem*.

<sup>37</sup> Também denominado como *ownership caps*. Cfr., *ibidem*.

<sup>38</sup> De acordo com o estudo ora mencionado, as *non-voting shares, without preference*, são, como o nome indica, ações que não tem nem direito de voto, nem preferência, *i.e.*, para além de não terem o direito de voto, não possuem qualquer “(...) *direito especial de fluxo de caixa (como dividendo*

se que no ordenamento jurídico português apenas são permitidas as primeiras, porquanto comportam um dividendo prioritário<sup>39</sup>. Relativamente aos *ownership ceiling* parecem ser admitidos no nosso ordenamento jurídico, embora não seja recorrente encontrá-los<sup>40/41</sup>. No que respeita aos *voting caps*, patentes na alínea b), dos n.ºs 2 e 3, do artigo 384.º do CSC<sup>42</sup>, abrem a possibilidade ao contrato de sociedade de “[e]stabelecer que não sejam contados votos acima de certo número (...)”<sup>43</sup>.

---

*preferencial) para compensar a ausência do direito de voto (...)”* (tradução nossa). De acordo com o estudo, são ações que podem ser encontradas em países como a Suíça, Reino Unido e França. Cfr., *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, p. 9 e p.8.

<sup>39</sup> Relativamente às ações preferenciais, têm como particularidade a adição e remoção, conjuntamente, de direitos, comparativamente às ações ordinárias. Relativamente à adição de direitos, é uma adição patrimonial, dado que lhes é atribuído um dividendo prioritário e também uma prioridade de reembolso do valor da participação social do acionista na liquidação da sociedade. Quanto à remoção de direitos, dado usufruírem de direito patrimonial preferencial, estas ações não estão providas de direitos de voto, como resulta dos n.ºs 3 e 5, do artigo 341.º do CSC. No entanto, esta característica não é definitiva. O direito de voto pode vir a ser recuperado, nos termos do n.º 3, do artigo 432.º do CSC. Por isso, a diminuição dos direitos não é definitiva, sendo apenas ocasional. Cfr. ELDA MARQUES, *Comentário ao artigo 341.º do CSC*, in COUTINHO DE ABREU (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 601-688.

<sup>40</sup> Cf. JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, *op. cit.*, p. 207.

<sup>41</sup> Ocorre quando os estatutos da sociedade proibam a detenção de determinada percentagem de ações/votos. Como refere JORGE BRITO PEREIRA, a proibição pode decorrer dos estatutos ou da lei. Relativamente a um *ownership ceiling* legal, o seu fundamento é de interesse público. Contrariamente, os *ownership ceilings* previstos nos estatutos da sociedade, justificam-se pela vontade dos próprios sócios. Cfr. *Ibidem*, pp. 207-208.

<sup>42</sup> Assim como no n.º 5, do artigo 386.º do CSC e nas alíneas b) e c), dos n.ºs 1 e 2 do artigo 182.º-A do CVM.

<sup>43</sup> Expressão clara do desvio ao princípio da proporcionalidade e, provavelmente, o instrumento mais recorrente no direito português, fortemente utilizado para dissuadir o lançamento de uma oferta pública de aquisição hostil ou unicamente porque os sócios quiseram basear as suas relações “(...) *num outro princípio que não o da proporcionalidade (...)*”. Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, *op. cit.*, pp. 209-210; e, *idem*, *Voting caps e OPA obrigatória*, in CARLOS OSÓRIO CASTRO (coord.), *Estudos em honra de João Soares da Silva*, Almedina, Coimbra, 2021, p. 655. O ponto fulcral da alínea b), do n.º 2, do artigo 384.º do CSC, é que não determina o universo desta limitação, existindo várias possibilidades de aplicação do mesmo. A primeira passa por fixar o universo no capital social, *i.e.*, através da limitação em razão da percentagem do capital social detido pelo sócio. Nesta determina-se que, *v. g.*, não se contam votos emitidos por um só acionista, em nome próprio ou em representação de outro, que excedam 20% da totalidade dos votos correspondentes ao capital social. Na segunda, a limitação ocorre em razão de determinado número de votos, estabelecendo-se que não se contam os votos emitidos por um só acionista, em nome próprio ou em representação de outro quando que excedam os 200 votos. A terceira forma centra a contagem numa Assembleia Geral. Desta maneira, apenas perante a Assembleia Geral em questão é que se podia calcular matematicamente o *voting cap*, dado que, primeiro, teríamos de saber qual era o universo total de votos presentes na Assembleia Geral, para segundo, conseguir calcular o teto de voto. De qualquer forma, seria estipulado que não se contam os votos emitidos por um só acionista, em nome próprio ou em representação de outro, acima de 10% dos votos presentes e apurados em Assembleia Geral. Por último, a quarta possibilidade, denominada usualmente *scaled voting provisions* limita a estipulação do universo não num único termo, mas sim numa razão de percentagem. Neste caso, seria estipulado que os sócios que detenham entre 10% e 20%, apenas poderão exercer 15% dos votos (cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, *op. cit.*, p. 211). A principal finalidade da introdução deste mecanismo é a de redistribuição do poder deliberativo dentro da sociedade, tendo em vista, especialmente, a proteção dos acionistas minoritários. Porém, tem sido usado por toda a Europa como método de evitar tomadas de controlo hostis, funcionando como um meio de blindagem da estrutura societária. Não obstante as finalidades que possamos aqui enumerar, a verdade é que, estando no seio do Direito Privado, e ainda mais, no seio de sociedades comerciais, tão heterogéneas entre si, rapidamente

### 2.2.2 Mecanismos societários

De acordo com JORGE BRITO PEREIRA, formam-se através da junção de regras específicas e estruturas societárias criadas para tal. Daqui decorre um efeito económico que potencia o desvio ao princípio da proporcionalidade. O A. salienta que estes instrumentos são dotados de uma forte estabilidade e que se prolongam por bastante tempo, uma vez que a sua modificação ou supressão depende sempre da existência de uma estrutura pré-existente, composta por várias vontades<sup>44</sup>. Um exemplo destes mecanismos é o caso das estruturas piramidais<sup>45</sup>, aceites no ordenamento jurídico português.

### 2.2.3 Mecanismos legais

Os casos em que a própria lei consagra instrumentos de desvio ao princípio do *one share, one vote*. Normalmente, estas políticas legislativas estão relacionadas com o interesse público, no sentido de criar uma posição de vantagem para o Estado ou outras entidades ao Estado relacionadas, em comparação aos restantes acionistas que compõem a sociedade comercial em causa. Exemplo essencial são as *golden shares*<sup>46</sup>.

---

conseguimos entender que só analisando casuisticamente é que se depreende a função ou a finalidade da introdução do *voting cap* enquanto limitação estatutária (cfr. ANDRES RECALDE CASTELLS, *Limitación estatutaria del derecho de voto en la sociedades de capitales*, in *Estudios de Derecho Mercantil*, Madrid, 1996.

<sup>44</sup> Cf. JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, *op. cit.*, pp. 213-214.

<sup>45</sup> Uma situação de estrutura em pirâmide ocorre quando uma entidade (e por entidade pode entender-se uma sociedade formada, um acionista ou um grupo de acionistas) controla outra sociedade através de uma terceira instituição, que na maior parte dos casos é uma *holding*. Desta forma, os primeiros conseguem alavancar o seu controlo na segunda, quantas vezes as partes consentirem. O mesmo é dizer que os acionistas maioritários conseguem exercer o seu controlo e a sua influência nos acionistas minoritários, não de forma direta, mas sim através do encadeamento de várias sociedades. Quanto maior o número de *holdings* e *sub holdings*, maior o grau de desvio do princípio da proporcionalidade entre a propriedade e o controlo. Pensemos numa estrutura com três sociedades, onde o acionista X detém 50.01% do capital social da sociedade A, que por sua vez detém 50.01% da sociedade B, que detém 50.01% da sociedade C. O acionista controla 50.01% dos votos da sociedade C (cfr. artigo 386.º), mas apenas detém 12.5% da sua propriedade, de acordo com os artigos 22.º e 271.º do CSC. A utilização destes instrumentos justifica-se pelo grande aumento de liquidez que potenciam. Porém, é também importante referir que são incentivadoras de extração de *private benefits of control* por parte do último beneficiário da estrutura piramidal.

<sup>46</sup> Para melhores desenvolvimentos sobre o conceito de *golden share*, cfr. NUNO CUNHA RODRIGUES, *“Golden Share” - As empresas participantes e os privilégios do Estado enquanto acionista minoritário*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, p. 352; ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, Coimbra, 2022, 5.ª ed., p. 152; e, CRISTIANO AMADEU RAMOS DIAS, *Os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas: as “golden shares”*, in RDS, Ano III, n.º 3, Lisboa, 2011. As *golden shares* aparecem após várias crises estatais na décadas de 80 e 90. O objetivo era a criação de um mecanismo que permitisse transferir o controlo societário para o setor privado, mas ao mesmo tempo, permitir ao Estado intervir com poderes que pudessem impedir a participação de entidades estrangeiras em setores considerados estratégicos para a economia nacional. Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *O*

## 2.2.4 Mecanismos contratuais

Respeitam a acordos de vontade por parte dos acionistas. Dentro deste grupo encontram-se os acordos parassociais<sup>47</sup>, estipulados nos artigos 17.º do CSC e 19.º do CVM. No entanto, os acordos parassociais não são considerados um CEM, na medida em que não se considerarem um desvio ao *one share, one vote*. De facto, como o n.º 2, do artigo 17.º do CSC indica que estes podem “(...) *respeitar ao exercício do direito de voto*”, podendo assim estipular desvios às regras da proporcionalidade, mas como determina o A. é assim “(...) *quer analisemos a participação acionista de forma isolada, quer analisemos a participação dos membros do grupo*”<sup>48</sup>.

Alguns destes mecanismos estão expressamente representados na lei portuguesa. Veja-se: a primeira desproporção entre a titularidade de ações e o poder de voto surge nos artigos 341.º e ss. do CSC relativamente às ações preferenciais sem voto, onde existe uma “(...) *exposição desproporcionalmente mais elevada ao benefício económico na sociedade, em contrapartida da eliminação do poder de influência na tomada de decisões na sociedade*”<sup>49</sup>. O segundo grande caso de desproporção contemplado no CSC respeita às alíneas a) e b), do n.º 2, do artigo 384.º do CSC e que será objeto de análise detalhada.

---

*Voto Plural na Sociedade Anónima, op. cit.*, p. 218. As *golden shares* foram retiradas do sistema jurídico português com o DL n.º 90/2011, de 25 de Julho, fruto do acórdão do Tribunal de Justiça da União Europeia (“TJUE”), de 8 de julho de 2010 (disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX%3A62008CJ0171>).

<sup>47</sup> Os acordos parassociais podem ser definidos como os “(...) *contratos celebrados por sócios de uma sociedade nessa qualidade de sócios, através dos quais se regulam relações societárias*” (cfr. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades, op. cit.* p. 154). Desta forma, potenciam a flexibilização das relações entre acionistas, em especial, em matérias a que a lei possa determinar uma maior rigidez.

<sup>48</sup> Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima, op. cit.*, p. 227.

<sup>49</sup> Cfr. MIGUEL STOKES, *Admissibilidade de ações com voto plural nas sociedades cotadas – permissão normativa tácita das ações de lealdade*, in RDFMC, Vol. 4, n.º 13, Lisboa, 2022, p. 148.

## II. AS AÇÕES COM VOTO PLURAL E AS AÇÕES DE LEALDADE

Como analisámos *supra*, o direito português contempla no n.º 1, do artigo 384.º CSC, a regra de uma ação, um voto. Também já tivemos oportunidade de observar que esta regra pode ser derogada, através dos CEM's. Esta é, aliás, a interpretação que retiramos do citado artigo, ao estabelecer a regra da proporcionalidade “[n]a falta de diferente cláusula contratual”<sup>50</sup>. Ademais, o próprio artigo, no seu n.º 2, determina que os sócios, através do contrato de sociedade podem “[f]azer corresponder um só voto a um certo número de ações, contanto que sejam abrangidas todas as ações emitidas pela sociedade e fique cabendo um voto, pelo menos, a cada 1000 euros de capital”. Desta forma, o legislador tomou a liberdade de derogar a regra da proporcionalidade, quebrando-se a “(...) equivalência entre o número de ações e o número de votos (...)”<sup>51</sup>.

No entanto, e embora existam casos de desassociação da proporcionalidade no direito português, a verdade é que o voto plural, enquanto caso típico de um *control enhancing mechanism*, é proibido no nosso ordenamento jurídico para as sociedades anónimas, conforme resulta do n.º 5, do artigo 384.º CSC. Porém, solução diferente foi avançada por ocasião da recente alteração do CVM, aprovada pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, cuja vigência se iniciou a 30 de janeiro de 2022, aditando-se o artigo 21.º-D, que veio permitir a emissão de ações com voto plural nas sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral, com um limite máximo de cinco votos por ação.

Cumpramos entender que, existem, pelo menos, duas modalidades de ações que conferem direitos de voto plural: i) as ações com voto plural *stricto sensu*; e ii) as ações de lealdade. Analisemos.

### 1. As ações com voto plural *stricto sensu*

Atendendo ao exposto no n.º 1, do artigo 384.º do CSC: não havendo atribuição desigual de votos, os acionistas podem determinar que a uma ação não corresponde um voto, seja porque a um voto corresponde mais do que uma ação ou porque cada ação

---

<sup>50</sup> A regra do n.º 1 para além de ser uma regra de proporcionalidade, é também uma regra de contagem de votos, vislumbrando-se assim um duplo significado. Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, *op. cit.*, p. 400.

<sup>51</sup> *Ibidem*, p. 402.

atribui mais do que um voto. Fundamental é que a relação entre as ações votantes<sup>52</sup> e os direitos de voto se mantenha homogênea<sup>53</sup>. Tal leva JORGE BRITO PEREIRA a afirmar que as ações com voto plural “(...) são ações votantes com direito de votos desiguais face às ações restantes (ou face a algumas das ações votantes)”<sup>54</sup>.

A proibição do voto plural, estabelecida no n.º 5, do artigo 384.º do CSC, engloba casos em que os estatutos de uma sociedade comercial atribuam mais ou menos votos a uma determinada categoria de ações do que a outra(s) categoria(s) de ações<sup>55</sup> e casos em que, não obstante às ações estarem conferidos votos equivalentes, por alguma razão ou cláusula específica, se atribuam “votos suplementares”<sup>56</sup>, tornando-as heterogêneas (ainda que parcialmente).

Ou seja, a importância da proibição do n.º 5, do artigo 384.º do CSC, e consequentemente, a definição de ações com voto plural, reside na impossibilidade de alterar “(...) no universo das ações votantes a relação formal de proporcionalidade entre o valor nominal das ações e a distribuição de votos”<sup>57</sup>. Desta forma, um voto privilegiado, “(...) representaria uma desproporção do direito de voto em face do capital social, ou seja, um acionista com o mesmo capital que outro teria o dobro ou o triplo dos votos, exercendo uma influência muito maior”<sup>58</sup>.

## 1.1 Natureza jurídica: Ações com voto plural enquanto ações especiais

Tendo presente o conteúdo do voto plural, cumpre entender a sua natureza jurídica, compreendendo se a figura comporta em si, um direito especial dos sócios.

---

<sup>52</sup> O termo “ações votantes” deve aqui ser entendido como a totalidade das ações, de todas as categorias de ações que sejam contempladas na sociedade comercial, *i.e.*, ações ordinárias e ações de categoria especial. De facto, esta ideia de ações votantes enquanto globalidade de ações, é consensual com o final do n.º 1, do artigo 289.º do CSC.

<sup>53</sup> JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, *op. cit.*, p. 402.

<sup>54</sup> *Ibidem*, pp. 402-403.

<sup>55</sup> Exemplificando, uma categoria de ações a que seja atribuído um voto por cada ação, e uma segunda categoria de ações em que sejam atribuídos dois votos por cada ação. Nas palavras de JORGE BRITO PEREIRA, o voto plural *stricto sensu* “(...) pressupõe sempre que haja uma categoria de ações que atribui X votos e uma outra categoria que atribui número diferente de votos, ou seja, a relação entre o capital social (valor nominal ou fracional) e os votos não seja homogênea”. Cfr. *ibidem*, p. 483.

<sup>56</sup> Utilizando a expressão de JORGE BRITO PEREIRA. Cf. *Ibidem*, página 403.

<sup>57</sup> *Ibidem*, p. 414.

<sup>58</sup> Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, *op. cit.*, p. 337; bem como, JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS, *Ações de lealdade – A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas*, in RDS, Ano VI, n.º 2, 2014, pp. 445-480.

O princípio do igual tratamento dos sócios, princípio base do sistema societário, justifica a igualdade de direitos e deveres entre dois sócios, quando a estes corresponde uma equivalente participação social<sup>59</sup>. Assim, a existência de direitos ou deveres que extrapolem o núcleo inerente à posição de socialidade dos acionistas, tem um percurso de criação. O CSC permite a criação destes direitos, ditos especiais, desde que tal esteja consagrado no contrato de sociedade, conforme resulta do n.º 1, do seu artigo 24.º.

A doutrina diverge em relação ao conceito de direito especial: por um lado há quem considere que a especialidade do direito assenta no facto de nem todos os sócios serem possuidores dele<sup>60/61</sup>; por outro lado, há quem entenda que o direito é especial quando o seu conteúdo/características não façam parte da posição normal de socialidade dos sócios<sup>62</sup>.

Ao ser uma possibilidade necessariamente estatutária, existem um conjunto de consequências automáticas. O efeito mais notório encontra-se no n.º 5, do artigo 24.º do CSC que determina que estes “(...) não podem ser suprimidos ou coartados sem o consentimento do respetivo titular (...)”. Todavia, esta inderrogabilidade pode ser afastada com o consentimento dos sócios a quem os direitos pertencem, conforme resulta da primeira parte, do n.º 5, do artigo 24.º do CSC, mas também por estipulação legal ou contratual contrária.

Relativamente às sociedades anónimas, a constituição de ações com direitos especiais apenas pode ser realizada quando se atribui a especialidade a uma categoria de

---

<sup>59</sup> Tenha-se como exemplificação, o estipulado no n.º 1, do artigo 22.º do CSC, no qual se estipula que “[n]a falta de preceito especial ou convenção em contrário, os sócios participam nos lucros e nas perdas da sociedade segundo a proporção dos valores das respetivas participações sociais”.

<sup>60</sup> Cfr. JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS, *Ações de lealdade – A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas*, op. cit., p. 461.

<sup>61</sup> Assim, PAULO OLAVO CUNHA, *Direitos das Sociedades Comerciais*, op. cit., pp. 310 e ss.; RAÚL VENTURA, *Alterações do Contrato de Sociedade (Comentário ao Código das Sociedades Comerciais)*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 1988, 2.ª ed., pp. 85 e ss.; PUPO CORREIA, *Direito Comercial – Direito da Empresa*, Ediforum, Lisboa, 2011, 12.ª ed., pp. 226-227. De acordo com PAULO OLAVO CUNHA, um direito especial é uma “*situação jurídica ativa que, integrando o conjunto dos direitos que caracterizam a posição do sócio ou que moldam a participação social por ela detida, concedem ao seu titular posição jurídica de vantagem sobre os demais sócios ou sobre as participações sociais comuns (ordinárias), dependendo a sua subsistência da qualidade de sócio*”. Ou seja, assenta a especialidade no facto de não pertencerem a todos os sócios, negando a possibilidade de serem atribuídos a todos os sócios, sob pena da especialidade ser perdida. Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, *Os novos direitos especiais: as ações especiais*, in II Congresso de Direito das Sociedades em Revista, 2012, p. 116.

<sup>62</sup> Assim, cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado...cit.*, anotação ao artigo 24.º, pp. 151 e ss.; PINTO FURTADO, *Curso de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2006, 5.ª ed., pp. 233-234; e CRISTIANO AMADEU RAMOS DIAS, *Os Direitos Especiais dos Sócios nas Sociedades Anónimas: as “goldens shares”*, op. cit., pp. 740 e ss..

ações, conforme resulta do n.º 4, do artigo 24.º do CSC e que o direito especial se transmita com a ação, devido ao exposto no n.º 5, do artigo 24.º do CSC. Desta forma, ao serem concebidas categorias de ações diversas, podemos distinguir duas classes de ações: as ações ordinárias<sup>63</sup> e as ações especiais. Assim, a ação é que é possuidora de um direito especial.

Assim sendo, cumpre analisar o artigo 302.º do CSC, relativo às categorias de ações. De acordo com o n.º 2, do citado artigo, “[a]s ações que compreendem direitos iguais formam uma categoria de ações”<sup>64</sup>. À vista disso, quando haja estipulação, no contrato de sociedade, de atribuição de direitos especiais, essas ações a que foram atribuídos os respetivos direitos, ao terem uma posição de socialidade idêntica<sup>65</sup>, formam uma categoria de ações.

As ações de categoria especial podem atribuir uma vantagem, sendo por isso, ações privilegiadas<sup>66</sup> ou podem atribuir uma desvantagem, denominando-se ações diminuídas<sup>67</sup>.

---

<sup>63</sup> Segundo JORGE BRITO PEREIRA, as ações ordinárias seriam aquelas cuja composição é de conteúdo “normal”, *i.e.*, os direitos e obrigações que a lei estabelece geralmente. Porém, esta divisão não deve ser levada ao extremo, na medida em que, do ponto de vista conceptual, pode haver sociedades anónimas com diversas categorias de ações e nenhuma das categorias se reconduzir a um conteúdo dito “normal”. No mesmo sentido, encontra-se ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, que admite a possibilidade de haver uma sociedade com variadas categorias de ações e todas deterem direitos acrescidos, o que significa a inexistência categoria de ações ordinárias (cfr. ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Anotação ao artigo 302.º*, in COUTINHO DE ABREU (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, Vol. 5, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 326-329). Cumpre ainda dizer que, não obstante a diferenciação de vida societária que possa existir, a verdade é que as sociedades comerciais portuguesas não são marcadas de uma grande panóplia de categoria de ações, daí que, relativamente a estas, possa fazer sentido a distinção rígida entre categorias de ações ordinárias e categorias de ações especiais. É aliás o que parece resultar de uma multiplicidade de artigos, como por exemplo, os artigos referentes às ações preferenciais sem direito de voto (cfr. n.º 5, do artigo 341.º, n.º 3, do artigo 342.º e n.º 1, do artigo 344.º todos do CSC) que comparam o regime das mesmas quase sempre em contraposição com as ações ordinárias. Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, *op. cit.*, p. 449.

<sup>64</sup> Igualmente estipulado no CVM, no n.º 1, do artigo 45.º, quando determina que “[o]s valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentam o mesmo conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes”.

<sup>65</sup> Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, *op. cit.*, p. 451. O A. prefere o uso desta expressão, ao invés da expressão “direitos” presente no artigo porque entende que a característica de especialidade não se reconduz exclusivamente a direitos, mas antes a todos os elementos substanciais circunjacentes às ações. Admite que o uso da palavra direitos é “infeliz” mas que se explica pela conceção linguística que resulta do artigo 24.º do CSC.

<sup>66</sup> Encontram-se, previamente no próprio artigo 24.º, mas posteriormente, e em especial para as sociedades anónimas no artigo 341.º e ss., adquirindo a denominação de ações preferenciais. As ações privilegiadas são, comparativamente às ações ordinárias, ações dotadas de um privilégio. PAULO OLAVO CUNHA assume que são “(...) vantagens que a lei reconhece a essas mesmas participações sociais e que, naturalmente, resultarão em benefício de quem, em determinado momento, for delas titular” (cfr. PAULO OLAVO CUNHA, *Os novos direitos especiais: as ações especiais*, *op. cit.*, p. 122).

<sup>67</sup> O caso mais comum de ações diminuídas prende-se com as ações de fruição, presentes no n.º 4, do artigo 346.º do CSC. Estas aproximam-se, em termos estruturais, das ações ordinárias. Porém, encontram-se diminuídas no seu valor patrimonial, porque foram objeto de amortização, conservando

Podem, ainda, atribuir vantagens e desvantagens e, por isso, apelidarem-se de ações mistas. A especialidade não é por isso reconduzida, automaticamente, a uma vantagem. E esta conclusão pode retirar-se da alínea c), do artigo 272.º do CSC, quando, relativamente ao conteúdo obrigatório do contrato, evidencia a obrigatoriedade de constarem no mesmo as categorias de ações existentes, com indicação expressa do número de ações que as compõem e dos direitos que a cada categoria são atribuídos.

Assim, tendo em conta a regra geral de proporcionalidade portuguesa, e o conteúdo do direito plural, concluímos que se tratam de um direito especial. Desta forma, a introdução deste direito fica balizada pela aplicação agora descrita.

### **1.1.1 A emissão de ações com voto plural enquanto direitos especiais**

No que concerne ao procedimento de emissão de ações com voto plural, é possível diferenciar duas possibilidades e dois momentos distintos, que devem ser analisados autonomamente: (i) na constituição da sociedade, através de introdução de cláusulas no contrato de sociedade; e (ii) de maneira superveniente, através de emissão de ações propriamente ditas. Todavia, de uma maneira ou de outra, devem estipular-se no contrato de sociedade, conforme dispõe o n.º 1, do artigo 7.º e n.º 1, do artigo 24.º ambos do CSC. De resto, como referido anteriormente, o contrato de sociedade deve especificar as categorias de ações existentes e as que porventura possam vir a ser criadas, o número de ações que a cada categoria corresponde e o conteúdo de cada, ou seja, a posição de socialidade<sup>68</sup> que está atribuída a cada uma.

Quando criação da categorias de ações com voto plural surge *ab initio*, *i.e.*, com a criação da própria sociedade comercial, não haverá muito que explorar. O regime é bastante simplificado, contemplando meramente a necessidade de que sejam observados os limites imperativos da lei e desde que a estipulação dos privilégios que sejam estipulados não inutilizem os direitos das demais categorias de ações. Ainda neste crivo, e pelo facto de estarmos perante o momento inicial de criação da sociedade, entende-se que ao estarem presentes todos os sócios, todos manifestam a sua vontade relativamente à criação de diferentes categorias de ações e do conteúdo de cada uma. Ainda assim, no

---

apenas os seus direitos originários, nomeadamente os direitos de natureza pessoal (os direitos administrativos relacionados com a posição e intervenção social na sociedade).

<sup>68</sup> Seguindo a expressão de JORGE BRITO PEREIRA, apesar do artigo designar expressamente “direitos” que a cada categoria de ação estão atribuídos.

que às ações com voto plural concerne, consideramos que poderá haver necessidade de adotar medidas de proteção especial para os acionistas que porventura não detenham este tipo de ações. Assim, podem os acionistas “minoritários” defender-se através de duas vias: (i) exigindo que sejam constituídos mecanismos de mitigação dos riscos que podem estar associados à existência de ações com voto plural, o que poderá ser realizado tanto no próprio contrato de sociedade como através de um acordo parassocial (artigo 17.º do CSC); ou (ii) exigir que seja aplicada uma taxa de desconto ao investimento que se encontra a realizar, devido ao risco de haver este tipo de classes de ações<sup>69/70</sup>.

Quando a formação da categoria de ações com voto plural ocorre de maneira superveniente, estamos perante uma alteração do contrato de sociedade de acordo com o artigo 85.º do CSC, que poderá levar-se a cabo de duas maneiras: (i) aumento de capital e (ii) conversão de ações ordinárias em ações especiais com voto plural.

Relativamente ao aumento de capital, cujo regime jurídico se encontra nos artigos 87.º e ss. do CSC, haverá que distinguir que tipo de aumento de capital social irá ser realizado.

No caso de se tratar da modalidade prevista no artigo 91.º do CSC, *i.e.*, aumento por incorporação de reservas<sup>71</sup>, poderão colocar-se aqui alguns problemas. A única informação que o Código das Sociedades Comerciais dá relativamente à consequência deste aumento para as participações sociais dos sócios encontra-se no artigo 92.º. Com efeito, como estabelece o n.º 1, do referido artigo, o aumento de capital por incorporação

---

<sup>69</sup> Cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES, *Voto Plural nas Sociedades Por Quotas e Anónimas: reflexões da política legislativa*, op. cit., p. 329.

<sup>70</sup> Na opinião de MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, a estipulação de ações com direito de voto plural na constituição do contrato de sociedade não causa problemas adicionais, sem serem os típicos problemas na introdução de qualquer outro direito especial. Desta maneira, apoia-se na posição de MENEZES CORDEIRO, ao considerar que a consagração de um direito especial não tem de ser realizada de maneira expressa, mas pode ser efetuada através da interpretação de saber se se está diante ou não de um verdadeiro direito especial. Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades I*, op. cit., p. 619; MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*; RDS, Ano VII, n.º 2, 2015, pp. 435-470, em especial, p. 453; e PAULO OLAVO CUNHA, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 181. Ademais, acompanhamos também a opinião dos AA. quando consideram que apesar da estipulação expressa não ser obrigatória, é aconselhável de maneira a prevenir quaisquer conflitos entre o(s) sócio(s) que sejam titulares desse(s) direito(s) especiais e os que não o sejam, ou até mesmo de conflitos com a própria sociedade. Cfr. CRISTIANO AMADEU RAMOS DIAS, *Os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas: as “golden shares”*, op. cit., pp. 746-747.

<sup>71</sup> De acordo com o n.º 1 do, artigo 91.º do CSC, “[a] sociedade pode aumentar o seu capital por incorporação de reservas disponíveis para o efeito”. Esta modalidade de aumento de capital traduz-se na mera afetação ao capital social de valores existentes na sociedade que foram gerados em exercícios anteriores e que já faziam parte do capital próprio. Ou seja, não há qualquer nova aportação dos sócios para a sociedade.

de reservas repercute-se na participação do sócio, que deve ser aumentada proporcionalmente ao seu valor nominal ou ao respetivo valor contabilístico, quando não se tenha estipulado em sentido contrário. No seu n.º 4, é determinado que na deliberação de aumento de capital se deve indicar se “(...) são criadas novas quotas ou ações ou se é aumentado o valor nominal das existentes (...)”. Se se optar pela primeira hipótese, ou seja, pela introdução de novas quotas ou ações que serão subsumíveis proporcionalmente às que os sócios detenham, nada se diz sobre as características em que estas devem ser emitidas. Abordaremos a temática *infra*.

Já no caso de um aumento de capital por novas entradas, estas podem ser em dinheiro ou em espécie. De acordo com o n.º 1, do artigo 89.º do CSC aplica-se o regime de entrada de bens para a sociedade. Nesta sede importa ter presente a alínea g), do n.º 1 e o n.º 2, do artigo 87.º do CSC, na qual entra o direito de preferência na subscrição de aumento de capital por entradas em dinheiro. Este direito estipulado no artigo 458.º do CSC, relativamente às sociedades anónimas, é inerente à própria participação social e consiste na faculdade de os sócios poderem intervir preferencialmente em relação a terceiros, externos à sociedade, na subscrição de novas participações em casos de aumento de capital (conforme resulta do seu n.º 1). Porém, cumpre entender como funciona o direito de preferência nas situações de dualidade de categorias de ações. Iremos voltar a esta questão de seguida.

Relativamente à segunda modalidade de aumento de capital, conversão de ações ordinárias em ações especiais, ainda que haja na doutrina quem considere que esta possa ser facultativa ou obrigatória, acompanhamos a posição de JORGE BRITO PEREIRA<sup>72</sup>, ao discordar da imposição de conversão das ações que o acionista detém. Naturalmente, ainda que o voto plural seja entendido como uma ação privilegiada, porquanto detém um direito de voto majorado, a verdade é que não é por ser entendida nesta senda, que deve ser imposta ao acionista. O acionista pode não querer ver as suas ações convertidas por qualquer que seja a sua motivação, mas principalmente porque com a conversão poderá originar uma consequência indesejável para ele, como uma aproximação ao patamar de participação qualificada, ou porque a própria ação com voto plural ainda que seja favorecedora neste sentido, poderá ter uma diminuição noutro aspeto. No fundo, mesmo que não sejam estas as justificações para que o acionista não queira a conversão das suas

---

<sup>72</sup> JORGE BRITO PEREIRA, *Voto Plural na Sociedade Anónima*, *op. cit.*, p. 501.

ações, nada se poderá defender no sentido contrário. Estas justificações levam JORGE BRITO PEREIRA a considerar que este regime de conversão de ações ordinárias em ações de categoria especial se encontra mais próximo do regime de conversão de ações ordinárias em ações preferenciais sem direito de voto, do que o contrário. No nosso entendimento, tal parece lógico, tendo em conta a estipulação do n.º 4, do artigo 21.º do CVM, que estabelece que “[a] conversão em ações com direitos especial ao voto observa, com as necessárias adaptações, o disposto no artigo 344.º do CSC”. Ora, o n.º 2, do artigo 344.º do CSC, designa que a conversão é realizada através de “(...) requerimento pelos interessados (...)”. Assim, no nosso entender e salvo melhor parecer, nunca se poderia defender uma imposição aos acionistas, de conversão das suas ações em ações especiais.

Ainda referente à conversão de ações ordinárias em categoria especial de voto plural, à partida, nada impede que haja conversão de todas as ações ordinárias em ações especiais ou que se convertam apenas algumas<sup>73</sup>. Todavia, no caso de conversão da totalidade das ações, deverá questionar-se a existência de uma factual regra de voto plural. Deste modo, relembramos que, para que estejamos numa situação de voto plural, é essencial que a relação entre as ações votantes seja heterógena, ou seja, diferente entre si, havendo, desta forma desproporcionalidade entre os votos e as ações. Se todas as ações forem convertidas em ações com voto plural, tendo por base, claro, que todas estas ações com voto plural emitem o mesmo número de votos em relação à ação, seria apenas uma modificação ao número de votos atribuído à ação, e não à proporcionalidade. Esta justificação leva JORGE BRITO PEREIRA a considerar que não existe um sentido útil na conversão da totalidade das ações ordinárias em ações de categoria especial de voto plural<sup>74</sup>. Consideramos que este é o sentido mais consensual com a própria definição de voto plural.

Tema diferente, com repercussão tanto no aumento de capital como na conversão de ações ordinárias em ações especiais, é a operacionalização da introdução destes direitos especiais quando (i) na sociedade não existam outras categorias de ações privilegiadas; e (ii) a sociedade já tenha uma estrutura dual *class share*.

---

<sup>73</sup> Assim, ENRIQUE GANDÍA PÉREZ, desde que para tal haja consentimento por parte de todos os sócios. Cfr. ENRIQUE GANDÍA PÉREZ, *El nuevo voto privilegiado en Italia, Breve comentario al Régimen Jurídico de las acciones con voto plural y de las loyalty shares introducidas por el Decreto-Legge Núm. 91, de 24 de junio*, op. cit., p. 185.

<sup>74</sup> Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *Voto Plural na Sociedade Anónima*, op. cit., p. 500.

Assim, no primeiro caso, tal como dissemos aquando da análise do regime do aumento por incorporação de reservas, optando-se pela aplicação da primeira parte, do n.º 4, do artigo 92.º do CSC, o legislador nada disse relativamente às características destas novas ações. Diferentemente do que acontece no ordenamento jurídico português, em que o legislador nada diz, o ordenamento jurídico italiano estabelece, no seu artigo 2442.º do *Codice Civile* que as ações emitidas devem ter as mesmas *características das ações em circulação, e que devem ser atribuídas na proporção das ações que os sócios já detêm à data*<sup>75</sup>. Por isso, propõe saber-se se, no nosso ordenamento jurídico, poderá haver emissão de uma categoria de ações diferente, *i.e.*, uma categoria de ações com voto plural, aquando do aumento de capital por incorporação de reservas. Embora não encontremos na legislação portuguesa uma estipulação equivalente à italiana, a verdade é que cremos ser de aplicar o mesmo espírito. Desta forma, a emissão de ações com categorial especial de voto plural, apenas poderiam ser introduzidas através de aumento de capital e consequente emissão de ações, se previamente ao aumento de capital, já existisse uma categoria de ações deste tipo. Decerto, ao ser um aumento de capital, ele supõe (sempre e quando nada em contrário se encontre estipulado) a manutenção das posições outrora existentes<sup>76</sup>. Porém, e como bem denota JORGE BRITO PEREIRA, nada obsta a que, com recurso à autonomia privada, a sociedade delibere em sentido contrário<sup>77</sup>. Desta forma, nada impede que se encontre estipulado no contrato de sociedade a possibilidade de conversão, aquando o aumento de capital, de ações para categorias diferentes das ações pré-existentes. Assim, na situação descrita, os sócios podiam considerar a intenção de aumento de capital e, adicionalmente, prever a conversão das ações para categorias diferentes. Ainda que se trate, *prima facie*, de um aumento de capital, iria sempre tratar-se, em segunda linha, de uma conversão de ações ordinárias em ações de categoria especial.

---

<sup>75</sup> Tradução nossa.

<sup>76</sup> JORGE BRITO PEREIRA, alerta para algumas situações em que a regra da proporcionalidade do n.º 1, do artigo 92.º do CSC não seja integralmente respeitada. O primeiro caso reconduz-se às situações em que se encontre estipulado um critério de atribuição do lucro diferente do que o legalmente estipulado e o próprio contrato de sociedade remeta a regra aí estipulada, para a própria incorporação de reservas. O segundo caso, numa conjuntura em que a conversão das ações não consiga cobrir a totalidade das ações emitidas. Nestes casos específicos, o A. considera que a conversão de ações apenas poderá ser efetuada quando todos os sócios aceitem esta conversão, assim dizendo, quando a deliberação reúna a totalidade dos votos dos acionistas. Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *Voto Plural na Sociedade Anónima*, *op. cit.*, pp. 497-498.

<sup>77</sup> Ademais, através de interpretação negativa, ao não ser especificada no n.º 1, do artigo 87.º, a categoria criada, nada obsta a que os sócios atuem desta maneira.

Para tal, e dado estarmos perante a introdução superveniente de ações com voto plural, devem os sócios deliberar e aprovar neste sentido, com maioria legalmente exigida para a alteração do contrato de sociedade nas sociedades anónimas<sup>78</sup>, como indica o n.º 3, do artigo 21.º-D do CVM, tratando-se da modalidade de aumento de capital. De igual modo, no caso da introdução de ações com voto plural por conversão de ações, se dúvidas restassem, o legislador incorporou a mesma ideia no n.º 4, do artigo 21.º-D do CVM, fazendo uma remissão direta para o artigo 344.º do CSC.

Relativamente ao segundo caso, de já existir uma classe de ações privilegiadas, o direito de preferência não consegue colmatar as possíveis desigualdades nas relações de poder entre os sócios, e a solução não foi prevista pelo legislador português aquando da introdução do artigo 21.º-D do CVM. Assim, cumpre procurar a solução com recurso ao direito societário geral. Como dissemos, o n.º 1, do artigo 458.º do CSC legitima os sócios já existentes a subscreverem as ações a emitir. Posteriormente, o n.º 4, do mesmo artigo, versa sobre este mesmo direito, o de preferência, no caso de uma sociedade constituída por *dual class shares*, delimitando que “[h]avendo numa sociedade várias categorias de ações, todos os acionistas têm igual direito de preferência na subscrição das novas ações, quer ordinárias, quer de qualquer categoria especial (...)”. Ainda no mesmo número, acrescenta que se “(...) as novas acções forem iguais às de alguma categoria especial já existente, a preferência pertence primeiro aos titulares de acções dessa categoria e só quanto a acções não subscritas por estes gozam de preferência os outros accionistas”. Quer isto dizer que no caso de já haver uma categoria de ações com voto plural, os acionistas que detivessem essas ações teriam privilégio. Porém, pensemos no caso de uma estrutura de *dual class share*, mas onde não haja uma categoria especial de ações com voto plural. Assim, voltamos novamente à aplicação da primeira parte, do n.º 4, do artigo 458.º do CSC, em que todos os sócios têm direito de preferência. Destarte, os acionistas privilegiados ficariam prejudicados indiretamente. A solução passa pela aplicação do n.º 5, do artigo 24.º do CSC, *i.e.*, pela necessidade de consentimento por parte dos sócios prejudicados. Assim sendo, a introdução de categoria especial numa sociedade onde já existam ações privilegiadas impõe, em primeiro lugar, a aprovação por maioria

---

<sup>78</sup> Ou seja, deve ser aprovada com uma maioria qualificada de dois terços dos votos emitidos, quando estejam representados em primeira convocatória, acionistas que detenham, no mínimo, ações correspondentes a um terço de capital social, conforme aplicação do n.º 3, do artigo 386.º e n.º 2, do artigo 382.º do CSC. Tratando-se de segunda convocatória, deve ser aprovada por maioria simples, se estiverem presentes acionistas que representem metade do capital social, aplicando-se para tal o n.º 4, do artigo 386.º e n.º 3, do artigo 383.º do CSC.

qualificada em assembleia especial de acionistas titulares das ações de categorias que indiretamente sejam prejudicados pela decisão, aplicando-se o n.º 2, do artigo 389.º do CSC e, em segundo lugar, a aprovação em Assembleia Geral pela maioria exigida para as alterações ao contrato de sociedade.

## 2. As ações de lealdade

Nas palavras de MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, as ações de lealdade são ações que, “(...) após a detenção ininterrupta por um determinado período de tempo, concedem aos seus titulares um direito de voto duplo ou plural”<sup>79</sup>. Tal traduz a ideia de que, a participação ativa e interessada dos acionistas na sociedade é benéfica<sup>80</sup>, o que justifica que se ofereça uma retribuição ao sócio pela sua lealdade à sociedade<sup>81</sup>.

A implementação deste tipo de instrumento procura o equilíbrio entre o capital e o risco<sup>82</sup>. Assim sendo, a primeira grande vantagem das ações de lealdade é o combate ao *short termism* permitindo, ao mesmo tempo, a criação de valor a longo prazo para a sociedade, dado que, ao permanecerem mais tempo na sociedade, as atuações dos acionistas terão, inevitavelmente, mais relevância para a sociedade. Este ativismo acionista proporciona consequências nos dois problemas de agência: por um lado, permite que os acionistas tenham maior controlo sobre a gestão da administração (*primeiro problema de agência*) e por outro lado, abre portas aos acionistas minoritários para se tornarem mais informados e aumentarem a sua participação na tomada de decisões da sociedade (*segundo problema de agência*). Assim, o privilégio da majoração do voto funciona como um incentivo para que os acionistas se involucrem mais na vida social da sociedade, querendo aumentar o seu nível de informação. Adicionalmente, esta maior

---

<sup>79</sup> Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, op. cit., p. 437.

<sup>80</sup> Cfr. FÁTIMA GOMES, *Dividendo de Lealdade?*, in II Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Coimbra, 2012, p. 401.

<sup>81</sup> A A. considera que os investidores de longo prazo, leais à sociedade, merecem uma proteção superior à dos investidores de curto prazo. Neste sentido, desconsidera que estes últimos já disponibilizem dessa proteção por via do mercado, ao terem uma taxa de retorno das suas ações mais elevada. De facto, admite que o funcionamento do mercado nem sempre ocorre como esperado, e que, por isso, deve ser através de estipulações contratuais e mecanismos como as ações de lealdade, que se devem proteger estes investidores. Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, op. cit., p. 460.

<sup>82</sup> Cfr. ASPACHS BRACON, *Hacia una nueva arquitectura financiera*, in Documentos de Economía “la Cixa”, n.º 18, 2010, p. 8; vide JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS, *Ações de lealdade – A primazia dos interesses de estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas*, op. cit., p. 447.

participação permite que os acionistas formem grupos consolidados e esclarecidos, que irão vigiar mais cuidadosamente a gestão e tomada de decisão dos administradores, diminuindo os custos de controlo<sup>83</sup>.

Ao nível das consequências no financiamento, a incorporação de ações de lealdade, incentiva os acionistas a agregarem-se à sociedade, o que conseqüentemente poderá aumentar a liquidez. Além disso, ao promoverem uma estrutura acionista de longo prazo, unida e informada, transmitem uma imagem ao mercado de maior estabilidade. Por esta razão, o preço da ação no mercado poderá subir, diminuindo a volatilidade de instrumentos financeiros associados às ações no mercado, e gerando, para tanto, um melhor funcionamento do mesmo<sup>84</sup>.

Sendo um mecanismo de desvio do princípio da proporcionalidade, as ações de lealdade comportam, obviamente, aspetos negativos. Sucintamente, podemos enumerar como principais desvantagens das *loyalty shares*: (i) a quebra da democracia acionista; (ii) a acumulação de poder em determinados sócios e a possibilidade de apropriação de *private benefits of control* e (iii) o possível bloqueio de ofertas públicas de aquisição (doravante “OPA”)<sup>85</sup>. Relativamente ao ponto (i), provém da ideia de que o risco e o voto estão associados e conseqüentemente a democracia acionista é conseguida quando em função do risco, os acionistas se encontram em pé de igualdade. Se por um lado não há dados empíricos que consigam afirmar, com total certeza, que a democracia acionista é apenas conseguida quando se segue o princípio da proporcionalidade, a verdade é que também não se pode negar que ao aumentar os poderes de votos de uns (dos acionistas cujo voto foi majorado), aqueles que não ostentam a majoração se encontram com um privilégio menor, o que irremediavelmente pode atacar o conceito de democracia acionista. Em relação ao ponto (ii), podemos afirmar que não só as ações de lealdade, como qualquer mecanismo que separa os direitos de voto e os direitos económico gera

---

<sup>83</sup> S. ALVARO, A. CIAVARELLA e D. D'ERAMO *et al.*, *La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto múltiplo*, in Commissione Nazionale Per Le Società e La Borsa, Quaderni Giuridici n.º 5, janeiro de 2014, disponível em <https://www.consob.it/documents/11973/201676/qg5.pdf/a6a131f4-c307-404f-882d-e3dc1ab86c28> [consultado a 03.04.2023]; e, RODRIGO FERNÁNDEZ-CHILLÓN GARCÍA-MORENO, *Las Loyalty Shares en Las Sociedades Cotizadas Españolas*, Trabajo Final Grado, Universidad Pontificia Comillas, Madrid, 2020, p. 32.

<sup>84</sup> STEVEN N. KAPLAN e PER STRÖMBERG, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, in NBER Working Paper Series, n.º 7660, Cambridge, 2000, disponível em [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w7660/w7660.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7660/w7660.pdf) [consultado a 03.04.2023]; e, RODRIGO FERNÁNDEZ-CHILLÓN GARCÍA-MORENO, *Las Loyalty Shares en Las Sociedades Cotizadas Españolas*, *op.cit.*, p. 34.

<sup>85</sup> Cfr. n.º 1, do artigo 187.º do CVM.

incentivo para a expropriação de benefícios privados através de operações vinculadas ou outras situações de conflito de interesses<sup>86</sup>. Por fim, quanto ao ponto (iii) é considerado como um mecanismo que ao manter no controlo determinados acionistas, pode travar possíveis ofertas rentáveis, que gerariam aumento de valor à sociedade e aos acionistas<sup>87</sup>.

## 2.1 Natureza jurídica das ações de lealdade

A primeira grande questão relativa à natureza jurídica das ações de lealdade é entender se são ou não um direito especial?

De facto, olhando para a noção de ação de lealdade avançada por MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA<sup>88</sup>, conseguimos compreender o surgimento da questão. Ora, assumindo que o direito é especial porque confere uma posição de vantagem comparativamente aos restantes sócios, as ações de lealdade ao atribuírem essa mesma vantagem, poder-se-iam considerar um direito especial. Contudo, já aludimos que nas sociedades anónimas, os direitos especiais apenas podem ser atribuídos a categorias de ações, e não a sócios determinados. Isto significa que, apenas consubstanciando as ações de lealdade como uma categoria de ações, as poderíamos reconduzir a direitos especiais, aplicando-se, de *iure condito*, o regime do n.º 4, do artigo 24.º do CSC.

Vejam. As ações de lealdade são atribuídas como uma espécie de “prémio/recompensa” pela fidelidade do sócio à sociedade. Assim, mediante detenção durante um período, denominado “período de lealdade”, o sócio adquiriria a majoração da ação. Desta forma, seria possível concluir que as ações de lealdade são, sem mais, uma ação premiada ao sócio, sendo, *intuito personae*. Sendo *intuito personae*, a ação, ao ser

---

<sup>86</sup> Exemplificando, imaginemos um acionista que detém 30% de direitos económicos mas consegue controlar as decisões da empresa. Através desse controlo, consegue desviar 100 euros de benefício económico que lhe são diretamente entregues, através de uma operação vinculada. O custo desta operação, diretamente, traduz a redução do benefício conseguido pela empresa em 30 euros proporcionais para o acionista. No entanto, tem o benefício dos 100 euros que recebeu. Cfr. MARÍA GUTIÉRREZ URTIAGA e MARIBEL SAÉZ LACAVE, *Las acciones con derecho de voto adicionales por lealdad. Acciones de lealdad desde el análisis económico del derecho*, in ICE: Revista de Economía, n.º 915, Universidad Autónoma de Madrid, Madrid, 2020, p. 99, disponível em <https://repositorio.uam.es/handle/10486/696119> [consultado a 04.04.2023]

<sup>87</sup> As ações de lealdade também comportam consequências ao nível da variação do número de votos que obriga ao lançamento de OPA. Para desenvolvimentos sobre o tema veja-se: JORGE BRITO PEREIRA, *Voto Plural na Sociedade Anónima*, op. cit., pp. 519 e ss.; JORGE BRITO PEREIRA, *Voting caps e OPA obrigatória*, op. cit.; e JOÃO CUNHA VAZ, *A OPA e o Controlo Societário – A regra da não frustração*, Almedina, Coimbra, 2013.

<sup>88</sup> Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, op. cit., p. 460.

transmitida, perderia a sua majoração, dado que a relação de associação entre a justificação de majoração e a própria majoração, ter-se-ia perdido com a transmissão.

Tendo em vista o exposto, e analisando novamente o n.º 4, do artigo 24.º do CSC, vemos dificuldade em aplicar o regime ao caso concreto. Destarte, uma das características dos direitos especiais é a sua livre transmissibilidade, *i.e.*, ao serem transmitidas as ações, os direitos especiais seguem com as mesmas (parte final, do n.º 4, do artigo 24.º do CSC). E tal não ocorre com as ações de lealdade, devido à sua particularidade personalista. Conclui-se assim que, tendo as ações de lealdade um limite à sua transmissibilidade e sendo *intuito personae*, não se poderão considerar um direito especial<sup>89</sup>.

Contrariamente, DIOGO DRAGO<sup>90</sup>, atenta que as ações de lealdade podem qualificar-se como categoria de ações especiais. Para o A., a caracterização de direito especial encontra-se na contraposição entre os direitos “comuns”, inerentes a todas as ações ordinárias, e os direitos ditos “especiais”, criados *extra* lei e cujo conteúdo, direitos e/ou deveres são diferentes comparativamente aos primeiros. E assim, para o A., as ações de lealdade seriam perfeitamente encaixadas nos direitos especiais, bastando para tal seguir o regime jurídico de criação dos mesmos, a saber: (i) devem ser legitimadas pelo contrato de sociedade; (ii) a sua consagração deve ser futuramente discutida; (iii) devem ser atribuídas, criando, para tal, uma categoria de ações; (iv) apenas podem ser suprimidas ou limitadas após deliberação tomada em assembleia especial de acionistas titulares de ações desta categoria. O A. reconhece haver um carácter *intuito personae* nas ações de lealdade, porém, esclarece que é um “(...) *beneficio que se encontra associado a uma determinada categoria de ações (...)*”<sup>91</sup>, enquadrando-as perfeitamente nos direitos especiais.

Já MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA considera que estamos perante um direito, dado que as ações de lealdade podem ser concebidas a todo e qualquer sócio. Basta para isso que o/s sócio/s detenha/m sucessivamente as ações durante um determinado período. Posteriormente a este intervalo temporal, o sócio adquire o direito da lealdade. Ou seja,

---

<sup>89</sup> Foi este o entendimento explanado pelo Governo Italiano, ao estabelecer no artigo 127.º, *quinquies.5*, do *Testo Único della Finanza* (doravante “TUF”), que “(...) *as ações onde se aplica o beneficio majorado não constituem uma categorial especial de ações (...)*” (tradução nossa). Pelo tanto, não se aplica o artigo do 2348.º do *Codice Civile*.

<sup>90</sup> Cfr. DIOGO DRAGO, *Loyalty shares: um meio de controlo ou o acentuar de conflitos no seio societário?*, in RDCom, n.º 1, 2017, pp. 432-455, disponível em <https://www.revistadedireitocomercial.com/loyalty-shares> [consultado a 11.03.2023].

<sup>91</sup> *Ibidem*, p. 436.

não estamos na realidade perante a atribuição de um direito especial, mas sim da “(...) *consagração de um regime comum cuja aplicação a um acionista concreto dependerá exclusivamente do tempo de detenção da participação social*”<sup>92</sup>. Por isso, na perspectiva da A., não estaríamos diante de um direito especial, porque nesses pressupõe-se um regime diferente do comum, não ocorrendo no caso concreto, porquanto estamos diante de um direito decorrente de um determinado acontecimento: o período de lealdade. Ademais, o direito decorrente desta manutenção da titularidade de ações surge na esfera de apenas alguns acionistas, aqueles que mantenham as suas ações. Mas isso legitima a categorização de direito especial, porque de facto, o direito encontra-se acessível a todos, significando que, no limite, todos os sócios podem ter ações de lealdade. E esta última característica dá ainda mais ênfase à posição de MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA para quem, sendo o direito acessível e cognoscível de todos os sócios, não carece de uma “(...) *consagração como direito especial ou de institucionalização como categoria especial de ações* (...)”<sup>93</sup>.

No mesmo sentido encontra-se JORGE BRITO PEREIRA, que entende a majoração do voto como o resultado de um “prémio”. Esse “prémio” decorre “(...) *estritamente de uma regra estatutária e da verificação dos termos e condições previstos em tal regra, não passando de um ato de emissão de ações de categoria especial ou de conversão de ações ordinárias em outras de categoria especial*”<sup>94/95</sup>.

---

<sup>92</sup> Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, op. cit., p. 468.

<sup>93</sup> *Ibidem*, pp. 468-469.

<sup>94</sup> Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *Voto Plural na Sociedade Anónima*, op. cit., p. 485.

<sup>95</sup> Contrariamente ao estabelecido em França, na *Loi Florange* (Loi n.º 2014-384, du 29 mars 2014, disponível em <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000028811102>). A criação da *Loi Florange* decorre de um caso real, que lhe deu nome. O grupo *Arcelor Mittal* decidiu encerrar uma das suas empresas, a *Florange*, que apesar de ser rentável, não apresentava resultados tão positivos como era esperado. Deste encerramento surgiram cerca de 629 demissões. Assim, a *Loi Florange* surgiu como travão ao despedimento colectivo, mas também surgiu como mudança em matéria de governo das sociedades, que outrora já tinha sido imposta pela União Europeia. Assim, a *Loi Florange* veio alterar os artigos L225-123 e L225-125 do *Code de Commerce*, passando a prever, grosso modo, que as sociedades cotadas no mercado regulamentado francês beneficiam automaticamente de ações de lealdade, segundo certos requisitos, e desde que não exerçam o direito de *opting-out*. Estabeleceu-se que todos os acionistas que detenham as ações durante dois anos consecutivos (foi o período de lealdade que o Estado francês decidiu como o período consensual para que a majoração do voto ocorresse), a contar do dia 1 de abril de 2014 (data em que entrou em vigor a *Loi Florange*), gozarão da majoração do voto, *i.e.*, irão beneficiar do direito de voto duplo. Porém, as sociedades podem afastar esta lei, de maneira a manter a regra do *one share, one vote*. Para tal devem convocar uma Assembleia Geral extraordinária e proceder à discussão e votação da aplicação do regime à sua sociedade. Se existir oposição de 2/3 dos acionistas deve ser criada uma cláusula de *opting-out*. Não havendo oposição de 2/3 dos acionistas, a majoração do voto ocorre sempre que se verificarem outros dois requisitos: (i) a necessidade de que o acionista se encontre registado e que nesse registo constem as ações detidas pelo mesmo; (ii) que o acionista ultrapasse o período de lealdade. Estando estes requisitos preenchidos, os acionistas beneficiarão, ao final de dois anos, do dobro dos votos por ação que

Da nossa parte, atenta a essência das ações de lealdade, o mais lógico será configurá-las como um direito, que cumpridos e verificados certos pressupostos, se concretiza no plano jurídico da figura do acionista. Não seria possível de outra forma, tendo em conta que a sua faceta subjetiva choca com as premissas dos direitos especiais, daqui resultando uma impossibilidade de uso do regime dos direitos especiais em relação às ações de lealdade.

Além do mais, se as ações de lealdade fossem consideradas como direitos especiais, a posição do acionista poderia até ficar mais sensível, porque a majoração do voto, ao ser inerente à própria ação, significaria que a única forma do sócio poder diminuir o seu poder de voto seria através da alienação da sua participação social. Esta faceta é especialmente importante tendo em conta as consequências que a majoração do voto pode ter para o acionista, como por exemplo, a aproximação do patamar do lançamento de uma OPA ou até de limites de comunicação de participações qualificadas. Desta maneira, tratando-se as ações de lealdade de ações ordinárias sujeitas a certos pressupostos, ultrapassados esses pressupostos o sócio pode escolher se quer ou não aceitar a majoração do voto. Há, portanto, uma liberdade de aceitação deste regime<sup>96</sup>.

Concluindo, enquanto que no voto plural *stricto sensu*, é a própria ação que incorpora um maior número de votos, sendo por isso uma característica da própria estrutura objetiva dos títulos detidos pelos acionistas, nas ações de lealdade há constituição de um privilégio/prémio que não é inerente à própria ação, mas sim ao acionista pelo facto de ter mantido a sua participação social durante um determinado período. Assim, quanto às primeiras, justifica-se que se agrupem e formem uma classe especial de ações, mas quanto às segundas não, porque se trata de um benefício ligado ao sócio e não à ação em si.

### **2.1.1 A emissão das ações de lealdade**

Afastada a natureza jurídica das ações de lealdade enquanto direitos especiais, cumpre entender que o seu surgimento na sociedade pode assumir múltiplas naturezas,

---

detêm, automaticamente. Desta maneira, o que ocorre atualmente em França é sensivelmente diferente da solução que ocorre noutros ordenamentos jurídicos, nomeadamente, o que poderá ocorrer no ordenamento jurídico português, dado que a possibilidade parte de uma alteração estatutária e não de um regime legal.

<sup>96</sup> Contrariamente ao que é estabelecido em França, cuja majoração do voto é automática, como tivemos oportunidade de abordar.

consoante a estrutura acionista em causa, o perfil de investimento dos acionistas, a atividade desenvolvida pela sociedade entre outros elementos que sejam relevantes para a definir no caso concreto. Desta forma, podem ocasionar-se de três modos: (i) atribuição de direitos de votos plurais; (ii) a distribuição de dividendos adicionais<sup>97</sup>; e (iii) concessão de opções de compra (*warrants*) sobre as ações da sociedade em causa<sup>98</sup>.

Centraremos a nossa atenção na criação de ações de lealdade enquanto atribuição de direitos de votos plurais.

Não esquecendo a liberdade proporcionada à sociedade, o normal será que as ações de lealdade sejam configuradas como ações ordinárias com uma condição, que caso venha a verificar, se majora o voto que a ação detém.

Porém, como determina JORGE BRITO PEREIRA, podem ainda conceber-se formas intermédias ou mistas que conjuguem uma parte do regime das ações com voto plural

---

<sup>97</sup> Semelhante às ações de lealdade, na necessidade de período de lealdade, porém a majoração ocorre relativamente ao dividendo recebido, e não em relação ao direito de voto.

<sup>98</sup> O Código das Sociedades Comerciais estabelece, nos seus artigos 372.º-A e 372.º-B, as obrigações com *warrants*, caracterizando-se por terem, para além do direito de crédito sobre o emitente, também um direito de subscrição de ações (Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2011, p. 165). Para além destas, foram incorporadas no ordenamento jurídico português, através do DL n.º 172/99, de 20 de maio, os *warrants* autónomos. Estes são valores autónomos que conferem ao seu detentor um direito (e não uma obrigação) sobre um determinado ativo financeiro (ativo subjacente). No tocante à natureza jurídica, o *warrant* é considerado um direito potestativo, porquanto representa um poder que pode não chegar sequer a ser exercido. Entende-se assim a afirmação de MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, negando a possibilidade dos *L-Warrants*, que se referem exatamente a uma compensação da lealdade por esta via, puderem constituir uma categoria autónoma de ações, devido a multiplicidade de situações que podem originar e aos direitos que podem incorporar (cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, op. cit., p. 462). Por ser um direito potestativo, o *warrant* extingue-se por uma de duas vias: a primeira, através do prazo de exercício (*i.e.*, extingue-se por caducidade) e a segunda pelo seu exercício (*i.e.*, extinção por cumprimento). De acordo com as alíneas a) e b) do artigo 2.º, do citado Decreto-Lei, estes *warrants autónomos* conferem um dos seguintes direitos: (i) direito de subscrever o activo subjacente; (ii) direito de adquirir o activo subjacente; (iii) direito de alienar o activo subjacente; e (iv) direito de receber uma diferença em dinheiro entre dois referenciais de preço, que seriam o preço do activo subjacente na data de exercício e o preço de exercício. Desta forma, o acionista ficaria na posição de, se quisesse, acionar o *warrant* depois de ultrapassado o período de lealdade estipulado, adquirindo assim a compensação que à ação estaria associada. De acordo com PATRICK BOLTON e FRÉDÉRIC SAMANA (cfr. PATRICK BOLTON e FRÉDÉRIC SAMANA, *L-shares: rewarding long-term investors*, SWF Research Initiative and Amunid – Crédit Agricole Group, Londres, 2012, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2188661#](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2188661#) [consultado a 14.03.2023], a retribuição da lealdade dos sócios passaria pelo criação de *warrants* com o direito de adquirir determinado activo subjacente ou o direito de subscrever valores mobiliários. Não obstante a melhoria que estas opções poderiam trazer na atração dos próprios acionistas, a verdade é que podem originar-se, dois problemas. O primeiro, relativamente ao direito de adquirir ações da própria sociedade, pode denegar a liquidez de mercado, *i.e.*, se a sociedade tem número suficiente de ações capaz de fazer frente ao direitos dos sócios que estejam interessados nesta opção. A segunda, advogando para o efeito uma noção pouco escrupulosa de justiça, dado que, no caso de não exercício do direito potestativo, poder-se-á perguntar qual é a retribuição devida ao sócio pela sua lealdade, e se a mesma é efetivamente retribuída.

*stricto sensu* e uma parte do regime das ações de lealdade<sup>99</sup>. O caso mais relevante será a estipulação de uma categoria especial de ações com voto plural, mas cujo privilégio de voto é a majoração do voto, decorrido o prazo estipulado nos estatutos. Aqui, como determina o A.<sup>100</sup>, pode ocorrer uma de duas situações: ou (i) o privilégio obtido, decorrido o período de tempo, passa a fazer parte da ação, tratando-se assim de uma ação de categoria especial com voto plural (*i.e.*, voto plural *stricto sensu*) e que por isso, numa possível transmissão de ação, o privilégio corre com ela; ou (ii) trata-se de uma ação de lealdade, o que quer dizer que aquando a sua transmissão, o direito majorado se perde, subsistindo, ainda assim, o direito de concretização da majoração para quem adquira a ação<sup>101</sup>.

Outra possibilidade, também adiantada pelo A.<sup>102</sup> será a de estipular a existência de ações de lealdade, que correndo normalmente, são constituídas pelo direito inerente de majoração do voto e que decorrido o período de lealdade estipulado, possa, posteriormente, permitir a conversão em ações com voto plural. Assim, estamos perante ações de lealdade até ao momento de conversão (ou seja, antes de decorrido o período de lealdade), e posteriormente a esta ocasião, convertem-se em ações de categoria especial.

---

<sup>99</sup> Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *Voto Plural na Sociedade Anónima*, *op. cit.*, p. 487.

<sup>100</sup> *Ibidem*, p. 487.

<sup>101</sup> Exemplificando: a majoração de ter dois votos por cada voto perde-se, mas o direito a adquirir a majoração não, permanecendo esse direito ligado à ação, e que se poderá concretizar, decorrido o período de lealdade para o sócio que a adquira juntamente com outros possíveis requisitos que possam estar estipulados.

<sup>102</sup> Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *Voto Plural na Sociedade Anónima*, *op. cit.*, p. 488.

### III. A ATUALIDADE EM PORTUGAL

A Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, veio alterar o paradigma do voto plural em Portugal, aditando ao CVM o artigo 21.º-D. Com efeito, passaram a permitir-se, em Portugal, a emissão de ações com voto plural relativamente às sociedades anónimas.

No que respeita ao âmbito de aplicação, determinam os n.ºs 1 e 2, do referido artigo, que as sociedades anónimas habilitadas a estabelecer voto plural são as “(...) *emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado*<sup>103</sup> ou em sistema de negociação multilateral<sup>104</sup> (...)” bem como “(...) *as 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*. Daqui se compreende que o universo de sociedades habilitadas a que emitir ações com voto plural é bastante reduzido dado que, à data, apenas se encontram 37 sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado<sup>105</sup> e 14 sociedades com ações admitidas à negociação em sistema de negociação multilateral<sup>106</sup> na Euronext Lisbon.

Fora o âmbito de aplicação que já tivemos oportunidade de referir, o limite de votos por ação que foi considerado pelo legislador (um limite máximo de cinco votos por cada ação, como decorre do n.º 1, do presente artigo) e o modo de incorporação destas ações (n.º 3, do artigo 21.º-D do CVM), pouco mais foi regulado.

Isto posto, ficou por esclarecer se dentro da alteração legislativa que legitimou a incorporação do artigo 21.º-D no CVM, cabem outro tipo de mecanismos de voto plural, como as ações de lealdade ou ações de voto plural, mas cuja majoração se justifica pelo decurso do período de lealdade. É na discussão deste tema que nos centraremos de seguida.

---

<sup>103</sup> Aplicando-se para o efeito o n.º 1, do artigo 199.º do CVM. Em Portugal existe apenas um mercado regulamentado, o mercado de cotações oficiais, gerido pela Euronext Lisbon – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A..

<sup>104</sup> Decorrente do n.º 1, do artigo 200.º do CVM. Também aqui apenas existe, em Portugal, um sistema de negociação multilateral, o Euronext Access, também com gestão da Euronext Lisbon – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A..

<sup>105</sup> Cfr. PSI All-Shares Index, disponível em <https://live.euronext.com/pt/product/indices/QS0011224308-XLIS#index-composition> [consultado a 08.04.2023].

<sup>106</sup> Cf. Stocks Euronext Access disponível em <https://live.euronext.com/en/products/equities/access/list> [última vez consultado a 08.04.2023].

## 1. Da admissibilidade das ações de lealdade no artigo 21.º-D do CVM

O ponto 2.1 do capítulo II da presente dissertação permitiu-nos conhecer e compreender as posições existentes na doutrina portuguesa relativamente à natureza jurídica das ações de lealdade. As conclusões que daí foram retiradas têm uma elevada pertinência para a questão que nos propomos agora responder: estão ou não as ações de lealdade incorporadas no artigo 21.º-D do CVM?

Conseguimos entender quem interpreta o artigo 21.º-D do CVM de maneira literal, negando assim a possibilidade de inclusão das ações de lealdade. Com efeito, estatui-se que “[a]s sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral podem emitir ações com **direito especial** ao voto plural, até ao limite de cinco votos por cada ação”. Parece querer indicar que o voto plural apenas ocorre com a estipulação de uma categoria de ações especiais, aplicando-se, em plenitude, o regime do artigo 24.º do CSC. Isto leva Autores como MIGUEL STOKES a vetar a aplicação do artigo 21.º-D do CVM às ações de lealdade, dado que, para este A.: (i) as ações de lealdade se configuram como um direito especial<sup>107</sup>; (ii) ao serem consideradas um direito especial estão sujeitas às regras outrora elencadas na presente dissertação, nomeadamente a criação de uma categoria de ações de acordo com o n.º 4, do artigo 24.º e do n.º 2, do artigo 302.º ambos do CSC e a livre transmissibilidade. No entanto, o A. arroga o carácter *intuitu personae* das ações de lealdade, concluindo assim que esta nuance é discrepante com a aplicação do n.º 4, do artigo 24.º do CSC. Assim, qualquer estipulação estatutária, permitindo a extinção do direito especial com a transmissão das ações poderia implicar a aplicação da alínea d), do n.º 1, do artigo 56.º do CSC, *i.e.*, a nulidade da deliberação da Assembleia Geral que previsse esta fuga. A solução do Autor que, recorde-se, é a de que as ações de lealdade configuram como direitos especiais, passaria por criar uma estrutura que, contrariamente à extinção do direito especial em consequência da transmissão da ação, facultasse essa mesma transmissão mas com recurso a um instrumento em que as mesmas podiam “(...) *ser alienadas a um terceiro, caso o titular das mesmas convertesse previamente essas ações em ações ordinárias*”<sup>108</sup>. Porém, rapidamente abandona esta possibilidade dado que,

---

<sup>107</sup> Para este a especialidade reside na diferenciação dos direitos inerentes à ação, independente de todos os sócios deterem esse mesmo direito especial ou não. Cfr. MIGUEL STOKES, *Admissibilidade de ações com voto plural nas sociedades cotadas – permissão normativa tácita das ações de lealdade*, *op. cit.*, p. 163.

<sup>108</sup> *Ibidem*, p. 166.

como bem afirma, não é possível estabelecer uma solução deste tipo, tendo em vista que o n.º 1, do artigo 204.º do CVM, que determina que apenas podem ser admissíveis à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação bilateral “[v]alores mobiliários fungíveis, livremente fungíveis (...)”. Portanto, fomentar restrições à transmissibilidade de ações que estejam neste âmbito de aplicação, não é possível, levando MIGUEL STOKES a concluir que as ações de lealdade não podem ser incorporadas no artigo 21.º-D do CVM.

Porém, com a devida vénia, consideramos que as ações de lealdade podem ser configuradas com regimes diferentes do que o regime dos direitos especiais. Assim, cumpre responder a duas questões: (i) haverá que dar importância ao silêncio do legislador, no sentido de que, se fosse sua intenção incorporar as ações de lealdade tê-lo-ia feito?; e (ii) como ultrapassar a expressão “direito especial” incorporada no n.º 1, do artigo 21.º-D do CVM?

Em resposta à primeira questão, de facto, o artigo 21.º-D do CVM veio quebrar, para o mundo das sociedades cotadas, a regra da proporcionalidade instituída no Direito das Sociedades, possibilitando a emissão de ações com voto plural. Assim, o legislador português quebrou a regra da proporcionalidade com a opção mais radical, tendo em conta os riscos ao nível da “(...) *objetificação do direito, da proteção dos acionistas e dos riscos de incumprimento do princípio do igual tratamento dos sócios*”<sup>109</sup>. Ora, se tal foi a opção do legislador português, não há justificação plausível que defenda que as ações de lealdade fiquem excluídas da aplicação do dito artigo, enquanto mecanismo de emissão de voto plural, e por isso, o silêncio do legislador não deverá ser aqui interpretado como modo de exclusão.

Ademais, em comparação com as restantes legislações europeias que seguiram os conselhos dos organismos europeus, a verdade é que todos os que abriram portas ao desvio do princípio da proporcionalidade o fizeram começando pelas ações de lealdade e, apenas depois, e meramente alguns, com a abertura total de ações ao voto plural *stricto sensu*<sup>110</sup>. Ou, quando estão legitimados para mais do que um mecanismo, fazem-no do mesmo modo como o ordenamento italiano, *i.e.*, um duplo sistema, diferente consoante seja uma sociedade anónima cotada ou não. Assim, o *Decreto Competitività* proíbe

---

<sup>109</sup> Cf. JORGE BRITO PEREIRA, *Voto Plural na Sociedade Anónima*, *op. cit.*, p. 489.

<sup>110</sup> Como é o caso de Espanha e França.

expressamente as ações com voto plural *stricto sensu* nas sociedades cotadas, deixando apenas margem para o estabelecimento de ações de lealdade<sup>111/112/113</sup>.

A principal vantagem das ações com voto plural *stricto sensu* é a capacidade de incentivar a cotização das sociedades anónimas em mercado regulamentado ou aos sistemas de negociação multilaterais, permitindo assim ao/s sócio/s fundadores ampliar o capital dirigido ao mercado, mas sem perder o controlo da sociedade. Já as ações de lealdade, permitem incentivar os sócios a manterem-se na sociedade, fomentando projetos de empresas mais duradouros e assim combater o *short termism*.

Para além disso, as *loyalty shares* e o carácter *intuito personae* tem como consequência que o privilégio de voto não se transmita. Ou seja, podem considerar-se um mecanismo mais inofensivo comparativamente às ações de voto plural *stricto sensu*<sup>114</sup>. Quer isto dizer que, o privilégio é adquirido com o sócio e a ele corresponde. Não há opção de transmissão da ação com o privilégio associado, não sendo compreensível quem defende que soluções intermédias como as ações de lealdade, cujo interesse da sociedade é muito maior do que o interesse do próprio acionista, não sejam englobadas na alteração legislativa<sup>115</sup>.

Ademais, tendo em conta a alteração legislativa que possibilita o voto plural, a verdade é que não assumir ações de lealdade, mas permitir que os acionistas de sociedades cotadas disponham de outros mecanismos, v. g., de acordos parassociais ou estruturas

---

<sup>111</sup> Tanto no ordenamento jurídico francês como no ordenamento jurídico italiano, as *loyalty shares* não são configuradas como uma classe de ações especiais, mas sim como ações ordinárias, ao qual lhes foi concebido um direito de voto duplo aos acionistas que cumpram com os requisitos previamente estabelecidos.

<sup>112</sup> A 24 de junho de 2014, o governo italiano publicou o *Decreto Legge número 91*, mais conhecido como *Decreto Competitività*, cujo objetivo era fomentar a saída à bolsa de empresas de pequena e média dimensão e facilitar, em geral, o acesso aos mercados de capitais. A principal medida foi a introdução do voto privilegiado. Desta maneira, o governo criou um duplo nível. Em relação às sociedades não cotadas, a norma derogou a proibição de emissão de ações com voto plural, que se encontrava vigente no *Codice Civile*, permitindo a criação de ações dotadas de um número superior ao da unidade, até um máximo de três votos por ação. Contrariamente, em relação às sociedades cotadas, manteve-se a proibição de emissão de ações com voto plural, estando apenas aberta a via das ações de lealdade, através de incorporação destas cláusulas nos estatutos da sociedade, até um máximo de dois votos por ação.

<sup>113</sup> Não obstante este duplo sistema, que vemos como proveitoso, a verdade é que a estipulação das ações de lealdade nas sociedades cotadas é uma questão meramente formal. Com efeito, como determina ENRIQUE GANDÍA, “(...) *la posibilidad de someter el voto plural a determinadas condiciones no meramente potestativas permite a las sociedades no cotizadas configurar un privilegio de voto idéntico al que incorporan las loyalty shares*”; Cfr. ENRIQUE GANDÍA PÉREZ, *El nuevo voto privilegiado en Italia, Breve comentario al Régimen Jurídico de las acciones con voto plural y de las loyalty shares introducidas por el Decreto-Legge Núm. 91, op. cit.*, p. 188.

<sup>114</sup> *Ibidem*, p. 179.

<sup>115</sup> Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *Voto Plural na Sociedade Anónima, op. cit.*, p. 489.

piramidais é um verdadeiro engodo, dado que pela sua necessidade de registo, as ações de lealdade são um mecanismo com um nível de transparência muito superior.

Adicionalmente, as ações de lealdade não permitem uma excessiva separação entre os direitos de votos e os direitos económicos, dado que o número de vezes que podem multiplicar-se é normalmente reduzido<sup>116</sup>.

Complementarmente, as ações de lealdade são mais equânimes do que outros mecanismos de afastamento da proporcionalidade dado que, no momento da sua emissão ou criação, oferecem a possibilidade de subscrição por igual a todos os acionistas. Assim, não desrespeitam o preceituado no artigo 321.º do CSC.

Por último, e com a devida vénia, parece-nos que o legislador muito deixou por dizer na redação desta alteração. É certo que consideramos a implementação das ações com voto plural um passo importantíssimo enquanto mecanismo de *corporate governance* capaz de promover e aumentar o envolvimento dos acionistas a longo prazo com a sociedade. No entanto, não podemos deixar de denotar as falhas cruciais de desenvolvimento que o legislador não considerou. Desta forma, sublinhamos com total concordância o entendimento de JOSÉ FERREIRA GOMES, ao ponderar que a revogação da proibição do estabelecimento do voto plural nas sociedades cotadas, introduzida pelo artigo 21.º-D do CVM, deveria ter sido acompanhada do desenvolvimento de questões importantíssimas para o regime, como por exemplo, um possível direito de saída dos sócios que votem contra as deliberações de aumento de capital com emissão de ações de voto plural, a ineficácia do voto plural para determinadas deliberações sociais, cláusulas de defesa para acionistas majoritários ou até mesmo se faz sentido a designação de administradores por acionistas minoritários. Estas são algumas das questões que poderiam ser desenvolvidas, e que não foram. Assim, as ações de lealdade parecem englobar-se na lista de temas que o legislador preferiu ignorar, mas que pela sua natureza, estão perfeitamente incluídas na alteração protagonizada.

Relativamente à segunda pergunta, cumpre compreender a distinção que outrora fizemos de direitos gerais e dos direitos especiais, bem como a natureza jurídica que

---

<sup>116</sup> Tendo por base as legislações que aceitam ações de lealdade. A título exemplificativo, Itália permite atribuir até um máximo de dois votos (artigo 127.º, *quinquies.1* TUF) e Espanha admite apenas um voto a mais por cada ação (Artículo 527.º ter. del Anteproyecto de Ley de 24 de mayo del 2019).

consideramos ser a mais consensual com a estrutura das ações de lealdade. Como dissemos, não vemos as ações de lealdade como um direito especial, não se aplicando o seu regime do CSC. E a verdade é que existem no ordenamento jurídico outras formas de diferenciar as posições jurídicas dos sócios que não a configuração como um direito especial, desde que sejam respeitadas as regras de igual tratamento dos sócios, *i.e.*, que a capacidade de obter determinado privilégio esteja a todos disponíveis. E é exatamente isso que sucede com as ações de lealdade, dado que ao ser consagrada esta oportunidade nos estatutos, todos os acionistas têm acesso, mas que por virtude das suas escolhas, nem todos têm a concretização.

Por isso, a palavra “*direito*” presente no artigo 21.º-D do CVM deve ser encarada como pura semântica, não permitindo retirar qualquer tipo de ilação que a conduza ao regime do direito especial e à aplicação do artigo 24.º do CSC.

## CONCLUSÃO

No início do estudo, começámos por analisar conceitos gerais, nomeadamente, o regime do direito de voto e, *maxime*, o princípio do *one share, one vote*. Aqui, abordamos ao pormenor as interpretações deste princípio, afastando, em primeiro lugar, a ideia de um *voto de capital*, levando-nos a considerar a expressão de *voto proporcional* preferível.

A regra do *one share, one vote* é há muito considerada uma medida de bom governo corporativo, ao assegurar igualdade na participação e no risco. Porém, também foi possível entender a necessidade evolutiva e de alavancagem dos atuais mercados de capitais, que levou ao aparecimento dos mais variados desvios, conhecidos como *control enhancing mechanisms*.

Na segunda parte do presente estudo, logramos esmiuçar a introdução das ações com voto plural, no seu sentido amplo, possibilitada pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, que adicionou o artigo 21.º-D ao CVM. Refletimos, assim, sobre a introdução das ações com voto plural *stricto sensu*, concluindo que as mesmas se categorizam como ações especiais, estando a sua natureza e introdução limitadas pela aplicação do regime dos direitos especiais, presente no artigo 24.º do CSC.

Posteriormente, tivemos oportunidade de desenvolver a segunda modalidade de ações com voto plural, as *ações de lealdade*. Nesta sede, arrematamos que devido à sua característica *intuitu personae*, que restringe a sua livre transmissão, as mesmas não podem ser entendidas como um direito especial. Assim, consideramos que as *ações de lealdade* podem ser introduzidas de diversas maneiras, liberdade essa que deve ser dada aos sócios.

Por último, no terceiro capítulo da presente dissertação, demonstramos a atualidade portuguesa e conseguimos responder à questão a que nos propusemos inicialmente. Atento a que: (i) o legislador quebrou a proporcionalidade instituída no ordenamento jurídico com uma opção muito mais perigosa do ponto de vista do risco, - *as ações com voto plural stricto sensu* - do que as *ações de lealdade*, contrariamente ao que tem vindo a acontecer na maioria das legislações europeias; (ii) as *ações de lealdade* incentivam a um governo societário baseado no longo prazo, combatendo o *short termism*; e, (iii) comparativamente às *ações com voto plural stricto sensu*, as *ações de lealdade*, ao estarem disponíveis para todos os acionistas, respeitam o *princípio do igual tratamento de sócios*, sendo uma opção mais democrática. Só podemos, então, terminar esta

dissertação com uma resposta afirmativa à questão que lhe deu origem: as *ações de lealdade* são admissíveis com a introdução do artigo 21.º-D do CVM, pelo que, atualmente, as duas modalidades de ações com voto plural desenvolvidas nesta sede se encontram *legitimadas* para as sociedades cotadas em Portugal.

## BIBLIOGRAFIA

- ABREU, Jorge Coutinho de, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. 1 (artigos 1.º a 84.º), Almedina, Coimbra, 2010.
- , *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. 2, Almedina, Coimbra, 2010.
- , *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades*, Vol. II, Almedina, Coimbra, 2019, 6.ª ed.
- ADAMS, Renée / FERREIRA, Daniel, *One Share-One Vote: The Empirical Evidence*, in *Review of Finance*, n.º 12, 2008, pp. 51-91.
- ALBUQUERQUE, Pedro / GONÇALVES, Diogo Costa, *O impedimento do exercício do direito de voto como proibição genérica de atuação em conflito*, in *RDS*, Ano III, n.º 3, 2011, pp. 657-712.
- ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, valores mobiliários e mercados*, Almedina, Coimbra, 2013.
- ALVARO, S. / CIAVARELLA, A. / D'ERAMO, D. / LINCiano, N., *La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto múltiplo*, in *Commissione Nazionale Per Le Società e La Borsa*, Quaderni Giuridici n.º 5, janeiro de 2014 disponível em <https://www.consob.it/documents/11973/201676/qg5.pdf/a6a131f4-c307-404f-882d-e3dc1ab86c28> [consultado a 03.04.2023].
- ASCENSÃO, José de Oliveira, *Direito Comercial IV, Sociedades Comerciais*, AAFDL, Lisboa, 2000.
- , *Derivados, Direito dos Valores Mobiliários*, Instituto dos Valores Mobiliários, 2003.
- , *O novíssimo conceito de valor mobiliário*, *Separata de Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, 2006.
- ASPACHS BRACON, Oriol, *Hacia una nueva arquitectura financiera*, in *Documentos de Economía “la Cixa”*, n.º 18, 2010.
- BARROS, Ricardo Jorge Seabra, *As ações de lealdade nas sociedades anónimas*, Tese de mestrado, UC, Coimbra, 2018.

- BECHT, Marco / KAMISARENKA, Yulipa / PAJUSTE, Anete, *Loyalty Shares with Tenure Voting - Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment*.in ECGI, Working Paper n.º 398/2018, 2018.
- BOLTON, Patrick / SAMANA, Frédéric, *L-shares: rewarding long-term investors*, SWF Research Initiative and Amunid – Crédit Agricole Group, Londres, 2012, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2188661#](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2188661#) [consultado a 14.03.2023].
- BURKART, Mike / LEE, Samuel, *One share - one vote: The Theory*, in Review of Finance, Vol. 12, n.º 1, 2008, pp. 1-49.
- CABO, Débora Mestre, *Loyalty Shares - Admissibilidade da figura das Ações de Lealdade nas Sociedades Anónimas*, Tese de Mestrado, UL, Lisboa, 2019.
- CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2011.
- CORDEIRO, António Menezes, *Direito das Sociedades I*, Parte Geral, Almedina, Coimbra, 2011, 3.ª ed..
- , *Da Boa Fé no Direito Civil*, Almedina, Coimbra, 2013, reimp.
- , *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, Coimbra, 2022, 5.ª ed..
- CORREIA, Luís Brito, *Direito Comercial*, Vol. II, AAFDL, Lisboa, 1989.
- CORREIA, Miguel Pupo, *Direito Comercial – Direito da Empresa*, Ediforum, Lisboa, 2011, 12.ª ed..
- CUNHA, Paulo Olavo, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993.
- , *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2010, 6.ª ed..
- , *Os novos direitos especiais: as ações especiais*, in II Congresso de Direito das Sociedades em Revista, 2012, pp. 111-146.
- DALLAS, Lynne L., *Short-termism, the financial crisis and corporate governance*, in Journal of Corporation Law, Vol. 37, 2011, pp. 264-365.
- DELVOIE, Jeron / CLOTTENS, Carl, *Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares*, in Law and Financial Markets Review, Vol. 9, 2015, pp. 19-28.

- DIAS, Cristiano Amadeu Ramos, *Os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas: as “golden shares”*, in RDS, Ano III, n.º 3 Lisboa, 2011, pp. 735-810.
- DOMINGUES, Paulo Tarso, *O regime das entradas no Código das Sociedades Comerciais*, in Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Ano 3, 2006, pp. 673-723.
- , *O aumento do capital social gratuito ou por incorporação de reservas*, in DSR, Vol. I, n.º 1, pp. 215-240.
- , *Variações sobre o capital social*, Almedina, Coimbra, 2009.
- DRAGO, Diogo, *Loyalty shares: um meio de controlo ou o acentuar de conflitos no seio societário?*, in RDCom, n.º 1, 2017, pp. 432-455, disponível em <https://www.revistadedireitocomercial.com/loyalty-shares> [consultado a 11.03.2023].
- DURUIGBO, Emeka, *Tackling Shareholder Short-Termism and Managerial Myopia*, in Kentucky Law Journal, Vol. 100, n.º 3, 2011, pp. 531-584.
- EASTERBROOK, Frank / FISCHER, Daniel, *Voting in corporate law*, in The Journal of Law & Economics, Vol. 26, n.º 2, Chicago, 1983, pp. 395-427.
- , *The economic structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Nova Iorque, 1991.
- EDMANS, Alex / FANG, Vivian W. / HUANG, Allen, *The long-term consequences of Short-Term Incentives*, in Journal of Accounting Research, Vol. 60, n.º 3, 2022, pp. 1007-1046.
- EMBID IRUJO, José Miguel, *Mejora del Voto, Voto Plural y Realidad Societaria*, in Commenda Grupo Investigador en Derecho de Sociedades, disponível em <https://www.commenda.es/rincon-de-commenda/mejora-del-voto-voto-plural-y-realidad-societaria/>. [consultado em 19.02.2023].
- ESTACA, José Nuno Marques, *O interesse da sociedade nas deliberações sociais*, Almedina, Coimbra, 2003.

- FARIA, Nuno Serrão, *Dual-class shares: a governance battle between stock exchanges/The case of the UK*, in RDS, Ano IX, n.º 3/4, 2019, pp. 491-536.
- FERNÁNDEZ TORRES, Isabel, *El voto doble por lealtad*, in Almacén d' Derecho, 2019, disponível em <https://almacenederecho.org/el-voto-doble-por-lealtad>. [consultado em 15.03.2023].
- , *El voto adicional doble por lealtad: una reforma controvertida*, in El Notario, 2021, disponível em <https://www.elnotario.es/opinion/opinion/10760-el-voto-adicional-doble-por-lealtad-una-reforma-controvertida> [consultado em 02.03.2023].
- FESTAS, David Fernandes de Oliveira, *Das Inibições de Voto dos Sócios por Conflitos de Interesses com a Sociedade nas Sociedades Anónimas*, Vol. I, Dissertação de Doutoramento, UL, 2017.
- FRIED, Jesse M. / WANG, Charles C. Y., *Short-Termism and Capital Flows*, in The Review of Corporate Finance Studies, Vol. 8, n.º 1, 2019, pp. 207–233.
- FURTADO, Jorge Pinto, *Curso de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2006, 5.<sup>a</sup> ed..
- GANDÍA PÉREZ, Enrique, *El nuevo voto privilegiado en Italia, Breve comentario al Régimen Jurídico de las acciones con voto plural y de las loyalty shares introducidas por el Decreto-Legge Núm. 91, de 24 de junio*, in Cuaderno de Derecho y Comercio, n.º 65, 2016, pp. 173-203.
- GARCÍA-MORENO, Rodrigo Fernández-Chillón, *Las Loyalty Shares en Las Sociedades Cotizadas Españolas*, Trabajo Final Grado, Universidad Pontificia Comillas, Madrid, 2020.
- GOERGEN, Marc, *International Corporate Governance*, CENGAGE, Londres, 2018.
- GOMES, Ana Luísa / AGUSTINHO, Eduardo Oliveira, *Voto Plural: vantagens e desvantagens do instrumento segundo a doutrina e agentes de mercado e sua configuração no ordenamento jurídico brasileiro pela Lei 14.195 de 2021*, in Revista Jurídica Luso-Brasileira, Ano 8, n.º 1, 2022, pp. 151-183.
- GOMES, Fátima, *Dividendo de Lealdade?*, in II Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Coimbra, 2012.

- GOMES, José Ferreira, *Estudos Dispersos, Direito das Sociedades*, AAFDL, Lisboa, 2021.
- , *Voto Plural nas Sociedades Por Quotas e Anónimas: reflexões da política legislativa*, in RDCom, *Liber Amicorum* a Pedro Pais de Vasconcelos, Lisboa, 2022, disponível em <https://www.revistadedireitocomercial.com/voto-plural-nas-sociedades-por-quotas-e-anonimas> [consultado a 19.03.2023].
- GUERREA-MARTÍNEZ, 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, 2021, pp. 475-515.
- GUTIÉRREZ URTIAGA, María / SAÉZ LACAVE, Maribel, *Las acciones con derecho de voto adicionales por lealdad. Acciones de lealdad desde el análisis económico del derecho*, in ICE: Revista de Economía, n.º 915, Universidad Autónoma de Madrid, Madrid, 2020, p. 99, disponível em <https://repositorio.uam.es/handle/10486/696119> [consultado a 04.04.2023].
- JAEGER, Pier Gusto, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in Giurisprudenzia Commerciale, Vol. 26, n.º 6, pp. 795-812.
- KAPLAN, Steven N. / STRÖMBERG, Per, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, in NBER Working Paper Series, n.º 7660, Cambridge, 2000. disponível em [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w7660/w7660.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7660/w7660.pdf) [consultado a 03.04.2023].
- LARANJEIRO, Carlos, *Lições de integração monetária*, Almedina, Coimbra, 2000.
- LEITÃO, Luís Menezes, *Voto por correspondência e realização telemática de reuniões de órgãos sociais*, in Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, Vol. 24, n.º 1, 2006.
- LEL, Ugur / NETTER, Jeffrey M. / POULSEN, Annette B. / QIN, Zhongling, *Dual-Class Shares and Firm Valuation: Market-Wide Evidence from Regulatory Events*, in ECGI – Finance Working Paper No. 807/2021, 2022.
- LI, Kai / ORTIZ-MOLINA, Hernán / ZHAO, Xinlei Shelly, *Do Voting Rights Affect Institutional Investment Decisions? Evidence from Dual-Class Firms*, in Financial Management, Vol. 37, n.º 4, 2008, pp. 713-745.

- MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance – Um novo paradigma para a sociedade anónima*, Almedina, Coimbra, 2019.
- MARQUES, Elda, *Comentário ao artigo 341.º do CSC*, in ABREU, Jorge Coutinho de (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 601-688.
- MARTINS, Alexandre Soveral, *Anotação ao artigo 302.º*, in ABREU, Coutinho de (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, Vol. 5, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 326-329.
- MATOS, Pedro Verga / COELHO, Miguel, *Short-termism in Euronex Lisbon: An empirical analysis*, in *European Journal of Management Studies*, Vol. 21, n.º 1, pp. 49-75.
- MIO, Chiara / ZARO, Elise Soerger / FASAN, Marco, *Are loyalty shares an effective antidote against short-termism? Empirical evidence from Italy*, in *Business Strategy and the Environment*, Vol. 29, n.º 4, pp. 1785-1796.
- MOREIRA, Tiago Correia, *O sistema da data de registo – contributo para o estudo do conceito de acionista de uma sociedade cotada*, Tese de Mestrado, UL, 2013.
- NUNES, Pedro Fernandes / CUNHA, Rita Carrilho da, *Breves Reflexões acerca dos problemas associados ao empty voting e análise de possíveis soluções*, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 12, Vol. 24, outubro de 2020, Almedina, pp. 79-107.
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2017.
- OLIVEIRA, Fabrício de Souza / GONTIJO, Vinicius José Marques, *O voto plural: problemas em governança corporativa*, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano XIII, Vol. 28, 2022, pp. 31-49.
- 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*, Ano VII, n.º 2, 2015, pp. 435-470.
- PEREIRA, Jorge Brito, *Voting caps e OPA obrigatória*, in CASTRO, Carlos Osório (coord.), *Estudos em honra de João Soares da Silva*, Almedina, Coimbra, 2021.

- , *Voto Plural na Sociedade Anónima*, Almedina, Coimbra, 2022.
- PIMENTEL, Joana F. / ZHAO, Sujiao Emma, *Maturidade de Curto Prazo e Miopia nas Empresas*, disponível em [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re201807\\_p\\_0.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re201807_p_0.pdf) [consultado 23.01.2023].
- POLÓNIA, Rui, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2022.
- QUIMBY, Alexander, *Addressing corporate short-termism through loyalty shares*, in *Florida State University Law Review*, Vol. 40, n.º 2.
- RAMALHO, António Maria Bettencourt da Camara Magalhães, *Ações de Lealdade - Análise da figura e da sua admissibilidade no ordenamento jurídico português*, Tese de Mestrado, UCP, Lisboa, 2018.
- RECALDE CASTELLS, Andres, *Limitación estatutária del derecho de voto en la sociedades de capitales*, in *Estudios de Derecho Mercantil*, Madrid, 1996.
- REGÊNCIO, João, *Do interesse social*, in *RDS*, Ano V, n.º 4, 2013, pp. 801-818.
- REISBERG, Arad, *Deviations from Ownership-Control Proportionality – Private Benefits and the Bigger Picture*, in *Company Law and Economic Protectionism*, Oxford University, 2010.
- RINGE, Wolf-Georg, *Deviations from Ownership-Control Proportionality - Economic Protectionism Revisited*, in *Company Law and Economic Protectionism*, Oxford Legal Studies Research, Paper No. 23, Hamburg, 2010. disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1789089](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1789089) [consultado a 25.03.2023].
- RODRIGUES, Nuno Cunha, *“Golden Share” - As empresas participantes e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário*, Coimbra Editora, Coimbra, 2004.
- RUFFINI, Edoardo, *Il principio maggioritario: profilo storico*, Adelphi, Milão, 1976.
- SAÉZ LACAVE, Isabel, *Análisis Económico De Las Cláusulas Estatutarias De Reconversión De Acciones -Voto Múltiple / Ordinarias- Y Doble Estructura Accionarial*, Cuadernos de la Cátedra Guarrigues, 2015.

- SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos, *Ações de lealdade – A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas*, in RDS, Ano VI, n.º 2, 2014, pp. 445-480.
- STOKES, Miguel, *Admissibilidade de ações com voto plural nas sociedades cotadas – permissão normativa tácita das ações de lealdade*, in RDFMC, Volume 4, n.º 13, Lisboa, 2022, pp. 145-170.
- TELLES, Inocêncio Galvão, *Ações Privilegiadas*, Lisboa, 1995.
- VARGAS VASSEROT, Carlos, *El voto plural ponderado y el principio cooperativo de gestión democrática. Análisis de su paulatino reconocimiento en el derecho positivo español*, in CIRIEC - Revista Jurídica de Economía Social y Cooperativa, n.º 40, 2022, pp. 84-111.
- VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2006, 2.ª ed..
- VAZ, João Cunha, *A OPA e o Controlo Societário – A regra da não frustração*, Almedina, Coimbra, 2013.
- VENTURA, Raúl, *Alterações do Contrato de Sociedade (Comentário ao Código das Sociedades Comerciais)*, Almedina, Coimbra, 1988, 2.ª ed..
- , *Direitos especiais dos sócios*, in Separata Revista O Direito, Ano 121, n.º 1, 1989.
- VIGUERA REVUELTA, Rodrigo, *Algunas sugerencias en relación con el derecho de voto. Especial atención al voto plural en las sociedades capitales y cooperativas*, in CIRIEC – España, Revista jurídica de economía social y cooperativa, n.º 34, 2019, pp. 169-199.