



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**A admissibilidade das ações de lealdade no ordenamento
jurídico português**

João Maria Araújo Ribeiro de Oliveira

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**A admissibilidade das ações de lealdade no ordenamento
jurídico português**

João Maria Araújo Ribeiro de Oliveira

Orientadora: Professora Doutora Daniela Farto Baptista

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023

RESUMO

Nesta dissertação pretendemos indagar a admissibilidade das *ações de lealdade* como forma de premiar e incentivar a fidelidade dos acionistas para com a sociedade à luz do ordenamento jurídico português. Iremos perscrutar se, à luz da realidade das grandes sociedades comerciais portuguesas, esta seria uma solução eficaz para fazer face às estratégias de curto prazo tantas vezes adotadas pelos acionistas e se a recente reforma operada no Código dos Valores Mobiliários pode constituir um passo decisivo no sentido da admissibilidade de ações de lealdade. Iremos ainda explorar as vantagens associadas à possibilidade de as ações de lealdade constituírem um complemento da remuneração dos administradores.

Palavras – chave: Ações de lealdade; *short-termism*; voto de lealdade; dividendo de lealdade; *warrant* de lealdade; categoria especial de ações; *Corporate Governance*;

ABSTRACT

In this dissertation, we aim to investigate whether loyalty shares, aimed at rewarding and encouraging shareholder loyalty towards the Company, are admissible under Portuguese legal framework. We will scrutinize whether, in light of the reality of the large Portuguese limited liability companies by shares (“sociedades anónimas”), this would be an effective solution to address short-term strategies that are so often embraced by shareholders and whether the recent overhaul of the Portuguese Securities Code could be held as a decisive step towards the admissibility of loyalty shares. We will also tap the advantages associated with the possibility of loyalty shares constituting a complement to the remuneration of Directors.

Key-words: *Loyalty Shares; short-termism; loyalty vote; loyalty dividend; loyalty warrant; special category of shares; Corporate Governance;*

ÍNDICE

Resumo	4
<i>Abstract</i>	5
Lista de Siglas e Abreviaturas	7
Introdução	8
1. AS DIFERENTES FORMAS DE PREMIAR A LEALDADE ACIONISTA....	10
1.1 <i>O voto de lealdade</i>	12
1.2 <i>O dividendo de lealdade</i>	15
1.3 <i>Ações de lealdade sob a forma de warrant (as L-Shares)</i>	17
2. VANTAGENS DAS AÇÕES DE LEALDADE	20
3. DESVANTAGENS DAS AÇÕES DE LEALDADE.....	25
4. REGIME JURÍDICO DAS AÇÕES DE LEALDADE: PRINCIPAIS	
QUESTÕES.....	28
4.1 <i>O princípio da igualdade de tratamento dos sócios</i>	28
4.2 <i>A sua transmissibilidade</i>	30
4.3 <i>O dever de lançamento de OPA</i>	32
4.4 <i>Ações de lealdade como categoria especial de ações</i>	34
5. AÇÕES DE LEALDADE COMO COMPLEMENTO DA REMUNERAÇÃO	
DOS ADMINISTRADORES	38
6. CONCLUSÃO.....	42
Bibliografia.....	45

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AEM	Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercados
Al.	Alínea
Art.	Artigo
Cfr.	Conforme
<i>Cit. por.</i>	Citado por
Consult.	Consultado
CRP	Constituição da República Portuguesa
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DL	Decreto-Lei
EUA	Estados Unidos da América
IPCG	Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
IRS	Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Singulares
<i>i.e.</i>	<i>Id est</i>
n.º	Número
OPA	Oferta Pública de Aquisição
p.	Página
e.g.	Por exemplo
RGICSF	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
TFUE	Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia
TUF	<i>Testo Unico della Finanza</i>
UE	União Europeia

INTRODUÇÃO

A presente dissertação pretende indagar a possibilidade de serem conferidas aos acionistas de uma sociedade anónima *ações de lealdade com o objetivo de premiar a manutenção na sua esfera das respetivas ações durante um determinado período de tempo previamente definido*¹. A *ratio* subjacente a este tipo de ação passa por combater o investimento a curto prazo (abreviadamente designado pelo termo inglês *short-termism*), isto é, o investimento com o mero intuito de valorização das ações tendo em vista a sua alienação no mais curto prazo possível.

Numa primeira parte da nossa exposição iremos expor as principais formas de premiar a lealdade acionista, que vão desde a atribuição de um direito de voto plural, de um dividendo acrescido até às “*L-shares*” (isto é, a atribuição de ações de lealdade sob a forma de *warrant*). Far-se-á ainda uma breve referência à recente reforma do CVM, aprovada pela lei n.º 99–A/2021, de 31 de dezembro, que se revelou decisiva para a nossa opção pelo tema que tratamos, e por força da qual se veio admitir a emissão, por sociedades cotadas², de ações que confirmam direito ao voto plural, contrariamente ao disposto no regime geral do n.º 5 do art. 384.º do CSC, que consagra um princípio de inadmissibilidade de emissão, pela via estatutária, de categorias de ações que atribuam voto plural. Assim, iremos procurar analisar se a permissão normativa concedida pode ser considerada como o passo decisivo para a emissão de ações de lealdade que confirmam direito de voto plural no ordenamento jurídico português.

Num segundo momento, iremos expor alguns benefícios e inconvenientes que podem advir da consagração de ações de lealdade, bem como alguns dos constrangimentos que, de um ponto de vista jussocietário, poderão ser suscitados. Em particular, iremos destringir de que forma é que as ações de lealdade se coadunam com o princípio da igualdade de tratamento dos sócios, abordaremos de que forma é que as ações de lealdade podem ser enquadradas à luz do regime de direitos especiais consagrado no

¹ JOÃO NUNO PINTO VIEIRA dos SANTOS descreve ações de lealdade como *um tipo de ações que atribuem benefícios especiais em matéria de lucros ou de direitos de voto em favor daqueles acionistas que investem numa perspetiva de longo prazo* (SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos (2014) – *Ações de lealdade – A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo*. In Revista de Direito das Sociedades VI, 2, p. 477).

² Por comodidade de exposição, referir-nos-emos às sociedades emittentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral simplesmente como “sociedades cotadas”.

art. 24.º do CSC, assim como os problemas que podem resultar do seu enquadramento nesta categoria de direitos, sobretudo no que se refere à sua transmissibilidade. Iremos ainda aferir se o aumento do poder de voto de que um acionista beneficie em resultado da atribuição de ações de lealdade justifica a introdução de um desvio à regra da obrigatoriedade de lançamento de OPA consagrada no art. 187.º do CVM.

Por último, iremos abordar, numa perspetiva de *Corporate Governance*, as vantagens associadas à possibilidade de as ações de lealdade constituírem um complemento da remuneração dos administradores.

Iremos perscrutar todas estas questões, fazendo possíveis sugestões de acordo com o nosso entendimento. Também não nos olvidaremos de fazer referências às soluções adotadas em outros ordenamentos nos quais as ações de lealdade tenham já sido objeto de consagração legal.

1. AS DIFERENTES FORMAS DE PREMIAR A LEALDADE ACIONISTA

A presente exposição terá como principal enfoque *ações* que, quando detidas de forma ininterrupta pelo mesmo titular por determinado *período temporal* (o período de lealdade), passam a conferir um *direito de voto acrescido* de acordo com previsão estatutária. Uma vez que o principal objetivo associado à emissão deste tipo de ações é o de promover um alinhamento de interesses de acionistas e sociedade, sentimos que não podíamos deixar de assinalar que existem outras formas de premiar a lealdade acionista³, ainda que a atribuição de voto plural seja a forma de premiar a lealdade que, numa perspetiva de *Governance*, maiores desafios coloca. Assim, e olhando a experiências de premiação da lealdade adotadas em outros ordenamentos, ir-se-á expor de forma sucinta o voto de lealdade, o dividendo de lealdade, bem como os “*warrants* de lealdade”⁴.

A presente exposição, incidirá de modo exclusivo sobre o tipo sociedade anónima, o que irá constituir em si um desafio, já que, como é sabido, este tipo societário pode ser reconduzido ao tipo doutrinário das sociedades de capitais, o qual se caracteriza pela circunstância de o capital aparecer como elemento fundamental da conformação jurídica das relações sociais internas (não só no que diz respeito às relações dos sócios entre si, mas também às relações entre estes e a sociedade) e externas da sociedade (já que o capital social é a principal garantia dos credores sociais)⁵. Assim, está-se perante um tipo societário em que a figura do sócio se “apaga”, contrariamente ao que sucede no tipo

³ Conforme refere FÁTIMA GOMES, “embora o exemplo dos votos duplos não corresponda ao dividendo de lealdade, o princípio que lhe subjaz é o mesmo e, nessa medida, tem servido de base à argumentação da doutrina no sentido da admissibilidade do dividendo de lealdade, em condições semelhantes à do voto de lealdade (GOMES, Fátima (2012) – *Dividendo de lealdade?* In *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Lisboa, Edições Almedina, p. 404).

⁴ A premiação da lealdade acionista poderá ainda ter lugar através de um desagravamento da carga fiscal na tributação de determinados rendimentos de capitais à medida que o período de lealdade for aumentando. A este propósito, P. ALEXANDER QUIMBY refere que os incentivos fiscais deveriam ser atribuídos àqueles que investem em fundos de investimento, em vez de aos próprios fundos, já que a sua própria sustentabilidade depende da sua capacidade para atrair investidores e porque estes fundos de investimentos são muitas vezes usados pelos investidores com objetivos de planeamento fiscal (QUIMBY, P. Alexander (2013) – *Addressing Corporate short-termism through loyalty shares*. Florida State University Law Review, vol. 40, n.º 2, p. 409).

⁵ ANTUNES, Engrácia (2023) - *Direito das Sociedades*, 11.ª ed., Porto, Edição de Autor, p. 156.

sociedades por quotas⁶, onde é possível encontrar a tendência de a *lealdade* procurar ser especialmente compensada⁷.

Ora, as *ações de lealdade* surgem com o objetivo de atribuir relevo à pessoa do sócio que se mantenha na titularidade das ações durante um determinado período temporal, o que leva a que haja quem refira que parece haver uma incompatibilidade entre o caráter *intuitu personae* das ações de lealdade e o regime das categorias de ações previsto pelo art. 24.º, n.º 4 do CSC⁸. A este propósito, convém não esquecer que a distinção entre “sociedades de capitais” e “sociedades de pessoas” assume caráter doutrinário, sendo que é possível a introdução de elementos de cunho “personalista” nas sociedades anónimas, tais como a admissibilidade de restrições à transmissão de ações ou a possibilidade de serem introduzidas cláusulas de *Key Man*⁹ em acordos parassociais, o que consubstancia uma aproximação ao modelo das sociedades por quotas¹⁰.

De resto, cumpre ainda assinalar que existem diversos institutos consagrados pelo legislador jussocietário nos quais é visível uma intenção de incentivar a manutenção, pelos acionistas, das respetivas ações por um período temporal mais alargado, tais como a possibilidade de estes celebrarem acordos parassociais de conteúdo muito amplo (nos quais se pode, a título de exemplo, incluir disposições que restrinjam a possibilidade de transmissão de ações ou onde seja atribuído um tratamento preferencial aos acionistas de longo prazo no caso de alienação de parte do capital ou de fusão), ou a proteção que, em certas circunstâncias, é conferida aos acionistas minoritários com o objetivo de incentivar a manutenção das ações por um período temporal alargado¹¹.

⁶ As sociedades por quotas não podem ser simplesmente reconduzidas ao tipo sociedades de pessoas já que o seu regime jurídico apresenta uma “apreciável flexibilidade” (*Idem*, p. 154).

⁷ DRAGO, Diogo (2017) – *Loyalty shares: um meio de controlo ou o acentuar de conflitos no seio societário?* In Revista de Direito Comercial, p. 437.

⁸ SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos (2014) – Ob. Cit., p. 462.

⁹ Cláusulas de *Key Man* são cláusulas pelas quais se prevê que a dedicação e a participação empenhada do sócio seu parceiro na gestão da sociedade são consideradas essenciais para a celebração do acordo de investimento (SEQUEIRA, Manuel (2018) – *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*. In Revista de Direito das Sociedades, X, 4, p. 789).

¹⁰ BAPTISTA, Daniela (2012) – *Direito de Exclusão: Fundamento e Admissibilidade nas Sociedades Anónimas – Estudos em Memória do Professor Paulo M. Sendin*. Revista Direito e Justiça, Volume Especial, UCP, p. 417.

¹¹ Constituem exemplos desta proteção as regras especiais de eleição de administradores previstas no art. 392.º do CSC, ou a possibilidade de os acionistas que detenham ações correspondentes a, pelo menos, 5% do capital social requererem a convocação da assembleia geral ou a inclusão de assuntos na ordem do dia, nos termos dos arts. 375.º, n.º 2 e 378.º, n.º 1 do CSC.

1.1 O voto de lealdade

O direito de voto é uma das formas de participar nas deliberações de sócios a que se faz referência na al. b) do art. 21.º do CSC e consiste no *direito do sócio participar na tomada de deliberações sociais da assembleia geral da sociedade, através da emissão de votos*¹².

Como é sabido, vigora quanto às sociedades anónimas não cotadas uma proibição de voto plural (art. 384.º, n.º 5 do CSC)¹³, o que constitui um obstáculo à emissão de ações de lealdade que atribuam direito ao voto plural. Esta é uma proibição que se poderá considerar algo ultrapassada, sobretudo se se tiver em conta que o princípio do *one-share, one-vote* não é absoluto¹⁴, mas também se se tiver em conta que a justificação para a inadmissibilidade de ser atribuído direito de voto plural naquele tipo societário se prenderá mais com razões dogmáticas e de influência de sistemas como o alemão do que com reação a abusos emergentes da prática societária¹⁵. Assim, concordamos com MADALENA PERESTRELO de OLIVEIRA quando esta refere que, face à admissibilidade de determinadas formas de alterar a proporção entre propriedade e controlo (tais como as ações preferenciais sem direito de voto, as *poison pills*, os *golden parachutes* ou as *staggered boards*), aquela proibição será obsoleta¹⁶.

A recente reforma do CVM, introduzida pela lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, veio tornar admissível a emissão de ações com voto plural por sociedades emitentes de ações que se encontrem admitidas a negociação em mercado regulamentado¹⁷ ou em sistema de negociação multilateral¹⁸. O principal propósito subjacente à reforma do CVM

¹² ANTUNES, Engrácia (2023) – Ob. Cit., p. 416.

¹³ No sentido de que os acionistas podem dispor que cada ação atribui mais do que um voto, *vide* PEREIRA, Jorge Brito (2022) – O Voto Plural na Sociedade Anónima, Coimbra, Edições Almedina, p. 400 – 402.

¹⁴ Já que é o próprio legislador quem admite a possibilidade de existirem *voting caps*, nos termos da al. a) do n.º 2 do art. 384.º do CSC.

¹⁵ PEREIRA, Jorge Brito (2022) – Ob. Cit., p. 365.

¹⁶ OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de (2015) – *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*. In Revista de Direito das Sociedades, VII, 2, p. 448.

¹⁷ Nos termos do art. 199.º, n.º 1 do CVM, “são mercados regulamentados os sistemas que, tendo sido autorizados como tal por qualquer Estado membro da União Europeia, são multilaterais e funcionam regularmente a fim de possibilitar o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos”.

¹⁸ Nos termos do art. 200.º, n.º1 do CVM, “são sistemas de negociação multilateral os sistemas que têm essa qualidade e possibilitam o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros no sistema e de acordo com regras não discricionárias com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos, bem como os sistemas internos de encontro de ordens previstos na legislação da União Europeia”.

foi o da revitalização do nosso mercado de capitais¹⁹ através da simplificação e flexibilização de soluções cuja injuntividade não encontre hoje uma justificação clara, numa ponderação de custo-benefício²⁰. Uma das medidas de flexibilização adotadas, com enorme relevo para o tema que nos ocupa, foi a revogação da proibição de emissão de ações com direito de voto plural para as sociedades cotadas através do aditamento do art. 21.º-D do CVM. Apesar de esta alteração ter abrangido apenas as sociedades cotadas, a verdade é que é sobretudo ao nível das sociedades não cotadas, as quais representam a vasta maioria do tecido empresarial português, que se fazem sentir as preocupações no que concerne à sustentabilidade empresarial de longo prazo²¹.

Conforme resulta do n.º 2 do art. 21.º-D do CVM, é também possível que uma sociedade que não preencha aqueles requisitos aprove a criação de ações com voto plural, desde que condicione a emissão ou a conversão em ações com direito de voto plural à admissão à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral das respetivas ações. Já nos termos do n.º 3 do art. 21.º-D do CVM, a emissão de ações com direito ao voto plural, assim como a conversão de ações ordinárias em ações daquele tipo deve obedecer aos quóruns constitutivo e deliberativo previstos, respetivamente, nos n.ºs 2 e 3 do art. 383.º²² e nos n.ºs 3 e 4 do art. 386.º do CSC²³.

Quando esteja em causa a conversão em ações com direito especial ao voto plural, o n.º 4 do art. 21.º-D do CVM impõe que seja observado, com as necessárias adaptações, o disposto no art. 344.º do CSC quanto à conversão de ações ordinárias em ações

¹⁹ GOMES, José Ferreira (2022) – *Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa*. In Revista de Direito Comercial, p. 339.

²⁰ *Idem*, p. 286, 287 e 339.

²¹ A este propósito, veja-se o disposto na p. 4 do *Green Paper* da Comissão Europeia em matéria de Governo das sociedades (*Green Paper – The EU corporate governance framework*, European Commission, Bruxelas, 2011, COM 2011-164; 05.04.2011) que dispõe que “(...) *Corporate governance guidelines for unlisted companies may need to be encouraged: proper and efficient governance is valuable also for unlisted companies, especially taking into account the economic importance of certain very large unlisted companies*”.

²² O n.º 2 do art. 383.º do CSC determina que “*para que a assembleia geral possa deliberar, em primeira convocação, sobre a alteração do contrato de sociedade, fusão, cisão, transformação, dissolução da sociedade ou outros assuntos para os quais a lei exija maioria qualificada, sem a especificar, devem estar presentes ou representados acionistas que detenham, pelo menos, ações correspondentes a um terço do capital social.*”; já o n.º 3 do mesmo art. prescreve que “*em segunda convocação, a assembleia pode deliberar, seja qual for o número de acionistas presentes e o capital por eles representado*”.

²³ O n.º 3 do art. 386.º do CSC determina que “*a deliberação de algum dos assuntos referidos no n.º 2 do artigo 383.º deve ser aprovada por dois terços dos votos emitidos, quer a assembleia reúna em primeira quer em segunda convocação.*”; já o n.º 4 do mesmo art. estabelece que “*se, na assembleia reunida em segunda convocação, estiverem presentes ou representados acionistas detentores de, pelo menos, metade do capital social, a deliberação sobre algum dos assuntos referidos no n.º 2 do artigo 383.º pode ser tomada pela maioria dos votos emitidos*”.

preferenciais sem direito de voto²⁴. É ainda possível suscitar a questão de se saber se, ao remeter para o art. 344.º do CSC, o legislador pretende que se aplique também o disposto no n.º 1 do art. 341.º do CSC²⁵ que limita a emissão em face do capital social²⁶. Ainda que, à primeira vista, esta solução possa parecer algo paradoxal, já que se manda aplicar a uma categoria de ações caracterizada pela atribuição de um poder de voto reforçado relativamente ao investimento que foi feito na sociedade, o regime previsto para uma categoria de ações caracterizada pelo oposto²⁷, a verdade é que a limitação imposta pelo n.º 1 do art. 341.º do CSC se justifica face à necessidade de evitar que se passe a verificar uma separação demasiado acentuada entre “propriedade” e “controlo”.

A opção envergada pelo legislador no sentido de fazer depender a conversão de ações ordinárias em ações especiais com direito de voto plural de requerimento dos acionistas interessados²⁸ é uma opção que se justifica não só porque se pode dar o caso de o acionista não pretender aceder a uma posição majorada²⁹, mas também porque o modelo oposto, de conversão *ope legis*, poderia facilmente fazer incidir sobre o mesmo o encargo indesejado da obrigatoriedade de lançamento de uma OPA sobre a totalidade das ações e valores mobiliários emitidos pela sociedade em causa³⁰, sendo esta realidade ainda mais patente no mercado de capitais português, onde o capital acionista é tipicamente pouco disperso. Em todo o caso, a forma como o “voto de lealdade” se coaduna com a obrigatoriedade de lançamento de OPA é tema que iremos abordar com maior detalhe na nossa exposição.

²⁴ O art. 344.º estabelece, no seu n.º 1, que “as ações ordinárias podem ser convertidas em ações preferenciais sem direito de voto, mediante deliberação da assembleia geral, observando-se o disposto no artigo 24.º, no n.º 1 do artigo 341.º e no artigo 389.º, devendo tal deliberação ser publicada.”; já o seu n.º 2 prescreve que “a conversão prevista no n.º 1 faz-se a requerimento dos acionistas interessados, no período fixado pela deliberação, não inferior a 90 dias a contar da publicação desta, respeitando-se na sua execução o princípio da igualdade de tratamento.”

²⁵ Nos termos do n.º 1 do art. 341.º do CSC, “o contrato de sociedade pode autorizar a emissão de ações preferenciais sem direito de voto até ao montante representativo de metade do capital social”.

²⁶ Respondendo negativamente, vide PEREIRA, Jorge Brito (2022) – Ob. Cit., n.º 876, p. 502.

²⁷ STOKES, Miguel (2022) – *Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas – Permissão Normativa Tácita das Ações de Lealdade?* In Revista de Direito Financeiro e dos mercados de capitais, Vol. 4; n.º 13, p. 156.

²⁸ Por aplicação do disposto no n.º 2 do art. 344º do CSC, por força da remissão operada no n.º 4 do art. 21.º-D do CVM. Em França, contrariamente a este sistema de *opt-in*, vigora um sistema de *opt-out*, já que, nos termos do art. L.225.123 do Código Comercial Francês, o voto duplo passou a ser obrigatório para todas as ações admitidas a negociação em mercado regulamentado, sendo que as sociedades cotadas poderão alterar os respetivos estatutos de modo a afastar o voto duplo.

²⁹ PEREIRA, Jorge Brito (2022) – Ob. Cit., p. 501.

³⁰ Sempre que, por força da atribuição de poder de voto acrescido, o acionista em causa ultrapassasse os limiares previstos no n.º 1 do art. 187.º do CVM, isto é, sempre que passasse a ser detentor de um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social.

À norma do n.º 5 do art. 21.º-D do CVM³¹ estará subjacente a ideia de que os acionistas titulares de ações que conferem direito de voto plural se encontram quase que numa situação de conflito de interesses na deliberação que tenha por objeto a exclusão de negociação, já que a mesma acarreta a extinção do direito de voto plural. Esta é uma solução que, de certa forma, encontra paralelo no estabelecido no disposto no n.º 1 do art. 104.º do CSC a propósito das deliberações de aprovação do projeto de fusão, onde se pretendeu evitar a existência de fusões “forçadas” em cenários de domínio intersocietário preexistente, em prejuízo dos respetivos sócios minoritários³².

Esta alteração legislativa poderá ter vindo abrir caminho à atribuição, pelas sociedades cotadas, de um direito de voto acrescido aos acionistas como recompensa pela sua lealdade já que a proibição de emissão de ações com voto plural vem sendo identificado por vários autores como constituindo o principal obstáculo à atribuição de um voto pela lealdade³³.

1.2 O dividendo de lealdade

O direito ao lucro vem referido no art. 21.º, n.º 1, al.a) do CSC e consiste *no direito do sócio quinhoar ou compartilhar nos lucros produzidos pela sociedade*³⁴. Trata-se de um direito abstrato que traduz uma expectativa, que se concretizará: (a) com a apresentação das contas, das quais resulte um lucro distribuível; (b) com a aprovação dessas contas; (c) com a aprovação de uma proposta de distribuição de resultados³⁵.

Conforme resulta do disposto no n.º 1 do art. 22.º e no art. 302.º do CSC, é possível que uma sociedade venha a reconhecer a atribuição de um *dividendo pela lealdade* pela via estatutária. A cláusula estatutária deverá especificar claramente os termos em que se vão repartir os direitos aos lucros, indicando requisitos objetivos que ponderem a duração

³¹ “Sem prejuízo de outras matérias previstas nos estatutos da sociedade, o voto plural não pode ser exercido nas deliberações relativas a exclusão voluntária de negociação, nos termos do artigo 251.º-F, aplicando-se a regra estatutária do direito de voto inerente às ações ordinárias” (art. 21.º-D, n.º 5 CVM).

³² ANTUNES, Engrácia (2023) – Ob. Cit., n.º 1037, p. 460.

³³ SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos (2014) - Ob. Cit., p. 478.

³⁴ ANTUNES, José Engrácia (2023) – Ob. Cit., p. 410.

³⁵ CORDEIRO, António Menezes (dir.) (2020) – *Código das Sociedades Comerciais Anotado – Regime Jurídico dos Procedimentos Administrativos de Dissolução e de Liquidação de Entidades Comerciais (DLA)*. 3.ª ed., Coimbra, Edições Almedina, p. 180.

da qualidade de acionista, por se tratar de um facto suficientemente passível de verificação, ao alcance de todos os acionistas³⁶.

Parece-nos indispensável que a cláusula estatutária fixe uma majoração máxima, conforme previsto no ordenamento italiano³⁷ (a qual poderia ser estabelecida sob a forma de percentagem dos lucros distribuíveis³⁸), já que não poderá ser atribuída preferência a certas ações de tal maneira elevada que determine a exclusão do direito ao lucro de outras ações por força do disposto no n.º 3 do art. 22.º do CSC³⁹.

É ainda necessário que estas ações respeitem os demais limites imperativos decorrentes da lei, isto é, não será possível a criação de ações com dividendo fixo cumulativo, sem participação na partilha dos lucros remanescentes, porque esse privilégio equivale a um juro intercalar, cuja estipulação é proibida pelo n.º 2 do art. 21.º do CSC⁴⁰.

PAULO OLAVO CUNHA⁴¹ exemplifica algumas modalidades de ações com preferência sobre os lucros: “a) *ações com dividendo preferencial de determinado montante (em regra, uma percentagem do respectivo valor nominal), podendo participar ou não, juntamente com as ações ordinárias, na repartição dos restantes lucros, se existirem*; b) *ações com um dividendo mais elevado (dobro, triplo, por exemplo) do que o atribuído às ações ordinárias*; e c) *ações com direito, no seu conjunto, a partilharem uma parte (metade, um terço, por exemplo) dos lucros de cada exercício*”.

No que se refere ao ordenamento italiano, o art. 127-*quater* do TUF⁴², sob a epígrafe *Maggiorazione del dividendo*, permite que os estatutos prevejam a possibilidade

³⁶ SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos (2014) – Ob. Cit., p. 468.

³⁷ Nos termos do §1 do art. 127 – *quater* do TUF, a participação acrescida nos dividendos não poderá exceder 10% face aos sócios que não reúnam os requisitos impostos.

³⁸ O lucro distribuível consiste no lucro apurado subtraído das quantias afetas à cobertura de perdas sociais transitadas ou à integração de reservas obrigatórias (ANTUNES, José Engrácia (2023) - Ob. Cit., p. 397).

³⁹ CUNHA, Paulo Olavo (1993) – *Os Direitos Especiais Nas Sociedades Anónimas: As ações privilegiadas*, Coimbra, Edições Almedina, p. 156.

⁴⁰ *Idem*, p. 156.

⁴¹ *Idem*, p. 157.

⁴² Decreto legislativo 24 de febbraio 1998, n.º 58 (disponível em [Testo Unico della Finanza - TUF \(altalex.com\)](https://www.altalex.com)).

de ser atribuído um dividendo acrescido, com o limite máximo de 10% do dividendo distribuído às demais ações⁴³.

O facto de esta forma de premiação de lealdade assumir a forma de retribuição financeira vai ao encontro daquela que é a principal expectativa subjacente à criação de qualquer sociedade comercial, o direito ao lucro⁴⁴, pelo que se estará perante uma forma de premiação de lealdade bastante apelativa. No entanto, não podemos deixar de apontar que a mesma não cria um incentivo à participação pelos acionistas na vida da sociedade⁴⁵.

1.3 *Ações de lealdade sob a forma de warrant (as L-Shares)*

Uma outra forma de premiar a lealdade dos acionistas passa pela atribuição de um *call warrant* aos acionistas que conservem as respetivas ações durante um determinado período temporal (as chamadas *L-shares*), ficando aqueles investidos na titularidade de um direito potestativo à aquisição de um certo número de ações. Qualificado pela al. e) do n.º 1 do art. 1.º do CVM como valor mobiliário⁴⁶, um *warrant autónomo* é um valor mobiliário representativo de direitos potestativos de subscrição, aquisição ou alienação de um determinado ativo subjacente, exercitável mediante liquidação física e ou financeira⁴⁷.

Servindo-nos do exemplo apresentado por PATRICK BOLTON e FRÉDÉRIC SAMAMA, num momento inicial, os acionistas são informados de que, caso conservem a titularidade sobre as respetivas ações durante um período temporal de três anos, estes terão direito a um “*loyalty warrant*”. Perfeito o período de três anos, os acionistas, agora detentores de um *warrant*, têm um período adicional de três anos para optar pela aquisição ou subscrição das ações⁴⁸. A alienação da “*L-Share*” antes de findo o período de lealdade acarreta a perda do direito ao *warrant*.

⁴³ Art. 127-*quater*, §1 do TUF.

⁴⁴ CUNHA, Paulo Olavo (2019) – *Direito das Sociedades Comerciais*. 7.ª ed. Coimbra, Edições Almedina, p. 354 e 355.

⁴⁵ LUCA, Nicola de (2010) – *Higher Dividends (for Minorities) or Equal Treatment (of all Holders): What do Financial Markets like more?*, p. 3.

⁴⁶ Sendo também um instrumento financeiro, nos termos do disposto na al. a) do n.º 1 e no n.º 2 do art. 1.º do CVM. Os *warrants autónomos* são ainda regulados no DL n.º 172/99, de 20 de maio, e no Regulamento CMVM n.º 5/2004, de 27 de maio.

⁴⁷ ANTUNES, José Engrácia (2020) – *Os Instrumentos Financeiros*. 4ª ed., Coimbra, Edições Almedina, p. 159.

⁴⁸ BOLTON, P. SAMAMA F., “*Loyalty Shares: How to reward long-term Investors*” in *Long-term investing: an optimal strategy in short-term oriented markets*, 3/12/2012., p. 2 e 3.

Ainda assim, cumpre-nos salientar que, ao constituírem um incentivo à detenção das ações por um período temporal mais alargado, os *warrants* de lealdade acabam por impactar a liquidez, pelo que a recompensa conferida pelo *warrant* de lealdade apenas se justifica se o valor das ações da sociedade aumentar⁴⁹.

A concessão destes *warrants* permitirá ultrapassar a (eventual) necessidade de criação de uma categoria de ações, dependo a sua subscrição da vontade de cada acionista. O preço de exercício (*strike price*) do *warrant*, que terá naturalmente de ser recompensador face ao valor de mercados das ações, pode ser calculado de três formas distintas: o preço de mercado no momento da concessão da *L-share* (*at-the-money*), valor inferior que resulte da comparação entre o preço no momento da concessão da *L-Share* e o preço mínimo atingido no mercado durante o período de lealdade ou a média do valor de mercado durante o período de lealdade⁵⁰.

A emissão destes *warrants de lealdade* apresenta-se ainda como uma forma viável de manter os acionistas motivados face a um eventual corte na distribuição de dividendos, conforme é visível pelo caso da *Michelin*, empresa esta que, face à situação económica difícil que atravessava no ano de 1991, se viu obrigada a proceder a um corte na distribuição de dividendos, tendo, ao invés, procedido à atribuição de *warrants* aos respetivos acionistas, o que lhes permitiu a obtenção de um ganho⁵¹.

Em todo o caso, é necessário que, aquando do vencimento dos *warrants*, a sociedade seja titular de um número suficiente de ações suficientes para fazer face ao exercício do respetivo direito por todos os acionistas que assim o desejem. Ainda, sendo o direito conferido pelos *warrants* um direito de subscrição de valores mobiliários, cabe à sociedade proceder à emissão de novas ações no final de cada período de lealdade, bem como ao correspondente aumento de capital, ou à diluição do capital resultante da emissão de novas ações sem que haja lugar a um aumento de capital.

Por último, cumpre assinalar que a emissão de *warrants* de lealdade não implica a limitação ou supressão do direito de preferência de que são titulares os acionistas no caso

⁴⁹ *Idem*, p. 7.

⁵⁰ OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de (2015) – Ob. Cit., p. 463.

⁵¹ BOLTON, P. SAMAMA F. - Ob. Cit., p. 4.

de emissão de *warrants* sobre ações próprias (arts. 367.º e 458.º do CSC, *ex vi* do n.º 2 do art. 11.º do DL 172/99, de 20 de maio), já que os mesmos são atribuídos aos acionistas, na proporção da sua participação no capital social, *em condições equivalentes*. Assim, a admissibilidade da emissão de *warrants* de lealdade depende apenas do entendimento que se tenha sobre a licitude da estipulação de uma condição de exercício do *warrant* que o associe à manutenção das ações, a qual se deverá ter por admissível⁵².

⁵² PEREIRA, Jorge Brito (2022) – Ob. Cit. – p. 540.

2. VANTAGENS DAS AÇÕES DE LEALDADE

Uma vez que, conforme exemplarmente refere JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES⁵³,

nas últimas décadas, o governo e a gestão societários foram marcados por uma gradual substituição de orientações estratégicas de longo prazo por objetivos de curto prazo primacialmente associados à rápida obtenção e distribuição de lucros, o que contribuiu para um enfoque progressivamente imediatista e míope da administração societária, cujas consequências negativas ficaram ainda mais à vista com o advento da crise financeira de 2008,

tornou-se fundamental “alterar a orientação dos acionistas, para que estes pensem no que vai acontecer às ações dentro de três anos, em vez de no dia de amanhã ou no dia a seguir”⁵⁴.

Confrontados com situações de crise de governação, os acionistas optam frequentemente pela alienação das respetivas ações (*exit*) em detrimento da manutenção da participação social e da resolução da crise através do exercício dos respetivos direitos sociais (*voice*)^{55/56}. Uma vez que a opção pelo *voice* poderá beneficiar a sociedade a longo prazo⁵⁷ (a título de exemplo, pode conduzir a um maior investimento em investigação e desenvolvimento⁵⁸), parece-nos fundamental a criação de incentivos que motivem os acionistas a não optar, sem mais, pela alienação das respetivas ações.

Neste sentido, os benefícios que estão associados às ações de lealdade poderão constituir uma forma eficaz de motivar os acionistas a optar pelo *voice*, assim se criando eventualmente a perceção de que o sucesso da sociedade a longo prazo poderá ser alcançado através de uma maior proatividade no que concerne ao exercício de direitos

⁵³ ENGRÁCIA, José Antunes (2012) - *Novos rumos do direito societário europeu – o “Report of Reflection Group on the Future of EU Company Law”*. In II Congresso de Direito das Sociedades em Revista, Lisboa, Edições Almedina, p. 350 e 351.

⁵⁴ Tradução nossa. BOLTON, P. Samama F. – Ob. Cit, p. 3.

⁵⁵ OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de (2015) – Ob. Cit. p. 436.

⁵⁶ A este propósito, veja-se como o tempo médio de detenção de ações na Bolsa de Nova Iorque passou, entre 1975 e 2005, de 5 anos para um (Quimby, P. Alexander (2013) – Ob. Cit., p. 395).

⁵⁷ SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos (2014) – Ob. Cit., p. 471.

⁵⁸ A este propósito, veja-se o Considerando n.º 15 da Diretiva 2017/828/UE, de 17/05/2017 (disponível em [EUR-Lex - 32017L0828 - EN - EUR-Lex \(europa.eu\)](https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2017/828/oj)).

sociais^{59/60}. Assim, as *loyalty shares* reconhecem precisamente o contexto dinâmico em que são transmitidas as ações de uma sociedade anónima, procurando resgatar uma lealdade que tende doutro modo a ser preterida”⁶¹.

Por outro lado, cabe-nos também salientar que a recente subida das taxas de juro veio dificultar a muitas empresas o acesso ao financiamento através de capital alheio, e assim, também o recurso a técnicas de alavancagem⁶², pelo que cada vez mais se faz sentir a necessidade de apostar em formas alternativas de financiamento, como o financiamento junto do mercado de capitais. Uma vez que os ordenamentos jurídicos se procuram ajustar a situações de crise⁶³, consideramos que a atribuição de voto plural como forma de premiação da lealdade acionista, pode constituir um “porto de abrigo” para os acionistas de longa duração que não se mostrem dispostos a abdicar do controlo societário^{64/65}.

Também ao nível da UE⁶⁶ se fazem sentir as preocupações em torno da temática do *short termism*: por um lado, o *Green Paper* da Comissão refere-se à necessidade de se

⁵⁹ O distanciamento dos acionistas relativamente ao exercício das funções de administração foi a principal razão que levou aos problemas de agência que estão na origem dos movimentos de *Corporate Governance* (RIBEIRO, Maria Fátima (2014) – *Os Modelos de Remuneração dos Membros dos Órgãos de Administração das Sociedades Comerciais e as Comissões de Remuneração*. In AA VV. – Para Jorge Leite – Escritos Jurídicos, Coimbra, Coimbra Editora, p. 680).

⁶⁰ No código de Governo das Sociedades que foi adotado em 2018 (e revisto em 2023) pelo IPCG (disponível em cgs-revisao-de-2023-ebook.pdf (cgov.pt)) refere-se que “O adequado envolvimento dos acionistas no governo das sociedades constitui um fator positivo de funcionamento eficiente da sociedade e realização do fim social”.

⁶¹ DRAGO, Diogo (2017) – Ob. Cit., p. 432.

⁶² Alavancagem financeira é uma estratégia de financiamento segundo a qual as empresas em fases de investimento recorrem a fundos emprestados para aumentar o retorno potencial dos seus investimentos (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2017) – *Manual de Corporate Finance*, 2.ª ed, Coimbra, Edições Almedina, p. 350).

⁶³ RODRIGUES, Raquel Pinheiro (2011) – *Crise e reestruturação empresarial – as respostas do Direito das sociedades comerciais*. In Revista de Direito das Sociedades, Ano 3, n.º 1, Coimbra, Edições Almedina, p. 231.

⁶⁴ Neste sentido, veja-se a proposta da AEM – *Revitalização do mercado de capitais propostas prioritárias – Quadro legal da emissão de ações proposta de revisão*, 2016, p. 19.

⁶⁵ No que se refere ao ordenamento francês, após a alteração introduzida pela *Loi Florange*, o número de empresas familiares a adotar o voto de lealdade cresceu de 64% para 74% (BECHT, Marco; Yuliya KAMISARENKA; Anete PAJUSTE (2020) – *Loyalty Shares with Tenure Voting - Does the Default Rule matter? Evidence from the Loi Florange*, n.º 398/2018).

⁶⁶ No que concerne à temática de Direito da UE parece-nos interessante fazer uma breve referência à questão do princípio comunitário da livre circulação de capitais prevista nos arts. 49.º e seguintes do TFUE: a forma como as ações de lealdade estão pensadas para premiar os acionistas que se mantenham na titularidade das respetivas ações durante um determinado período temporal (ainda que esta medida se aplique indistintamente a investidores nacionais e a investidores de outros Estados-Membros), aumentando a sua capacidade de influenciar o dia-a-dia da sociedade, poderá ser suscetível de dissuadir investidores de outros Estados-Membros de procederem às suas aplicações no capital das empresas (a este propósito, veja-se o que foi referido no parágrafo n.º 45 do Acórdão do TJUE, de 04/06/2002, proferido no âmbito do processo C-367/98, em que se refere que “a regulamentação em causa, mesmo que não crie uma desigualdade de tratamento, pode impedir a aquisição de ações nas empresas em causa e dissuadir os

enfrentar as práticas de *short termism* e de criar incentivos à participação dos sócios na vida societária⁶⁷, e, por outro lado, no *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*⁶⁸, frisa-se que a legislação da UE deve procurar assegurar que as sociedades estabelecidas na UE têm a possibilidade de incluir nos respetivos estatutos cláusulas que permitam a atribuição de um direito de voto acrescido ou de um direito ao dividendo acrescido⁶⁹. Por outro lado, também quanto aos ordenamentos francês e italiano há quem se refira a um “*disappearing taboo*”, já que tem havido um reconhecimento crescente das vantagens em quebrar com o princípio do *one-share one-vote* em favor da estabilidade e dos interesses de longo prazo das sociedades⁷⁰.

O sistema em que tradicionalmente assenta o modo de atribuição de benefícios das ações de lealdade implica que as ações estejam registadas em nome do respetivo titular por um período de tempo previamente estabelecido. Neste campo, assume particular relevo o fim das ações ao portador, imposto pela lei n.º 15/2017, de 3 de maio, já que as mesmas não permitiam o conhecimento a todo o tempo da identidade do respetivo titular, obstando assim à transparência necessária ao controlo de atividades ilícitas⁷¹.

Ainda assim, esta premissa poderá pôr em causa que aqueles acionistas que recorram a investidores institucionais⁷² possam vir a ser premiados pelo benefício que as ações de lealdade foram pensadas para conferir, já que estes conservam tradicionalmente as respetivas ações junto de depositários, o que, face à divergência entre *institutional*

investidores de outros Estados-Membros de procederem às suas aplicações no capital dessas empresas. É, por esse facto, susceptível de tornar ilusória a livre circulação de capitais”. Ainda que RICARDO SERRA CORREIA refira que os direitos especiais encontram apoio no princípio constitucional da liberdade de iniciativa económica (consagrado no art. 61.º, n.º 1 da CRP), existindo assim um conflito entre o Direito Constitucional Português e o Direito da UE, este autor suscita também um ponto que nos parece decisivo: os direitos especiais, frequentemente, constituem elementos tidos em conta para atrair e fixar investidores, e portanto, exercer a liberdade de circulação de capitais (CORREIA, Ricardo Serra (2006) – *Os Direitos Especiais à luz do CSC e do Direito da União Europeia*. In Revista da Ordem dos Advogados, IV, p. 1417 e 1422).

⁶⁷ Na p. 3 do *Green Paper*, refere-se que: “*It therefore seems useful to consider whether more shareholders can be encouraged to take an interest in sustainable returns and longer term performance, and how to encourage them to be more active on corporate governance issues.(...)*”

⁶⁸ Comissão Europeia, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, Brussels, 5/04/2011.

⁶⁹ Tradução nossa. *Idem*, p. 46 e 47.

⁷⁰ VENTORUZZO, Marco (2015) – *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, p. 12.

⁷¹ BOTELHO, Maria de Deus (2017) – *O fim das ações ao portador – O período de conversão do nosso descontentamento*. In Direito das Sociedades em Revista, ano 9, Vol. 18, p. 184.

⁷² Os investidores institucionais assumem a designação, no art. 30.º do CVM, de investidores profissionais.

record owner e *ultimate beneficial owner*⁷³, torna impossível de saber quais os verdadeiros detentores de determinada participação social⁷⁴. Contudo, não nos parece que este seja um aspeto problemático do regime das ações de lealdade, se se tiver em conta que os investidores institucionais são tipicamente quem se mantém mais alheado do dia-a-dia das sociedades⁷⁵, sendo que o objetivo das ações de lealdade passa por premiar a pessoa do sócio (e não as ações de que é titular) e por mudar a forma como este encara os poderes de que é titular enquanto sócio de uma sociedade comercial.

FRANCISCO SÁ CARNEIRO mostra-se algo cético quanto à forma como a introdução de *ações de lealdade* que confirmam direitos de voto acrescidos poderá influenciar investidores institucionais e especuladores, já que tanto uns como outros procuram obter benefícios a curto prazo, pelo que não estarão interessados em obter mais poder de voto, razão pela qual se torna necessário estabelecer as bases que permitam atrair outros investidores que se mostrem interessados em conservar as respetivas ações a longo prazo e, assim, fazer face ao *short-termism* de especuladores e investidores institucionais⁷⁶. A este propósito, ainda que seja discutível se será benéfico para a própria sociedade estar a premiar um determinado acionista que se revele passivo no que concerne ao exercício dos respetivos direitos sociais, parece-nos que as ações de lealdade poderão constituir uma forma útil de incentivar investidores institucionais a investir na sustentabilidade de longo prazo da sociedade e, assim, a mudar a sua postura de “indiferença” no que concerne ao dia-a-dia da mesma. Assim, parece-nos indispensável que um eventual regime que venha a ser estabelecido não discrimine os investidores institucionais face aos demais.

⁷³ O registo formal da titularidade das ações está em nome do intermediário financeiro custodiante, que é aquele que está reconhecido como tal no registo individualizado (art. 61.º CVM).

⁷⁴ CARNEIRO, Francisco Sá (2021) – *The Florange Law. A “new” power game*. In *Estudos em Honra de João Soares da Silva*, Coimbra, Almedina, p. 269 e GOMES, Fátima (2012) – Ob. Cit., p. 410.

⁷⁵ O Considerando n.º 15 da Diretiva 2017/828/UE, de 17 de maio refere-se precisamente a esta problemática: “(...) a experiência dos últimos anos mostrou que os investidores institucionais e os gestores de ativos muitas vezes não se envolvem nas sociedades em que detêm participações de capital, e há indícios de que os mercados de capitais exercem frequentemente pressão sobre as sociedades para operarem a curto prazo, o que pode pôr em risco o seu desempenho financeiro e não financeiro a longo prazo e, entre outros efeitos negativos, pode conduzir a um nível de investimento subotimizado, por exemplo, em termos de investigação e desenvolvimento, o que seria prejudicial para os resultados a longo prazo, tanto para as sociedades como para os investidores”. De resto, também no *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law* se refere que o desígnio de recompensar os acionistas que se mostram mais empenhados em contribuir para o sucesso da sociedade a longo prazo pressupõe a demonstração prévia de que quem exerce o poder de voto associado às ações é efetivamente o seu titular, e não um investidor intermediário (Comissão Europeia, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, Brussels, 5/04/2011, p. 46).

⁷⁶ CARNEIRO, Francisco Sá (2021) – Ob. Cit., p. 299.

Por último, foi a própria realidade que se encarregou de demonstrar que as ações de lealdade podem ser um mecanismo útil para atrair investimento estrangeiro, o que é visível pelo famoso caso *Chrysler-Fiat*, que ficou marcado pelo facto de as ações de lealdade terem sido introduzidas no ordenamento jurídico italiano pouco depois da opção tomada por aquela empresa de, no ano de 2014, alterar a sua sede para os Países Baixos com o intuito de beneficiar da circunstância de aquele país prever a possibilidade de atribuição de ações com direito de voto plural e, assim, beneficiar a EXOR, a *holding da família Agnelli*, fundadora da *Fiat*^{77/78}.

⁷⁷ VENTORUZZO, Marco (2015) – Ob. Cit., p. 3.

⁷⁸ A este propósito, note-se que, em 2012, também um clube de futebol inglês, o *Manchester United*, optou por colocar as respetivas ações na *New York Stock Exchange* de modo a poder beneficiar da possibilidade de serem emitidas ações com direito de voto plural (CARNEIRO, Francisco Sá (2021) – Ob. Cit., p. 286).

3. DESVANTAGENS DAS AÇÕES DE LEALDADE

Apesar de o objetivo da presente exposição passar por expor a utilidade de premiar acionistas de longo prazo através da atribuição de ações de lealdade, sentimos que o nosso trabalho pecaria por defeito se deixássemos por tratar algumas das desvantagens associadas ao tipo de ações ora tratado.

Quando as ações de lealdade sejam atribuídas sob a forma de um direito de voto acrescido, existe o risco de as mesmas servirem “de contramedida destinada a assegurar ou consolidar o controlo do acionista a longo prazo (o controlador na relação de agência) perante o recurso a [esse] mercado e o risco de partilha do capital junto de terceiros”⁷⁹, já que se pode dar o caso de o fosso entre acionista controlador e acionista minoritário ser agravado. Em Portugal, diga-se, este risco é acrescido já que o capital social das grandes sociedades se encontra tipicamente pouco disperso, isto é, a propriedade e controlo da empresa encontram-se concentrados em grandes acionistas, bancos ou Estado.

Os conflitos de interesses tenderão a surgir mais entre acionistas controladores e minoritários (assim se dando origem aos chamados problemas de agência horizontais), pelo que, se mal aplicadas, as ações de lealdade poderão surtir um efeito ainda mais desproporcional entre acionistas no que importa ao controlo dos destinos da sociedade e da empresa⁸⁰. Assim, parece-nos importante que o legislador faça depender a alteração estatutária pela qual se passe a prever a possibilidade de ser atribuído um direito de voto acrescido ou um dividendo majorado com o objetivo de premiar a lealdade, de um quórum constitutivo mais agravado do que aquele atualmente previsto pelo n.º 3 do art. 21.º-D do CVM, assim se assegurando a proteção dos acionistas minoritários⁸¹.

⁷⁹ DRAGO, Diogo (2017) – Ob. Cit., p. 451.

⁸⁰ *Idem.*, p. 447.

⁸¹ A título de exemplo, é para dar resposta ao desígnio de proteção dos minoritários que o n.º 1 do art. 294.º do CSC determina que a deliberação pela qual se pretenda distribuir aos acionistas menos de metade dos lucros distribuíveis depende de um quórum mais exigente (três quartos dos votos correspondentes ao capital social) do que aquele previsto para a alteração do contrato de sociedade (dois terços dos votos emitidos).

Esta problemática é visível quando se atenta às tentativas de implementação de ações de lealdade em outros ordenamentos jurídicos, sobretudo no francês⁸², mas também no italiano⁸³.

Particularmente interessante é a solução que foi adotada no ordenamento italiano a propósito do dividendo de lealdade, em que se estabelece que o *dividendo de lealdade não pode ser atribuído a favor de acionistas dominantes ou que exerçam influência dominante sobre a sociedade*⁸⁴. Parece-nos que esta é uma solução que poderá contender com o princípio da igualdade de tratamento dos sócios, já que o critério que permite discriminar os sócios que terão direito ao benefício conferido pelo dividendo de lealdade se prende com a participação que estes detêm no capital social. Em todo o caso, a compatibilização das ações de lealdade com o princípio da igualdade de tratamento dos sócios é um tema que iremos explorar em seguida.

Parece-nos que a melhor forma de mitigar o risco identificado *supra* poderá passar pela adoção de uma solução semelhante à do ordenamento belga⁸⁵, onde se estabeleceu que, para que um acionista possa beneficiar das ações de lealdade, o período durante o qual as ações devem ser mantidas se começa a contar de forma retroativa a partir do momento da alteração aos estatutos pela qual se introduziu o voto de lealdade.

Por fim, no que toca ao dividendo de lealdade, poder-se-á assinalar que, ao determinar que uma parcela dos lucros distribuíveis seja alocada exclusivamente aos

⁸² Com claro destaque para a polémica *Loi Florange* (lei 2014-384, de 29/03/2014), que veio alterar o Código Comercial Francês, pela qual se passou a prever que todas as ações admitidas à negociação em mercado regulamentado registadas em nome do mesmo titular por um período de dois anos passassem obrigatoriamente a atribuir direito de voto duplo, salvo disposição estatutária em contrário introduzida após a alteração legislativa. Esta alteração legislativa não foi isenta de críticas, tendo-se apontado, nomeadamente, que com a mesma se pretendeu permitir ao Estado Francês obter os fundos de que precisava sem perder influência nas 70 empresas nas quais era acionista. Com pertinência no que a esta temática diz respeito, veja-se o artigo do *Financial Times*, *French companies do not need the “Loi Florange”*, 8/04/2015.

⁸³ Onde a proposta pela qual se pretendia que a emissão de ações de lealdade dependesse de uma deliberação acionista adotada por maioria simples dos votos foi alvo de forte contestação, já que esta alteração legislativa viria apenas beneficiar acionistas familiares com participações maioritárias significativas. Esta proposta veio então a ser alterada, tendo-se passado a fazer depender a emissão de *ações com voto de lealdade* de deliberação da Assembleia Geral adotada por uma maioria de 2/3 do capital social (CARNEIRO, Francisco Sá (2021) – Ob. Cit., p. 271).

⁸⁴ Nos termos do § 2 do art. 127 – *quater* do TUF, “(...) *La maggioranza non può altresì essere attribuita alle azioni detenute da chi durante il suddetto periodo abbia esercitato, anche temporaneamente o congiuntamente con altri soci tramite un patto parasociale previsto dall'articolo 122, un'influenza dominante ovvero un'influenza notevole sulla società (...)*”.

⁸⁵ Designadamente através da alteração introduzida nos arts. 7:52 e 7:153 do *Code des Sociétés Belga* em fevereiro de 2019, pela qual se passou a permitir a emissão de ações com voto plural.

acionistas de longo prazo, este conduz a que investidores de curto prazo subsidiem o investimento dos beneficiários do dividendo de lealdade⁸⁶. Por outro lado, o dividendo de lealdade poderá conduzir a uma diminuição da liquidez no mercado, ao apelar a uma manutenção na titularidade das ações⁸⁷, tal como as demais formas de premiar a lealdade, já que o controlo funcionará como um “prémio de liquidez”⁸⁸.

⁸⁶ *Hermes Investment Management Limited*, 2011, “Position Paper: Hermes’ approach to loyalty dividends” *cit. por.* GOMES, Fátima (2012) – *Ob. Cit.*, p. 409 e 410.

⁸⁷ Comissão Europeia, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, Brussels, 5/04/2011, p. 46.

⁸⁸ O prémio de liquidez corresponde ao prémio que é exigido por investidores que incorrem no risco acrescido de não poderem alienar determinado ativo (SILVA, Eduardo Sá (2013) – *Dicionário de Gestão*, Porto, Vida Económica Editorial, p. 240).

4. REGIME JURÍDICO DAS AÇÕES DE LEALDADE: PRINCIPAIS QUESTÕES

Conforme já analisado, podendo-se considerar que, no que diz respeito às sociedades cotadas, o principal obstáculo à emissão de ações com voto de lealdade foi aparentemente ultrapassado com a introdução do art. 21.º-D do CVM, pelo qual se terá criado uma permissão normativa para a emissão de ações que confirmam direito de voto plural, cumpre agora destringir-se, à luz do nosso direito das sociedades comerciais e dos valores mobiliários, a referida alteração legislativa veio efetivamente abrir caminho à emissão de ações que confirmam o direito ao *voto de lealdade*, isto é, que confirmam um direito de voto acrescido como forma de “premiar” a circunstância de o respetivo detentor se ter mantido na titularidade das mesmas durante um determinado período de tempo.

4.1 *O princípio da igualdade de tratamento dos sócios*

O princípio da igualdade de tratamento dos sócios⁸⁹ tem como função primordial fornecer um parâmetro geral do funcionamento das sociedades comerciais, não consubstanciando “*de per se*” um novo direito subjetivo e individual atribuído ao acionista⁹⁰. Ora, a recompensa associada à lealdade acionista é suscetível de contender com este princípio já que acaba por beneficiar determinados acionistas em detrimento de outros em função do tempo de detenção das respetivas ações, e não em função do investimento patrimonial que foi feito na sociedade pelo acionista em causa⁹¹.

A este propósito, cumpre salientar que este princípio visa apenas garantir *a vinculação dos órgãos sociais à exigência de um tratamento neutral que assegure uma igualdade de oportunidades a todos os acionistas que sejam titulares da mesma categoria de ações*⁹², e não uma verdadeira igualdade de tratamento a todos os sócios.

⁸⁹ Este princípio é expressamente referido em diversos preceitos, tais como o art. 321.º do CSC e os arts. 15.º; 112.º; e 197.º do CVM; ao nível do direito da UE, veja-se o art. 42.º da Segunda Diretiva sobre Sociedades (Diretiva n.º 77/91/CEE, de 13 de dezembro de 1976).

⁹⁰ ANTUNES, José Engrácia (2010) – *A igualdade de tratamento dos acionistas na OPA*. In Direito das Sociedades em Revista, Ano 2, Vol. 3, p. 96.

⁹¹ Este aspeto torna-se mais evidente no caso do dividendo de lealdade, já que a atribuição de um dividendo acrescido apenas a determinados acionistas conduz a que investidores de curto prazo subsidiem o investimento dos beneficiários do dividendo de lealdade (Hermes Investment Management Limited, 2011, “Position Paper: Hermes’ approach to loyalty dividends” *cit. por*. GOMES, Fátima (2012) – Ob. Cit., p. 409 e 410).

⁹² ANTUNES, José Engrácia (2010) – Ob. Cit., p. 92.

Neste sentido, *não nos parece que as ações de lealdade estejam sequer em contravenção com o princípio ora analisado*, já que o fator que permite beneficiar determinados acionistas em detrimento de outros, a lealdade acionista, é acessível a todos os sócios. Assim, acompanhamos de perto a posição de DIOGO DRAGO quando o mesmo refere que

ao fixar a possibilidade de os acionistas (em geral) poderem ser premiados caso mantenham a posse das suas ações (comuns) por um determinado período mínimo de tempo, a cláusula estatutária legitima expectativas jurídicas a todo e qualquer acionista entenda observar o referido prazo de lealdade. E aqui encontraremos também a igualdade (de oportunidade) entre todos⁹³.

De resto, esta questão foi também suscitada ao nível do Direito da EU quanto ao dividendo de lealdade, no caso DSM⁹⁴, tendo o Advogado-Geral *Timmerman* concluído que o dividendo de lealdade é objetivamente justificável, isto é, não é desproporcional face ao objetivo de promover a detenção de ações a longo prazo.

Parece-nos que se está perante uma diferenciação objetivamente aceitável e justa, já que se justifica recompensar aqueles acionistas que invistam mais tempo em prol da vida societária e que são quem tenderá a suportar os prejuízos advenientes de uma crise⁹⁵, sobretudo se se tiver em conta que deste maior empenho resultará ainda a prossecução do interesse dos demais acionistas⁹⁶. Aliás, este raciocínio encontra paralelo no que a este propósito se refere no *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, onde se menciona que “no caso dos acionistas de longo prazo que se tenham empenhado no sucesso de longo prazo da sociedade (...), existem bons argumentos no sentido de a

⁹³ DRAGO, Diogo (2017) – Ob. Cit., p. 437.

⁹⁴ Em setembro de 2006, a DSM (uma sociedade cotada na *Euronext* Amesterdão) anunciou os seus planos de atribuir um bónus de 30% aos acionistas que detivessem ações da sociedade, ao portador, voluntariamente registadas em nome da mesma durante um período de, pelo menos, três anos, pagando ainda, por cada ano adicional, um bónus de 10%. Face a este anúncio, a *Franklin Mutual Advisors*, um fundo de investimentos, considerou que o dividendo de lealdade era contrário ao princípio da igualdade de tratamento dos sócios. O Tribunal da Relação Holandês (*Court of Appeal*) decidiu que a introdução do dividendo de lealdade não poderia ser sujeita a votação dos sócios por violar o princípio da igualdade de tratamento dos sócios, interpretado no sentido de que os estatutos apenas podem criar regimes de dividendo e voto diferentes através da criação da categoria de ações. Já o Supremo Tribunal Holandês optou por dar razão ao Advogado-Geral *Timmermann*, referindo que o art. 2:92, §1 do CC, que consagra o princípio da igualdade de tratamento dos sócios, quando interpretado no sentido de que os estatutos apenas podem criar regimes de dividendo e voto diferentes através da criação de categorias de ações, *não coloca obstáculos à criação de cláusulas estatutárias que atribuem aos acionistas registados direito a um dividendo de lealdade, com certas condições fixadas*, e se a cláusula não violar o princípio da igualdade de sócios.

⁹⁵ SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos (2014) – Ob. Cit., p. 475.

⁹⁶ MAIA, Pedro (2019) – *Voto e Corporate Governance – Um novo paradigma para a sociedade anónima*, Coimbra, Edições Almedina, p. 587.

sociedade os envolver mais nas decisões tidas em vista por administradores do que aos demais acionistas”⁹⁷.

Em todo o caso, e conforme já frisado, não nos parece que se esteja perante uma derrogação ao princípio da igualdade de tratamento dos sócios, até porque, conforme refere FÁTIMA GOMES quanto ao dividendo de lealdade, todos os acionistas podem ser remunerados de forma acrescida, em função do tempo de detenção das respetivas ações, fator de diferenciação que é *cognoscível e acessível a todos sem exceção*, fundando-se em pressupostos objetivos⁹⁸.

4.2 *A sua transmissibilidade*

Um outro obstáculo que a emissão de ações com voto de lealdade poderá suscitar prende-se com a sua transmissibilidade. Esta questão está intimamente relacionada com a qualificação das ações de lealdade como direito especial ou direito geral, pelo que também será objeto de análise *infra*. Caso se entenda que se está perante um direito especial, deve-se atentar ao que resulta do disposto no n.º 4 do art. 24.º do CSC, nos termos do qual “*nas sociedades anónimas, os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de ações e transmitem-se com estas*”.

Uma vez que o objetivo das ações de lealdade passa essencialmente por constituir um incentivo à manutenção das ações na esfera do respetivo titular durante um determinado período temporal, facilmente se compreende que o direito ao voto acrescido ou ao dividendo majorado que haja sido conferido não possa acompanhar a transmissão das ações⁹⁹, já que, caso contrário, “se estaria a contrariar a natureza e o propósito das ações de lealdade”^{100/101}.

Como eventual forma de obviar a este problema, MIGUEL STOKES sugere a criação de um esquema no qual se previsse uma limitação à transmissibilidade das ações com

⁹⁷ Tradução nossa. Comissão Europeia, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, Brussels, 5/04/2011, p. 46.

⁹⁸ GOMES, Fátima (2012) – Ob. Cit., p. 414.

⁹⁹ A título de exemplo, veja-se a regra do n.º 1 do art. 527 – *decies* da *Ley de Sociedades de Capital* espanhola (*Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio*).

¹⁰⁰ BARROS, Ricardo Jorge Seabra Barros (2018) – *As ações de lealdade nas sociedades anónimas*, Tese de mestrado em Direito, Área de Especialização em Ciências Jurídico-Forenses, Coimbra, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, p. 38.

¹⁰¹ No que se refere ao *warrant* de lealdade, conforme já referido, a alienação das ações durante o período de lealdade acarreta a perda do direito ao *warrant*.

voto plural, em que as mesmas apenas poderiam ser transmitidas a um terceiro caso o respetivo titular as convertesse previamente em ações ordinárias (com exceção das situações, consagradas no direito comparado, de transmissão intra-grupo e *mortis causa*)¹⁰². No entanto, o mesmo autor refere que tais restrições à transmissibilidade não são suscetíveis de ser aplicadas em sociedades cotadas, já que, nos termos do disposto na al. a) do n.º 1 do art. 204.º do CVM, apenas podem ser objeto de negociação organizada valores mobiliários livremente transmissíveis^{103/104}, o que constituirá o maior obstáculo à emissão de ações de lealdade (tanto na modalidade de direito ao voto plural, como na modalidade de dividendo majorado) no ordenamento jurídico português. Uma eventual forma de superar este óbice passará por se considerar que a transmissão das ações que conferem direito de voto plural ou ao dividendo majorado leva a que estas se tornem fungíveis com as demais ações já que a razão da sua infungibilidade, o elemento relacional do acionista com as ações por ele detidas, se deixou de verificar¹⁰⁵.

Outra questão suscitada por uma eventual alienação de ações que beneficiem de um direito de voto acrescido é a da ordem pela qual a imputação deverá ser feita nos casos em que haja apenas lugar a uma cedência parcial das mesmas. A este respeito, são pensáveis dois métodos de proceder à referida imputação: o FIFO (*First in, first out*), segundo o qual os bens adquiridos em primeiro lugar seriam os primeiros a ser alienados e o LIFO (*Last in, last out*), segundo o qual os últimos bens a ser adquiridos seriam os últimos a ser alienados¹⁰⁶. Particularmente esclarecedor parece-nos o seguinte exemplo, avançado por JEAN-CLAUDE DELVAUX¹⁰⁷: numa sociedade é instituído o dividendo de lealdade em 1996, sendo que o acionista comprou 100 ações nominativas em dezembro de 1993, e comprou mais 100 ações em março de 1995. Em seguida, vendeu 100 ações em dezembro de 1995. Ora, o acionista em causa conservou 100 ações nominativas (que adquirira em dezembro de 1993) de forma ininterrupta durante dois anos, pelo que a aplicação do método FIFO o priva da compensação a que teria direito em resultado da

¹⁰² STOKES, Miguel (2022) – Ob. Cit., p. 166.

¹⁰³ Segundo o mesmo autor, o requisito da livre transmissibilidade implica que a propriedade sobre as ações seja transmitida por mera instrução de venda, sem necessidade de qualquer ato prévio de conversão da ação e correspondente notificação à sociedade emitente (*Idem*, p. 166).

¹⁰⁴ No que se refere às sociedades não cotadas, a al. c) do n.º 2 do art. 328.º do CSC admite que o contrato de sociedade subordine a transmissão de ações nominativas à existência de determinados requisitos, subjetivos ou objetivos, que estejam de acordo com o interesse social.

¹⁰⁵ PEREIRA, Jorge Brito (2022) – Ob. Cit., n.º 949, p. 544.

¹⁰⁶ A este propósito, veja-se: [FIFO vs. LIFO Inventory Valuation \(investopedia.com\)](https://investopedia.com).

¹⁰⁷ Delvaux, Jean-Claude (1994) – *Le dividende majeure. Solutions proposes à quelques problèmes pratiques* In *Droit des Sociétés*, s.l., Éd. Techniques, p. 3.

conservação das respetivas ações, o que será particularmente injusto, razão pela qual nos inclinamos para o segundo método apresentado.

4.3 *O dever de lançamento de OPA*

A obrigatoriedade de lançamento de uma OPA encontra-se regulada no n.º 1 do art. 187.º do CVM: “*aquele cuja participação em sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado referida no n.º 1 do artigo 13.º-B ultrapasse, diretamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar imediatamente oferta pública de aquisição sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição*”.

Este dever visa não apenas permitir aos sócios minoritários partilharem o “prémio do controlo”, isto é, a contrapartida do poder de gestão da sociedade, que acresce ao valor patrimonial das ações, e que se justifica pelo facto de o investidor poder exercer a direção da sociedade e poder gerir diretamente o seu investimento, como também conferir-lhes um direito de saída da sociedade perante a constituição ou alteração de uma situação de controlo pré-existente na sociedade que altera as características do investimento realizado na sociedade agora controlada¹⁰⁸.

Ora, o aumento do poder de voto associado à recompensa da lealdade acionista é suscetível de conduzir a que os limiares previstos para a obrigatoriedade de lançamento de uma OPA sejam ultrapassados. Não prevendo a lei qualquer especificidade a este respeito, não restará ao beneficiário que se queira furtar a este dever outra alternativa que não a alienação de parte das suas participações. A solução adotada tanto na *Ley de Sociedades de Capital* espanhola como no *TUF* italiano passa não determinar que a obtenção de direitos de voto acrescidos comporta um desvio ao dever que ora se analisa. No que toca ao ordenamento francês, introduziu-se uma disposição transitória para os casos em que o acionista que já estivesse acima do limiar relevante na data da entrada em vigor da *Loi Florange*, aliene parte das suas ações, e, dois anos depois, volte a ultrapassar este limiar devido à atribuição do voto duplo¹⁰⁹.

¹⁰⁸ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2012) – *OPA obrigatória e controlo indireto*. In *Revista de Direito das Sociedades IV*, 3, p. 597, 600 e 601.

¹⁰⁹ CARNEIRO, Francisco Sá (2021) – *Ob. Cit.*, p. 306.

Ora, o excepcionar das ações ou votos que advenham ao acionista em função de um mecanismo de lealdade constituiria um incentivo ao uso desta figura. Esta exceção encontraria justificação na ideia de que a superação das percentagens legais se deveu a uma causa independente da vontade do acionista. No entanto, não nos parece que esta seja uma solução que se possa ter por admissível já que, no que se refere à tutela dos sócios minoritários, a transformação ocorrida é de tal ordem que pode levar à conclusão de que se tornou inexigível ao sócio a manutenção do *status socii* perante a transformação ocorrida¹¹⁰.

Esta majoração do direito de voto é suscetível de dar azo a situações algo iníquas, já que se poderá dar o caso em que a aquisição de uma participação, que, face ao capital social, esteja acima dos patamares relevantes, não gere a obrigação de lançamento de OPA por, face ao efeito de majoração dos votos dos outros acionistas, estar abaixo do respetivo patamar, sendo que, se esse mesmo acionista vier posteriormente a ultrapassar os limiares relevantes para efeitos da obrigação de lançamento de OPA, já o prémio de controlo pertencerá a esse mesmo acionista, que, assim, deixa de ter qualquer incentivo a oferecer uma contrapartida superior ao mínimo estipulado por lei, por inexistirem em *free float* ações suficientes para que um terceiro possa disputar essa posição de controlo¹¹¹.

De resto, o cenário descrito contraria o referido no §3.1.3 do *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, já que tem por efeito isentar da obrigação de lançamento de uma OPA uma atuação efetivamente destinada a controlar a sociedade em causa¹¹².

Face ao que acaba de se escrever, é de ponderar se se teria justificado, no que se refere às sociedades que pré-existam à alteração legislativa, a consagração de um direito exoneração em favor dos acionistas que votem contra a alteração estatutária pela qual se passe a prever a possibilidade de serem emitidas ações com direito ao voto plural. Ainda que esta seja uma questão que extravasa aquele que é o escopo da nossa investigação¹¹³, inclinamo-nos para considerar que não se teria justificado a consagração de tal direito, já

¹¹⁰ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2012) – Ob. Cit., p. 631.

¹¹¹ PEREIRA, Jorge Brito (2022) – Ob. Cit. – p. 524.

¹¹² Comissão Europeia, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, Brussels, 5/04/2011, p. 46.

¹¹³ Quanto ao direito exoneração dos acionistas de sociedades anónimas, vide BAPTISTA, Daniela Farto (2005) – *O Direito de Exoneração dos Accionistas – das Suas Causas*, Coimbra, Coimbra Editora.

que, conforme já analisado, tal alteração estatutária não viola os princípios da igualdade de tratamento dos sócios e da livre transmissibilidade das ações, sendo que, por outro lado, a posição dos acionistas dissidentes está já devidamente acautelada por outras vias¹¹⁴.

4.4 *Ações de lealdade como categoria especial de ações*

Cumpre-nos agora abordar a questão de se saber se as ações que conferem *voto de lealdade* com o intuito de premiar a *lealdade* dos acionistas serão qualificáveis juridicamente como ações com direito especial¹¹⁵ ao voto plural, formando assim uma categoria de ações¹¹⁶, e ficando sujeitas ao regime do art. 24.º do CSC.

Desde logo, devendo os direitos especiais constar do contrato (nos termos do n.º 1 do art. 24.º CSC), então, também a alteração do respetivo conteúdo, fim ou finalidade depende de alteração do contrato¹¹⁷. Por outro lado, caso se entenda que as ações de lealdade formam uma categoria especial de ações¹¹⁸, o direito ao voto plural apenas poderá ser suprimido ou coartado em assembleias especiais dos acionistas titulares das ações da mesma categoria, em deliberação adotada pela maioria necessária para a alteração do contrato de sociedade, conforme resulta dos arts. 386.º, n.º 3 e 389.º, n.º 2 do CSC. De resto, tratando-se as ações que conferem direito ao voto plural de ações representativas do capital social, o seu conteúdo deverá obedecer ao prescrito pelo art. 276.º do CSC.

Fazendo-se a construção do edifício social da sociedade anónima fundamentalmente com base nas ações que exprimem a participação, sendo, teoricamente, indiferentes as pessoas a quem pertencem¹¹⁹, este tipo social tem a particularidade de o direito especial não ser atribuído a pessoas concretas, mas a categorias de ações (art. 24.º CSC)¹²⁰. De resto, este é um campo no qual existe margem para a autonomia privada dos

¹¹⁴ Defendendo posição diversa, *vide* GOMES, José Ferreira (2022) – Ob. Cit., p. 330

¹¹⁵ Os direitos especiais contrapõem-se aos direitos comuns, que são aqueles que são conferidos a todos os sócios e que são exemplificativamente enunciados no art. 21.º do CSC.

¹¹⁶ Referindo-se especificamente à possibilidade de existirem categorias de ações que confirmam direito ao voto plural, CORDEIRO, António Menezes (2017), *Manual de direito das sociedades*, Vol. II – Das sociedades em especial, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, p. 666.

¹¹⁷ CUNHA, Paulo Olavo (2019) – Ob. Cit., p. 342.

¹¹⁸ E, consequentemente, também uma categoria de autónoma de valores mobiliários, já que, nos termos do n.º 1 do art. 45.º do CVM, “os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes.”

¹¹⁹ CUNHA, Paulo Olavo (1993) – Ob. Cit., p. 27.

¹²⁰ Controversa é também a questão de se saber se serão admissíveis direitos especiais de natureza “política” nas sociedades anónimas: PAULO OLAVO CUNHA refere que “apesar da dificuldade em admitir um

sócios, conforme é possível extrair da enumeração meramente exemplificativa consagrada no n.º 1 do art. 302.º do CSC.

A criação de uma nova categoria de ações durante a vida da sociedade depende de alteração do contrato de sociedade e poderá ter lugar através de um aumento de capital^{121/122}, ou através da conversão de ações ordinárias em especiais. Uma vez que fazer depender a criação do novo direito de voto plural do consentimento de todos os acionistas afetados¹²³ é uma forma “mais carinhosa” de afirmar que depende de uma votação por unanimidade^{124/125}, parece-nos que esta alteração deverá depender de uma maioria mais agravada do que a necessária para a alteração dos estatutos¹²⁶, mas nunca de unanimidade.

O enquadramento do voto de lealdade no binómio direito geral/ direito especial¹²⁷ é controverso¹²⁸, já que tanto se trata de um *privilégio* que é conferido no interesse próprio e exclusivo do *respetivo titular*¹²⁹, como de um direito que *tutela interesses comuns à coletividade dos sócios* (uma vez que, conforme foi referido, se visa incentivar a preservação da qualidade de sócio durante um determinado período de tempo, com o intuito de contribuir para a sustentabilidade de longo prazo da sociedade)¹³⁰. Ora, tendo em conta que o privilégio que é conferido pela ação de lealdade está, por natureza, ao alcance de todos os sócios, e que, por outro lado, a qualificação como direito especial

privilégio de natureza não patrimonial sem estar previamente encontrado o seu destinatário (...), é possível imaginar ações privilegiadas cujo conteúdo não seja imediatamente patrimonial” (*Idem.*, p. 153 e 154).

¹²¹ Tratando-se de um aumento de capital por entradas em dinheiro, aqueles que sejam acionistas à data da deliberação de aumento de capital gozam de um direito de preferência (art. 458.º, n.º 1 do CSC).

¹²² Nos termos do n.º 1 do art. 456.º do CSC, pode ser o órgão de administração a decidir o aumento de capital por entradas em dinheiro, contanto que o contrato de sociedade o autorize.

¹²³ Conforme é exigido pelo e n.º 5 e pelo n.º 6 do art. 24.º do CSC.

¹²⁴ PEREIRA, Jorge Brito (2022) – Ob. Cit. – n.º 797, p. 458.

¹²⁵ Como é sabido, o princípio da facilidade deliberativa “promove o afastamento quase completo da unanimidade enquanto critério decisório nas sociedades anónimas ou equivalentes” (TRIUNFANTE, Armando Manuel (2005) – *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Quórum de Constituição e Maiorias Deliberativas (e autonomia estatutária)*, Coimbra, Coimbra Editora, p. 235).

¹²⁶ Já que, conforme referido *supra*, se impõe uma necessidade de proteção dos sócios minoritários.

¹²⁷ Note-se que a atribuição de um direito especial não tem que ser expressa, podendo resultar implicitamente das cláusulas contratuais. Ainda assim, tratando-se o direito de um sócio a quinhão a mais no lucro de exercício (fórmula que poderá ser adotada no âmbito da criação de um *dividendo de lealdade*), a percentagem que o sócio vai receber adicionalmente tem de estar expressamente estipulada (CORREIA, Ricardo Serra (2006) – Ob. Cit., p. 1395 e 1396).

¹²⁸ Note-se que esta não é uma questão de relevo meramente teórico, já que a recondução das ações de lealdade à categoria dos *direitos especiais*, suscita questões no que toca à sua *transmissibilidade*, que já tivemos oportunidade de analisar.

¹²⁹ CUNHA, Paulo Olavo (1993) – Ob. Cit., p. 25.

¹³⁰ No que toca à categorização dos interesses protegidos por direitos especiais e direitos gerais, veja-se CUNHA, Paulo Olavo (1993) – Ob. Cit., p. 25.

depende de certos direitos inerentes à ação¹³¹ (e não de uma circunstância ligada à pessoa do acionista, como é o caso das ações de lealdade) *não nos parece que a consagração estatutária das ações de lealdade careça da criação de uma categoria especial de ações.*

Assim, acompanhamos de perto a posição de MADALENA PERESTRELO de OLIVEIRA¹³² e consideramos que, sendo o fator de diferenciação entre acionistas, e que leva a que a uns seja concedido direito de voto majorado e a outros não, acessível e cognoscível por todos, [a ação de lealdade] *não carece de consagração como direito especial ou da institucionalização como categoria especial de ações*, ou seja, não se verifica a consagração de um regime diferente, apenas a consagração de um regime cuja aplicação a um acionista concreto dependerá exclusivamente do tempo de detenção da participação social.

Ora, ainda que a letra do n.º 3 do art. 21.º-D do CVM se refira expressamente à *conversão de ações ordinárias em ações com direito de voto plural*, parece-nos que a circunstância de as ações de lealdade serem, por natureza, acessíveis a todos os sócios obsta a que estas possam ser reconduzidas à categoria de direito especial¹³³.

Por outro lado, consideramos ainda que o facto de o fator que permite distinguir o titular de um direito geral de um titular de um direito especial ser uma circunstância inerente ao próprio acionista (o tempo de detenção das ações) é algo que não se coaduna com o regime dos direitos especiais consagrado para as sociedades anónimas, em que estes são conferidos às (categorias de) ações e não aos próprios acionistas.

Sendo essencial à figura das *ações de lealdade* a premissa de que o privilégio especial que é concedido ao acionista em resultado da sua lealdade para com a sociedade se extinga aquando da transmissão das suas participações, *esta é uma solução que permite superar o obstáculo levantado pela aplicabilidade do regime do art. 24.º do CSC* onde se estabelece (no seu n.º 4) que os direitos especiais acompanham as ações aquando da sua transmissão.

¹³¹ *Idem*, p. 218.

¹³² OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de (2015) – Ob. Cit., p. 468 e 469.

¹³³ No sentido de não poderem existir ações especiais pertencentes a todos os sócios - CORREIA, Ricardo Serra (2013) – Ob. Cit., p. 1389.

Esta foi, de resto, a solução adotada em ordenamentos como o italiano, onde o legislador, face ao que resulta do disposto no art. 2376.º do *Codice Civile*, sentiu a necessidade de esclarecer que, naquele ordenamento, as ações de lealdade não constituem uma categoria especial de ações (Art. 127 – *quinquies TUF*) ou o francês, onde, face à ligação que existe entre o detentor da ação e o direito que lhe é atribuído, optou por não se consagrar a necessidade de criação de uma categoria de ações aquando da atribuição aos acionistas de um *dividendo majorado* (um dividendo de lealdade) por força de uma lei de 24 de julho de 1966¹³⁴, ou o espanhol, onde, nos termos do n. 4º do art. 527 - *ter* da *Ley de Sociedades de Capital* se estabelece que as ações às quais seja conferido um direito de voto duplo não constituem uma categoria de ações na aceção do art. 94.º da mesma lei.

¹³⁴ GRAAS, Jacques (2007) in *Les «Actions de Préférence» en Droit Luxembourgeois*.

5. AÇÕES DE LEALDADE COMO COMPLEMENTO DA REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES

A corrente da *Corporate Governance* visa a procura das boas práticas de governação das sociedades comerciais e a garantia de que as mesmas seriam observadas, com respeito pelos interesses dos sócios e de todos quanto o funcionamento da sociedade pode afetar^{135/136}. Trata-se de um movimento que teve a sua origem nos anos 70 nos EUA e que assenta no problemático e crescente fosso entre os “acionistas proprietários”, detentores de pequenas frações de capital e sem capacidade ou interesse para intervir ativamente na vida social, e os “administradores-controladores”, gestores profissionais que gozam de uma acrescida autonomia e poder nessa condução graças ao típico absentismo e apatia daqueles acionistas, e que está na origem de graves problemas de agência que, por sua vez, conduzem a um desequilíbrio global do sistema de governação das sociedades¹³⁷.

Os administradores estão adstritos a deveres de lealdade para com a sociedade, devendo sempre atuar tendo em vista, apenas, o interesse da mesma e não a promoção de interesses próprios ou alheios¹³⁸. Ora, a obediência a este princípio impõe que os administradores administrem a sociedade tendo em vista a sua subsistência a longo prazo, o que não se coaduna com a adoção de estratégias desprovidas de qualquer racionalidade empresarial com vista à valorização das ações no curto prazo, assim indo ao encontro dos objetivos fixados pelos acionistas¹³⁹.

Desde a crise financeira de 2008 que a questão da remuneração dos membros dos órgãos de administração está associada aos movimentos de *Corporate Governance*. Foi naquela altura que foi evidenciado que o distanciamento dos acionistas relativamente ao exercício das funções de administração pode levar os membros dos órgãos de

¹³⁵ OLAVO, Paulo Cunha (2019) – Ob. Cit., p. 573.

¹³⁶ No *Cadbury Report* refere-se que “*corporate governance is the system by which companies are directed and controlled*” (CADBURY, Adrian (1992) – The financial aspects of Corporate Governance. The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Introdução, ponto 2.5).

¹³⁷ ANTUNES, José Engrácia (2023) – Ob. Cit., p. 295.

¹³⁸ RIBEIRO, Maria de Fátima (2011) – *O dever de os administradores não aproveitarem, para si ou para terceiros, oportunidades de negócio societárias*. In Revista de Ciências Empresariais e Jurídicas, n.º 20, p. 26 e 27.

¹³⁹ Nos termos do n.º 1 do art. 399.º do CSC, é à assembleia geral ou, existindo, à comissão de remunerações que cabe fixar as remunerações de cada um dos administradores, tendo em conta as funções desempenhadas e a situação económica da sociedade.

administração a prosseguirem os seus próprios interesses (a maximização da sua remuneração), preterindo assim os interesses da sociedade que administram (bem como o dos respetivos sócios)¹⁴⁰.

Assim, pareceu-nos apropriado fazer uma referência à questão da estrutura remuneratória dos administradores¹⁴¹, já que esta vem sendo encarada como uma possível solução para o problema de “agência”¹⁴² identificado *supra*. Esta abordagem dogmática adota a designação de *optimal contracting approach* e assenta na ideia de que o sistema de remuneração dos administradores está pensado para servir o objetivo de maximizar o valor das ações¹⁴³. Também neste sentido, é comumente afirmado por investidores institucionais que a previsão de políticas de detenção de ações por administradores contribui para o alinhamento dos interesses de acionistas e administradores¹⁴⁴.

O facto de uma componente da remuneração variar em função da verificação de determinadas circunstâncias (tal como exercício das funções de administração durante um determinado período de tempo ou a *performance* da sociedade¹⁴⁵, e.g.) pode constituir um estímulo ao alinhamento dos interesses dos administradores com os interesses dos acionistas (ainda que nem toda a remuneração variável sirva o propósito de “alinhar” os interesses de administradores e acionistas¹⁴⁶), já que, a partir do momento em que o administrador adquira a qualidade de sócio, ele poderá vir naturalmente a beneficiar da distribuição de dividendos, os quais serão tanto maiores quanto melhores forem os resultados atingidos pela empresa societária¹⁴⁷.

¹⁴⁰ RIBEIRO, Maria de Fátima (2014) – Ob. Cit., p. 680.

¹⁴¹ Note-se que também quanto aos trabalhadores existe a prática de remunerar os mesmos com base na atribuição de ações. De acordo com a Comissão Europeia, “*such schemes are mainly considered as means to increase the commitment and motivation of workers, raise productivity and reduce social tension.*” (*Green Paper – The EU corporate governance framework, European Commission, Bruxelas, 2011, p. 17*).

¹⁴² Os conflitos de interesse entre os administradores e os acionistas da sociedade configura aquilo que na terminologia económica se designa por um problema de agência (GIÃO, João Sousa (2010) - *Conflitos de Interesses entre Administradores e os Accionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administadores*. In *Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro*, Coimbra, Almedina, p. 223).

¹⁴³ BEBCHUK, LUCIAN ARYE; Jesse M. FRIED; David I. WALKER (2002) – *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation in University of Chicago Law Review*, p. 1 e 2.

¹⁴⁴ *Corporate Governance Policies*, Council of Institutional Investors, 2022, p. 16 e 17.

¹⁴⁵ No que toca a administradores não executivos, o uso de remuneração variável tem sido desaconselhado (RIBEIRO, Maria Fátima (2014) – Ob. Cit., p. 685).

¹⁴⁶ Isto é o que se verifica designadamente naqueles casos em que os administradores adotem práticas de elevado risco gerando ganhos, transitoriamente, para os acionistas, assim como remunerações elevadas para administradores, mas que não alinham os interesses de uns e de outros, já que os administradores arriscam menos do que os acionistas (MAIA, Pedro (2019) – Ob. Cit., p. 658).

¹⁴⁷ RIBEIRO, Maria de Fátima (2014) – Ob. Cit., p. 695.

Neste sentido, a remuneração dos administradores vem assentando cada vez mais numa fração variável¹⁴⁸, frequentemente composta por um plano de atribuição de ações, sendo que o administrador ganhará mais ou menos, consoante o valor que seja acrescentado às ações¹⁴⁹. Assim, os acionistas apenas suportarão o custo de uma maior remuneração no caso de terem obtido, eles próprios, um acréscimo de ganho, pelo que se combate de forma eficaz os problemas de agência¹⁵⁰.

De resto, vários códigos de governo societário têm vindo a propugnar pelo chamado *pay for performance*, isto é, por que uma parcela da remuneração dos administradores seja variável. A título de exemplo, veja-se o ponto VI.2.8. do Código de Governo das Sociedades aprovado pelo IPCG em 2018 (revisto em 2023), segundo o qual “*Tendo em vista o alinhamento de interesses entre a sociedade e os administradores executivos, uma parte da remuneração destes tem natureza variável que reflita o desempenho sustentado da sociedade e não estimule a assunção de riscos excessivos*”.

Seguindo a lógica que vem sendo descrita, poder-se-á revelar benéfico para a sociedade que a remuneração seja em parte integrada pela atribuição de ações (de lealdade), até porque tal poderá consubstanciar uma forma de os administradores revelarem ao mercado a sua própria confiança na sociedade¹⁵¹.

Não obstante, cumpre-nos chamar a atenção para algumas das limitações associadas à detenção de ações por administradores: uma vez que os administradores podem não ser detentores de frações muito relevantes de capital, acaba por poder emergir uma grande disparidade entre o risco que o administrador corre e o valor que a sua participação pode pôr em risco. Nesse caso, a detenção de ações por administradores pode produzir um efeito perverso a dois níveis: por um lado, aumenta a sua inamovibilidade, tornando-se mais difícil que o desempenho de tais administradores possa ser sancionado, e.g., na

¹⁴⁸ Nos termos da al. e) do n.º 3 do art. 115-C.º do RGICSF (DL n.º 298/92, de 31 de Dezembro), “*A instituição de crédito define e aplica uma política de remuneração global, incluindo os salários e benefícios discricionários de pensão, das pessoas referidas no número anterior, de forma adequada à sua dimensão e organização interna e à natureza, ao âmbito e à complexidade das suas atividades, que: Distingue de forma clara (...) os critérios para a componente variável da remuneração, fundamentados no desempenho sustentável e adaptado ao risco da instituição de crédito e no desempenho individual;*” (sublinhado nosso).

¹⁴⁹ MAIA, Pedro (2019) – Ob. Cit., p. 658 e 659.

¹⁵⁰ *Idem*, p. 660.

¹⁵¹ Como é sabido, a aquisição de ações pelos próprios administradores é um dos fatores que pode conduzir à valorização das ações ([Factors That Move Stock Prices Up and Down \(investopedia.com\)](#)).

sequência de uma OPA, e, por outro lado, pode tornar administradores excessivamente avessos ao risco¹⁵².

Por último, tratando-se de uma sociedade cotada que preveja a atribuição de uma componente da remuneração com base em ações, o n.º 4 do art. 26.º-C do CVM impõe que a política de remunerações identifique a) os prazos de aquisição dos direitos; b) o prazo para a conservação das ações após a aquisição dos direitos (se aplicável) e c) a forma como a remuneração com base em ações contribui para a estratégia empresarial da sociedade, para os seus interesses de longo prazo e para a sua sustentabilidade.

¹⁵² MAIA, Pedro (2019) – Ob. Cit., p. 667 e 668.

6. CONCLUSÃO

A temática das ações de lealdade levanta um conjunto de outras questões que gostaríamos de ter abordado, mas que, devido à limitação da densidade do presente estudo, terão que ser tratadas em sede autónoma.

Face ao que fomos referindo, parece-nos que faria sentido que fosse incluída uma alusão às ações de lealdade em códigos de bom governo societário, os quais se revelam por vezes algo inconsequentes já que, no que toca, e.g., à remuneração dos administradores, frequentemente nada referem quanto à forma como os interesses de administradores e acionistas devem ser alinhados¹⁵³.

Não obstante as considerações que vimos tecendo ao longo da presente exposição, sentimos que não podemos deixar de fazer notar que *a coexistência de acionistas de longo e de curto prazo não é necessariamente prejudicial para uma sociedade* já que, por um lado, a presença destes últimos permite criar a perceção de que são os acionistas de longo prazo quem está a acrescentar valor à sociedade e, por outro lado, a sua presença no grémio societário poderá ainda ter um efeito positivo no governo societário, já que poderá atrair a atenção dos restantes acionistas para a necessidade de se fazer operar uma mudança no governo societário¹⁵⁴, daí que não nos pareça adequada a criação de mecanismos de penalização de *short-termism* ao invés da vez da criação de políticas de premiação do *long-termism*.

A figura das ações de lealdade assenta no pressuposto de que a presença de acionistas de longo prazo no grémio societário é benéfica para a mesma. A este propósito, FÁTIMA GOMES refere que inexistem demonstrações claras de que é benéfico para uma sociedade manter um conjunto de acionistas fieis, estáveis e duradouros¹⁵⁵: parece-nos que esta forma de abordar a questão será algo redutora, já que, conforme frisado, a ideia subjacente às ações de lealdade passa não só por recompensar, mas também por criar um incentivo para os acionistas, motivando o seu maior empenho no dia-a-dia societário¹⁵⁶

¹⁵³ MAIA, Pedro (2019) – Ob. Cit., p. 661.

¹⁵⁴ Neste sentido, veja-se as conclusões vertidas na nota de rodapé n.º 46 do já referido *Green Paper* da Comissão (COM 2011-164), de 05.04.2011.

¹⁵⁵ GOMES, Fátima (2012) – Ob. Cit., p. 411.

¹⁵⁶ Assim como na vigilância do governo societário.

com o objetivo de criar valor, assim se aumentando potencialmente as vantagens associadas à lealdade acionista.

Independentemente de serem ou não passivos, parece-nos que são pensáveis algumas vantagens associadas ao facto de uma sociedade ter um conjunto de acionistas duradouros e estáveis, tais como a estabilização e consistência no processo de tomada de decisão pela própria sociedade, uma menor volatilidade no que concerne ao valor das suas ações (já que os acionistas de curto prazo tenderão a ser mais reativos às flutuações do mercado), assim como a sensação de segurança que pode ser transmitida aos trabalhadores da sociedade em resultado da continuidade na detenção das ações. Por outro lado, convém ainda frisar que um acionista de longo prazo será quem estará mais predisposto a exercer um controlo sobre os administradores. Por último, convém ainda apontar que uma estrutura acionista com interesses de curto prazo levará a que a administração tenha interesses semelhantes, sendo que um eventual desalinhamento entre as orientações de um órgão e de outro leva inevitavelmente à destituição do órgão de administração.

Parece-nos que também no que respeita às sociedades anónimas não cotadas¹⁵⁷ se justificaria o fim da proibição de estabelecimento do voto plural¹⁵⁸, na medida em que se trata de uma proibição de eficácia por vezes perversa já que obriga os acionistas a recorrerem a soluções alternativas para atingir o mesmo fim, soluções estas que são menos eficientes e causadoras de ineficiências de outro tipo¹⁵⁹. Por outro lado, admitir-se o voto plural apenas no que respeita às sociedades cotadas é uma solução materialmente injustificada pois não se justifica negar este espaço de liberdade a um grupo fechado de acionistas que entende ser esta a melhor forma de regulação das suas relações recíprocas. O fim desta proibição, note-se, poderia abrir a porta à emissão de ações de lealdade neste tipo societário¹⁶⁰.

Face à tradicional composição do capital das grandes sociedades portuguesas, a atribuição de um direito de voto acrescido é, pelas razões que já se expôs, a forma de

¹⁵⁷ As quais, repita-se, compõe a grande maioria do tecido empresarial português.

¹⁵⁸ Com as cautelas que se revelem necessárias para evitar a ocorrência de situações de abuso (PEREIRA, Jorge Brito (2022) – Ob. Cit., p. 438).

¹⁵⁹ *Idem*, p. 436.

¹⁶⁰ Já que aquela proibição abrange todas as formas diferidas de estabelecimento de voto plural (como é o caso das ações de lealdade) (*Idem*, p. 412).

premiar a lealdade acionista que mais riscos comporta, podendo até discutir-se se este será o cenário mais adequado à sua consagração. De todo o modo, do exposto ao longo desta dissertação pudemos concluir que as ações de lealdade constituem indubitavelmente um instrumento útil à atração de um maior número de investidores, contribuindo assim não só para a criação de riqueza, mas também para a dinamização do mercado de capitais português, razão pela qual consideramos que a norma do art. 21.º-D do CVM deverá ser objeto de uma interpretação extensiva de forma a abranger as ações de lealdade¹⁶¹.

¹⁶¹ Neste sentido, *vide* também PEREIRA, Jorge Brito (2022) – Ob. Cit., p. 489.

BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA CITADA

LIVROS

ANTUNES, Engrácia (2023) - *Direito das Sociedades*, 11.ª Edição, Porto, Edição de Autor.

ANTUNES, José Engrácia (2020) – *Os Instrumentos Financeiros*. 4.ª Edição, Coimbra, Edições Almedina.

BAPTISTA, Daniela (2012) – *Direito de Exclusão: Fundamento e Admissibilidade nas Sociedades Anónimas*. In *Estudos em Memória do Professor Paulo M. Sendin*. Revista Direito e Justiça, Volume Especial, UCP.

CARNEIRO, Francisco Sá (2021) – *The Florange Law. A “new” power game*. In *Estudos em Honra de João Soares da Silva*, Coimbra, Edições Almedina.

CORDEIRO, António Menezes (dir.) (2020) – *Código das Sociedades Comerciais Anotado – Regime Jurídico dos Procedimentos Administrativos de Dissolução e de Liquidação de Entidades Comerciais (DLA)*. 3.ª Edição, Coimbra, Edições Almedina.

CORDEIRO, António Menezes (2017) - *Manual de direito das sociedades*, Vol. II – *Das sociedades em especial*, 2.ª Edição, Coimbra, Edições Almedina.

CUNHA, Paulo Olavo (2019) – *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª Edição, Coimbra, Edições Almedina.

CUNHA, Paulo Olavo (1993) – *Os Direitos Especiais Nas Sociedades Anónimas: As ações privilegiadas*, Coimbra, Edições Almedina.

Delvaux, Jean-Claude (1994) – *Le dividende majeure. Solutions proposes à quelques problèmes pratiques*. In *Droit des Sociétés*, s.l., Éd. Techniques.

GIÃO, João Sousa (2010) - *Conflitos de Interesses entre Administradores e os Accionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos*

Administradores. In *Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro*, Coimbra, Edições Almedina.

MAIA, Pedro (2019) – *Voto e Corporate Governance - Um novo paradigma para a sociedade anónima*, Coimbra, Edições Almedina.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2017) – *Manual de Corporate Finance*, 2.^a Edição, Coimbra, Edições Almedina.

PEREIRA, Jorge Brito (2022) – *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, Coimbra, Edições Almedina.

RIBEIRO, Maria de Fátima (2014) – *Os Modelos de Remuneração dos Membros dos Órgãos de Administração das Sociedades Comerciais e as Comissões de Remuneração*. In AA VV. – *Para Jorge Leite – Escritos Jurídicos*, Coimbra, Coimbra Editora.

SILVA, Eduardo Sá (2013) – *Dicionário de Gestão*, Porto, Vida Económica Editorial.

TRIUNFANTE, Armando Manuel (2005) – *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Quórum de Constituição e Maiorias Deliberativas (e autonomia estatutária)*, Coimbra, Coimbra Editora.

ARTIGOS EM REVISTAS CIENTÍFICAS E MATERIAIS EM SUPORTE ELETRÓNICO

AEM – *Revitalização do mercado de capitais propostas prioritárias – Quadro legal da emissão de ações proposta de revisão*, 2016. Disponível em [Microsoft Word - 161116_AEM_EMCE_RevitalizacaoMercadoCapitais_PropostasRevisao do Regime Legal das Accoes articulado para EMCE.docx \(emitentes.pt\)](#).

ANTUNES, José Engrácia (2010) – *A igualdade de tratamento dos acionistas na OPA*. In *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 2, Volume 3.

- ANTUNES, José Engrácia (2012) - *Novos rumos do direito societário europeu* – “*Report of Reflection Group on the Future of EU Company Law*”. In II Congresso de Direito das Sociedades em Revista, Lisboa, Edições Almedina.
- BARROS, Ricardo Jorge Seabra Barros (2018) – *As acções de lealdade nas sociedades anónimas*, Tese de mestrado em Direito, Área de Especialização em Ciências Jurídico-Forenses, Coimbra, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.
- BEBCHUK, LUCIAN ARYE; Jesse M. FRIED; David I. WALKER (2002) – *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation* in *University of Chicago Law Review*. Disponível em [Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation on JSTOR](#). Consult. in 06/01/2023.
- BECHT, Marco; Yuliya Kamisarenka; Anete Pajuste (2020) – *Loyalty Shares with Tenure Voting - Does the Default Rule matter? Evidence from the Loi Florange*, n.º 398/2018. Disponível em [finalbechtkamisarenkapajuste_0.pdf \(ecgi.global\)](#). Consult. in 12/11/2022.
- BOLTON, P. Samama F., “*Loyalty Shares: How to reward long-term Investors*”. in *Long-term investing: an optimal strategy in short-term oriented markets*, 3/12/2012. Disponível em [Bolton-Samama-Bratton-von-Bismarck-Loyalty-Shares.pdf \(columbia.edu\)](#). Consult. in 28/01/2023.
- BOTELHO, Maria de Deus (2017) – *O fim das acções ao portador – O período de conversão do nosso descontentamento*. In *Direito das Sociedades em Revista*, ano 9, Volume 18.
- CADBURY, Adrian (1992) – *The financial aspects of Corporate Governance*. The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance.
- Corporate Governance Policies*, Council of Institutional Investors, 2022. Disponível em: [Microsoft Word - 09_21_22_corp_gov_policies \(cii.org\)](#). Consult. in 28/12/2022
- CORREIA, Ricardo Serra (2013) – *Os Direitos Especiais à luz do CSC e do Direito da União Europeia*. In *Revista da Ordem dos Advogados*, IV.

DRAGO, Diogo (2017) – *Loyalty shares: um meio de controlo ou o acentuar de conflitos no seio societário?* In Revista de Direito Comercial.

Financial Times, *French companies do not need the “Loi Florange”*, 08/04/2015. Disponível em [French companies do not need the ‘Loi Florange’ | Financial Times \(ft.com\)](#). Consult. in 12/11/2022.

GOMES, Fátima (2012) – *Dividendo de lealdade?* In II Congresso de Direito das Sociedades em Revista, Lisboa, Edições Almedina.

GOMES, José Ferreira (2022) – *Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa*. In Revista de Direito Comercial.

Green Paper – *The EU corporate governance framework*, European Commission, 2011. Disponível em [MARKT-2011-10080-00-00-EN-REV-00 \(europa.eu\)](#). Consult. in 07/01/2023.

GRAAS, Jacques (2007) - *Les «Actions de Préférence» en Droit Luxembourgeois*. Disponível em [Memoire \(webs.com\)](#). Consult. in 11/11/2022.

LUCA, Nicola de (2010) – *Higher Dividends (for Minorities) or Equal Treatment (of all Holders: What do Financial Markets like more?* Disponível em [Microsoft Word - Increased Dividends and \(Equal\) Sharing Rule.doc \(ssrn.com\)](#). Consult. in 28/01/2022.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de (2012) – *OPA obrigatória e controlo indireto*. In Revista de Direito das Sociedades IV, 3.

OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de (2015) – *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*. In Revista de Direito das Sociedades, VII, 2.

QUIMBY, P. Alexander (2013) – *Adressing Corporate short-termism through loyalty shares*. Florida State University Law Review, vol. 40, n.º 2.

Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, European Commission Internal Market and Services, Brussels, 2011. Disponível em

[Reflection Group on the future of EU company law \(ssrn.com\)](#). Consult. in 07/01/2023.

Ribeiro, Maria de Fátima (2011) – *O dever de os administradores não aproveitarem, para si ou para terceiros, oportunidades de negócio societárias*. In Revista de Ciências Empresariais e Jurídicas, n.º 20.

Rodrigues, Raquel Pinheiro (2011) – *Crise e reestruturação empresarial – as respostas do Direito das sociedades comerciais*. In Revista de Direito das Sociedades, Ano 3, n.º 1, Coimbra, Edições Almedina.

SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos (2014) – *Ações de lealdade – A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo*. In Revista de Direito das Sociedades VI, 2.

SEQUEIRA, Manuel (2018) – *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*. In Revista de Direito das Sociedades, X, n.º 4.

STOKES, Miguel (2022) - *Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas – Permissão Normativa Tácita das Ações de Lealdade?* In Revista de Direito Financeiro e dos mercados de capitais, Vol. 4; n.º 13.

VENTORUZZO, Marco (2015) – *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*. Disponível em [delivery.php \(ssrn.com\)](#). Consult. in 23/12/2022.

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

ANTUNES, José Engrácia (2001) – *O artigo 490.º do CSC e a lei fundamental – “Propriedade Corporativa”, Propriedade Privada, Igualdade de Tratamento*. In AA. VV - *Estudos em Comemoração dos Cinco Anos da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, Coimbra, Coimbra Editora.

BAPTISTA, Daniela Farto (2005) – *O Direito de Exoneração dos Accionistas – das Suas Causas*, Coimbra, Coimbra Editora.

CABO, Débora Mestre (2019) – *Loyalty Shares – Admissibilidade da figura das Ações de Lealdade nas Sociedades Anónimas*, Tese de Mestrado em Direito e Prática Jurídica – Especialidade em Direito da Empresa, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa.

RAMALHO, António Maria Bettencourt da Camara Magalhães (2018) – *Ações de Lealdade – Análise da figura e da sua admissibilidade no ordenamento jurídico português*, Tese de Mestrado em Direito e Gestão, Lisboa, Universidade Católica Portuguesa.

SILVA, João Soares da (2018) – *Voting caps em sociedades cotadas: algumas reflexões in A propósito de Corporate Governance e de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários – Estudos vários*, Coimbra, Edições Almedina.

JURISPRUDÊNCIA

Tribunal de Justiça da União Europeia:

Acórdão do TJUE, processo C-367/98, de 04 de junho de 2002. Disponível em [showPdf.jsf \(europa.eu\)](#).