



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

O voto plural nas sociedades anónimas

Manuel João de Freitas Pita

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

O voto plural nas sociedades anónimas

Manuel João de Freitas Pita

Orientador: Prof. Doutor Armando Manuel Triunfante

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023

Agradecimentos

Ao meu orientador, Prof. Doutor Armando Triunfante, pelo apoio ao longo da elaboração deste trabalho.

Às minhas colegas Paula Margarido e Carla Menezes, cuja disponibilidade e amizade ajudaram a ultrapassar todas as dificuldades.

Resumo: A introdução da possibilidade do voto plural para as sociedades cotadas - que permite uma divergência entre o valor das ações detidas e o direito de voto conferido pelas mesmas - veio alterar o paradigma da aplicação do princípio da proporcionalidade no direito das sociedades comerciais. No entanto, tal disrupção, embora benéfica para a dinamização do mercado de capitais, não está isenta de críticas, desde logo pela falta de ambição do seu âmbito subjetivo, mas também no que diz respeito às opções de regime. Tratando-se de direitos especiais dos acionistas, é imperativo que se apliquem as limitações constantes das regras referentes às categorias de ações, tendo o legislador, em certos casos, remetido expressamente para os preceitos aplicáveis às ações preferenciais sem voto. Adicionalmente, torna-se fundamental perceber o alcance deste novo regime e qual a influência na implementação de outras figuras com interesse para a saúde das sociedades comerciais, tais como as ações de lealdade.

Palavras-chave: voto plural; sociedades cotadas; direitos especiais, categorias de ações princípio da proporcionalidade; ações de lealdade.

Abstract: Establishing the possibility of granting multiple voting rights in listed companies – which allows to set up a difference between the value of the shares held and the voting right granted by such shares – has changed the paradigm for the application of the proportionality principle in company law. However, such disruption, though beneficial for the development of the capitals market, is not free from criticism, not only in what concerns the lack of ambition of its subjective spectrum, but also in what regards some options made on the applicable regime. As these new shares provide for special shareholders rights, it is mandatory to apply limitations arising from share classes regime, and the legislator, in certain cases, expressly refers to the rules applicable to non-voting preference shares. Furthermore, it is fundamental to access the range of this new regime and how it influences the implementation of other mechanisms with interest to the good health of companies, such as loyalty shares.

Keywords: multiple voting rights; listed companies; special rights; dual shares; one share one vote, loyalty shares.

O voto plural nas sociedades anónimas

Sumário

I. Introdução.....	9
II. Evolução do voto plural na legislação portuguesa.....	10
III. O princípio <i>one share / one vote</i>	14
a. O princípio da proporcionalidade como fundamento.....	14
b. Desvios ao princípio da proporcionalidade	20
IV. O voto plural noutras jurisdições	25
V. O Regime do Artigo 21º-D do CVM	30
a. Universo subjetivo.....	30
b. Universo objetivo	32
c. Criação de ações com voto plural.....	34
d. Ações de lealdade	43
VI. Conclusão	47
BIBLIOGRAFIA	49

Lista de siglas e abreviaturas

AAFDL	- Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa
art./art.s	- Artigo/Artigos
BMJ	- Boletim do Ministério da Justiça
BOE	- <i>Boletín Oficial del Estado</i>
Cfr.	- Conferir, confrontar
CVM	- Código de Valores Mobiliários
CSC	- Código das Sociedades Comerciais
DSR	- Direito das Sociedades em Revista
ECGF	- <i>European Corporate Governance Forum</i>
ECGFWGP	- <i>European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality</i> -
Ed.	- Edição
n.º/n.ºs	- Número/Números
OECD	- <i>Organization for Economic Cooperation and Development</i>
OPA/OPAs	- Oferta Pública de Aquisição/Ofertas Públicas de Aquisição
ob. cit.	- Na obra citada
p./pp.	- Página/Páginas
RDC	- Revista de Direito Comercial
RDFMC	- Revista do Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais
RDS	- Revista do Direito das Sociedades
ROA	- Revista da Ordem dos Advogados
ss.	- Seguintes
Vol.	- Volume

I. Introdução

Na ordem jurídica portuguesa, tal como em outras ordens jurídicas que lhe são próximas, no direito das sociedades comerciais vinga o princípio *one share / one vote*, segundo o qual a cada ação representativa do capital social da sociedade corresponde um voto em assembleia geral, assegurando-se assim – pelo menos aspiracionalmente – a proporcionalidade entre a participação do capital e o controlo societário.

Ao arrepio deste princípio, por ocasião da alteração do CVM, aprovada pela Lei n.º 99-A/2021 de 31 de dezembro¹, foi aditado o art. 21º-D que prevê, para as sociedades cotadas, a possibilidade de emissão de ações especiais que atribuam um direito de voto plural até 5 votos por ação.

Segundo Brito Pereira “*na aprovação da regra, está presente, antes de mais, porventura determinantemente, uma razão pragmática de fomento de competitividade do mercado de capitais nacionais*”².

De facto, o objetivo da criação da norma é essencialmente a dinamização do mercado de capitais, oferecendo um instrumento que permite a abertura do capital ao mercado de valores mobiliários, permitindo, em todo o caso, ao acionista empreendedor garantir o seu poder de controlo.

A sua aplicação traz, no entanto, algumas dúvidas porquanto o regime é escasso e o seu carácter de exceção torna difícil a aplicação de regimes análogos.

Da mesma forma, as limitações estatuídas, designadamente sob o ponto de vista subjetivo, podem criar perplexidades quanto à amplitude da consagração dos objetivos pretendidos.

Ainda, é fundamental perceber se o regime instituído permite criar as denominadas ações de lealdade, forma de voto plural mais popular na Europa, que consagra a atribuição de um maior poder de voto aos acionistas de longo-prazo, valorizando a sua participação ativa e interessada na sociedade.

Assim, propomo-nos aqui analisar mais aprofundadamente o regime trazido por esta alteração legislativa e qual a potencialidade do mesmo cumprir o seu desiderato.

¹ Em vigor desde 30 de janeiro de 2022, nos termos do art. 22º, n.º 1.

² Jorge Brito Pereira, *O voto plural na sociedade anónima*, Coimbra, Almedina, 2022, p. 42 – 43.

II. Evolução do voto plural na legislação portuguesa

A evolução da consideração do voto plural no direito das sociedades em Portugal tem sido feita ao sabor das pressões económicas sentidas em cada momento.

Partiu-se da regra de atribuição de um voto por cada acionista e deslizou-se progressivamente para a regra da proporcionalidade, de acordo com a qual “*há correspondência proporcional entre, por um lado, a aportação do sócio para o capital e, por outro, os direitos de voto*”³.

Assim, nas companhias pombalinas, que bebiam da tradição incorporada nas primeiras companhias coloniais⁴, o direito de voto era atribuído em função da mera detenção da participação social, independentemente da dimensão da participação detida. No entanto, tal solução não se mostrava justa e equitativa e era, não raras vezes, desvirtuada pela prática societária, na medida em que se testemunhava a contratação pelos sócios de terceiros consigo relacionados para deter participações, por forma a verem aumentada assim a sua influência nos direitos de voto.

O **Código Comercial de 1833**⁵ (“Código Ferreira Borges”) nada veio dispor a este respeito, apresentando-se como uma intervenção muito embrionária no direito das sociedades comerciais e deixando para a **Lei das Sociedades Anonymas de 1867**⁶ um papel mais marcante⁷.

De fato, este Código era omissivo em várias matérias, designadamente quanto ao direito de voto. No entanto, a Lei de 1867, que cria em Portugal o tipo societário “*sociedades anonymas*”, veio regular expressamente o tema dos direitos de voto, atribuindo aos estatutos o poder discricionário de atribuição de votos aos acionistas, ao relegar para estes “*o número de votos que pode ter cada acionista em relação ao*

³ Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 157.

⁴ Assim identifica Brito Pereira a *East India Company* (exemplo dos primórdios da regulação da sociedade anónima do direito inglês do sec. XVI) e a Companhia Holandesa das Índias Orientais do sec. XVII, *cf.* Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 334; Também designadas “*Companhias Privilegiadas*”, destacando-se como a primeira em Portugal, a Companhia da Índia Oriental de 1628, *cf.* Pedro Batalha Ribeiro, *Das Companhias Pombalinas às Sociedades Anónimas*, dissertação de mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2016, p. 207.

⁵ Aprovado pelo Decreto de 18 de setembro de 1833.

⁶ Lei das Sociedades Anonymas de 22 de junho de 1867.

⁷ Segundo Menezes Cordeiro, apesar dos justos louvores, o Código Ferreira Borges era incipiente no campo das então ditas *companhias*, não prevendo esquemas claros de autofiscalização e deixando muitos pontos em aberto, *cf.* António Menezes Cordeiro, *A lei das Sociedades Anonymas de 22 de junho de 1867 in ROA*, Ano 77, Lisboa, 2017, p. 23.

número de ações que possuir”⁸. Assim, pela primeira vez, a lei deixou claro (i) o afastamento do princípio da atribuição de um voto por cabeça e (ii) a possibilidade de dependência da quantificação do número de votos em função da dimensão da participação social.

Esta alteração permitiu, finalmente, questionar as maiorias que se vinham formando por acionistas com relações pessoais, em favor dos detentores de maior parte do capital: os capitalistas⁹.

O **Código Comercial de 1888**¹⁰ (“Código Comercial de Veiga Beirão”) não afastou o princípio da proporção entre o capital social e os votos inerentes à participação social detida, estabelecendo, no entanto, uma limitação ao exercício do voto.

Com efeito, o § 3 do art. 183º dispunha que “*nenhum acionista, qualquer que seja o número das suas ações poderá representar mais da décima parte dos votos conferidos por todas as ações emitidas, nem mais de uma quinta parte dos votos que se apurarem na assembleia geral*”.

Esta disposição, além de confirmar - ainda que indiretamente, - o princípio da proporcionalidade, veio estabelecer um controlo da influência dos acionistas maioritários na assembleia geral. No entanto, em bom rigor, no que diz respeito ao voto plural não apresentava qualquer confirmação – ou negação - de que o Código admitia a emissão de ações com voto desigual¹¹.

Com a crise profunda que marcou o início do séc. XX em Portugal e a necessidade de recapitalização do tecido empresarial português, foi necessário tomar medidas para incentivar o investimento no mercado de capitais.

Neste sentido, foi publicado o **Decreto-Lei 1.645 de 15 de junho de 1915**¹², o qual veio autorizar expressamente, pela primeira vez, a emissão de ações privilegiadas com desigual representação de votos na assembleia geral¹³.

⁸ Regra constante do § 3 do art. 26º (secção V).

⁹ Pedro Batalha Ribeiro, *ob. cit.*, p. 262.

¹⁰ Este Código está ainda em vigor (embora fortemente retalhado), tendo sido aprovado por carta de lei de 28 de junho de 1888 e entrado em vigor em 1 de janeiro de 1889.

¹¹ Assim Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 342.

¹² Suspenso pela Lei n.º 338, de 30 de julho de 1915 e reposto em vigor pelo Decreto 4118 de 18 de abril de 1918.

¹³ Nos termos do preâmbulo deste Decreto-Lei, tal prática já existia, referindo-se, a propósito das “*ações privilegiadas com desigual representação de votos nas assembleias gerais*”, que “*Atendendo a que tam vantajosa se tem mostrado a emissão de acções nas condições expostas que sociedades há que a tem feito, não obstante a letra ou as dúvidas de interpretação do Código Comercial*”.

Tal autorização permanecia, contudo, limitada pela regra do Código Comercial em vigor que controlava assim eventuais abusos. Na verdade, a doutrina alertava já para os abusos que poderiam ocorrer quando os direitos de voto atribuídos não correspondiam ao investimento efetuado na sociedade, porquanto tais votos podiam ser utilizados para interesses pessoais e não sociais.

Porém, este regime veio a sofrer algumas alterações, a mais significativa resultante do Decreto-Lei n.º 154, de 10 de maio de 1972, a qual estabeleceu que a regra limitativa do poder de voto passaria a ser supletiva.

Assim, não surpreendeu que, face à existência dos abusos decorrentes do abandono da limitação dos direitos de voto, e (mais uma vez) aproveitando-se a situação económica nacional mais favorável, o **Código das Sociedades Comerciais**, em vigor a partir de 1 de novembro de 1986¹⁴, tenha vindo estipular definitivamente a proibição do voto plural, através da regra expressa no art. 384º, n.º 5¹⁵.

De salientar, em todo o caso, que o mesmo diploma estabeleceu, no art. 531º uma regra transitória, considerando-se válidos os direitos de voto plural legalmente constituídos antes daquela data. No entanto, tais direitos podem ser extintos ou limitados sem consentimento dos respetivos titulares, ao arrepio da regra geral estipulada no art. 24º, n.ºs 4 e 5¹⁶.

Este preceito aplica-se não só às ações com voto plural, mas também aos direitos especiais de voto que excedam os limites que vieram a ser estabelecidos para o voto plural nas sociedades por quotas, nos termos do art. 250º, n.º 2¹⁷.

Recentemente, abrindo-se uma brecha no princípio estipulado *one share / one vote* do Código das Sociedades Comerciais, foi aprovada uma alteração ao Código dos Valores Mobiliários¹⁸, consagrando-se no seu art. 21º-D a possibilidade de emissão de

¹⁴ Decreto Lei n.º 262/86, de 2 de setembro.

¹⁵ O Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro revoga também expressamente o Decreto-Lei 1.645 de 15 de junho de 1915 através do art. 3º, n.º 1, c).

¹⁶ A lei prevê a extinção destes direitos por deliberação da Assembleia Geral tomada pela maioria necessária para uma alteração contratual do tipo social em causa (nas sociedades por quotas 3/4 dos votos referentes ao capital social, nos termos do art. 265º, n.º 1, e nas sociedades anónimas 2/3 dos votos emitidos, nos termos do art. 383º, n.º 2 e do art.º 386º, n.º 3); no entanto, este artigo não disciplina a intervenção dos votos dos acionistas privilegiados, o que tem relevância pois, caso se aplique o voto plural, dificilmente se opera a alteração que o legislador pretende facilitar, *cfr.* Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª Ed., Almedina, 2021, p. 388.

¹⁷ Jorge Coutinho de Abreu, *Voto Plural Art. 531*, in Jorge Coutinho de Abreu *et. al. Código da Sociedades em Comentário*, Vol. VII, 2ª Ed., Coimbra, Almedina, 2021, pp. 592 - 593.

¹⁸ Pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro.

ações com o direito especial ao voto plural (ainda que limitado às sociedades cotadas¹⁹).

Este movimento legislativo está suportado, mais uma vez, pela conjuntura económica e pela intenção de fomentar o mercado de capitais, criando incentivos para o investimento de novos parceiros societários, pelo que, tendo em conta a limitação subjetiva da norma – e pretendendo-se cumprir mais a fundo com este desiderato – podemos almejar pela sua ampliação, designadamente com a sua aplicação a todas as sociedades anónimas²⁰.

¹⁹ Em rigor, esta possibilidade é aplicada “às sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral, assim como aquelas que condicionem o voto plural à admissão à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral das respetivas ações ordinárias”.

²⁰ Brito Pereira chega a referir que “a opção do legislador nacional é míope”, cfr. Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 448.

III. O princípio *one share / one vote*

a. O princípio da proporcionalidade como fundamento

Tal como na maioria dos ordenamentos jurídicos, em Portugal adotou-se o princípio da proporcionalidade no que diz respeito à estrutura de repartição de poder entre sócios de sociedade de capitais²¹ no que se refere à atribuição dos direitos de voto em sede de Assembleia Geral.

Tal princípio dá corpo à regra que determina que os direitos de voto são proporcionais à dimensão da participação social detida pelo seu titular, por forma a que o risco empresarial encontre correspondência com o controlo da sociedade. Isto é, parte-se do princípio de que quem melhor decide os desígnios sociais é quem terá mais a perder com o impacto da decisão no seio da sociedade.

No direito português, este princípio geral encontra consagração no art. 250º, n.º 1 do CSC para as sociedades por quotas e no art. 384º, para as sociedades anónimas.

Esta solução corresponde a uma opção de política legislativa que tem subjacente não só uma ideia de justiça, equidade e equilíbrio entre os acionistas, mas que também, obviamente, se revela eficiente do ponto de vista da gestão empresarial. Mesmo que se admita que tal princípio subtrai um espaço relevante de discricionariedade aos acionistas no âmbito da sua autonomia, entende-se existirem fundamentos sólidos para que esta se encontre limitada.

Este princípio traz consigo uma lógica funcional assente em duas justificações basilares: por um lado, encerra um perfil democrático e equitativo, por outro lado, transporta eficiência na medida em que a exposição económica aos resultados é o incentivo ideal para que sejam tomadas melhores decisões²².

A estreita relação entre o interesse económico dos acionistas e a sua proporcionalidade na decisão tem relevância igualmente no que diz respeito à mitigação dos problemas de agência no seio da sociedade. É inevitável fazer referência aos custos de agência (na literatura anglo-saxónica, *agency costs*) que correspondem aos custos presentes sempre que alguém contrata outrem para a prestação de serviços que envolva

²¹ Diferentemente, no caso das sociedades em nome coletivo, nos termos do art. 190º, n.º 1 do CSC, “*A cada sócio pertence um voto, salvo se outro critério for determinado no contrato de sociedade, sem contudo, o direito de voto poder ser suprimido*”.

²² Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 176.

a delegação de poderes de decisão, tal como acontece no quadro societário entre os acionistas e a administração da sociedade.

Nesta situação, é fácil perceber que existem custos resultantes da dissociação de interesses entre o acionista (mandante) e o administrador (mandatário), pelo que quanto mais o mandatário for afetado pela decisão tomada, mais acertada será a decisão.

Os custos de agência terão assim duas dimensões: os custos incorridos para limitar a divergência existente entre os interesses do mandante e do mandatário (*monitoring e bonding cost*), e os prejuízos correspondentes à desconformidade destes interesses que inevitavelmente subsistam (*residual loss*).

Está aqui presente a ideia de que o lucro (todo o rendimento remanescente após pagas as dívidas sociais) é repartido entre os acionistas (*residual claim*), pelo que estes serão os maiores interessados nas melhores decisões e no controlo do órgão de administração²³. Assim, entende -se que “*Os votos seguem o interesse residual da sociedade e, apenas quando cada elemento do interesse residual tenha um direito de voto igual, não haverá necessidade de existir um custo de agência de gestão*”²⁴.

A justificação do princípio *one share / one vote* faz-se muitas vezes, igualmente, mediante uma aproximação ao conceito de “*democracia acionista*”, identificando a sociedade anónima como uma entidade semelhante ao Estado, na qual os acionistas assumem o papel de cidadãos que elegem um Conselho de Administração que será o governo, o qual atuará executivamente, fiscalizado e controlado por um órgão de fiscalização no lugar do poder judicial.

Assim, tal como nas democracias é atribuído um voto a cada cidadão (reunidas certas e determinadas condições consideradas não discriminatórias), na sociedade comercial esses votos seriam repartidos em função da contribuição de cada um acionista para o capital social²⁵.

No entanto, defende Brito Pereira que tal aproximação, apesar de “*atraente, sedutora*

²³ Carlos Osório de Castro, *Ações preferenciais sem voto in Problemas do direito das sociedades*, IDET, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 282 – 283.

²⁴ Frank Easterbrook e Daniel Fischer, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1996, p. 73 (tradução nossa).

²⁵ Coutinho de Abreu defende que, ao contrário de uma democracia acionista, estamos perante uma plutocracia, uma vez que os votos são diretamente proporcionais ao número de ações possuídas e não são igualmente distribuídos pelos sócios, *cf.* Jorge Coutinho de Abreu, *Votos Art. 384 in Jorge Coutinho de Abreu et. al. Código da Sociedades em Comentário*, Vol. VI, 2ª Ed., Coimbra, Almedina, 2019, pp. 127 - 139.

e com algumas virtualidades” (em particular no que diz respeito à importação de soluções de regime) pode ser “geradora de confusões e perplexidades importando para o universo do corporate governance soluções e estruturas que lhe são ontológica e axiologicamente alheias”²⁶.

A democracia tem um valor intrínseco para o Estado, mas para a sociedade comercial este valor é meramente instrumental pois pode variar em função da utilidade e, nessa medida, ceder perante outras forças, designadamente do mercado ou da concorrência.

Em todo o caso, é inegável que a repartição dos votos de forma proporcional cumpre princípios de justiça, equilíbrio e objetividade e, ao mesmo tempo, do ponto de vista dos procedimentos, dá origem a sistemas não discriminatórios de acesso aos órgãos de governo (gestão).

Ainda, o próprio objetivo do direito de votar encontra similitudes entre os dois universos: (i) tem sentido funcional, pois é uma forma de agregar preferências num grupo alargado; (ii) tem um sentido estratégico, uma vez que um grupo com os mesmos interesses é capaz de chegar à melhor solução do que um só indivíduo e (iii) tem um sentido legitimador, quer no que se refere à tomada de opções, quer no que diz respeito à eleição de membros do governo; qualquer destes sentidos pode ser transposto para os dois universos²⁷. Sendo assim, não se pode negar paralelismo da situação e o interesse que tem na sua aplicação ao universo das sociedades comerciais

A defesa dos fundamentos subjacentes ao princípio da proporcionalidade assume, assim, um papel preponderante de oposição à implementação da eventual atribuição de mais direitos de votos a certas categorias de ações.

Tal questão não ficou isenta de reflexões nos trabalhos preparatórios do Código Comercial. No Anteprojeto de Vaz Serra deu-se primazia ao princípio da proporcionalidade, concluindo este, nos seus ensinamentos que *“parece que as ações de voto plural não devem ser admitidas, pois levam uma separação entre a participação no capital e domínio da sociedade, a um afastamento do princípio de que a influência na administração deve depender do âmbito da participação no capital e do risco assim assumido, e a um enfraquecimento do controle da Assembleia Geral sobre a administração, (...)”²⁸.*

²⁶ Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 182.

²⁷ Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, pp.178 - 186.

²⁸ Vaz Serra, *Assembleia geral in BMJ*, 197, 1970, pp. 23-176.

Tal posicionamento fundava-se no receio de abuso por parte dos acionistas controladores. Como refere José G. Pinto Coelho, ao atribuir direito a determinados acionistas não se pode “*deixar praticamente outros desprovidos dos direitos básicos que da ação hão de derivar, ou tornar tais direitos puramente ilusórios ou aparentes*”²⁹.

Estes autores, no entanto, aceitavam instrumentos de mitigação do princípio da proporcionalidade, referindo a possibilidade de autorização expressa de emissão de ações com voto plural pela entidade estatal competente ³⁰ ou a regulação deste tipo de ações através da limitação do número de votos admissíveis por ação, opções não adotadas pelo nosso CSC.

Na Europa este tema assumiu relevo com o **Relatório Winter** (2002)³¹ o qual, a propósito da não aprovação da Diretiva sobre as OPAs em 2001, focou as vantagens de tornar o princípio *one share / one vote* obrigatório no seio da União Europeia.

De acordo com este Relatório, uma das principais razões para a rejeição da proposta de Diretiva prendeu-se com a necessidade de intervenção da Assembleia Geral para a tomada de medidas defensivas por parte da Administração. Verificou-se que tal aconteceu por se encontrarem grandes assimetrias nos poderes dos acionistas entre as várias sociedades dos Estados Membros e entre estas e jurisdições de Estados não membros.

Nesta medida, o Relatório, pretendendo corrigir as assimetrias, defendeu a adoção da *breakthrough rule* que assenta nas ideias de que (i) a palavra final numa OPA deve ser dos acionistas e que (ii) deve existir proporcionalidade entre o controlo da sociedade e os riscos assumidos pelos acionistas.

Entre as 12 recomendações foi referido que “*após o anúncio da oferta, qualquer autorização da Assembleia Geral para atos destinados a frustrar a oferta deverá ser deliberada por maioria dos votos emitidos pelos detentores do capital que proporcionalmente assume o risco da sociedade*”³² e que “*As disposições dos estatutos e de outros documentos de constituição que se desviem dos princípios que determinam que a tomada de decisões dos acionistas será efetuada de acordo com a*

²⁹ José G. Pinto Coelho, *Estudo sobre as ações de sociedades anónimas*, Coimbra, 1957, p. 145.

³⁰ Nos termos do art. 52º do Anteprojeto Vaz Serra, à semelhança da lei alemã.

³¹ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids in the European Union*, Bruxelas, 10 de janeiro de 2002.

*proporcionalidade entre a assunção de risco e o controlo devem ser anuladas*³³.

No entanto, embora a ideia de proporcionalidade estivesse presente, a verdade é que a Diretiva aprovada³⁴ acabou por não exigir estas medidas, introduzindo apenas regras opcionais de não oponibilidade das limitações em matéria de transmissão de ações e direito de voto em sede de OPA (*breakthrough rule*)³⁵.

Em todo o caso, estava lançada a questão, tendo a mesma sido tratada a nível Europeu em diversos fóruns, os quais chegaram a conclusões semelhantes.

A Comissão Europeia promoveu um estudo que veio a ser refletido no *Report on the Proportionality Principle in the European Union* de 2007³⁶; o tema foi igualmente tratado pelo *Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality (ECGFWGP)* (2007)³⁷; e finalmente a questão foi também desenvolvida pelo relatório da *OECD Steering Group on Corporate Governance* designado *Lack of proportionality between ownership and control: Overview and issues for discussion* (2007)³⁸.

Estes trabalhos concluem, no entanto, pela inexistência de uma ligação causal entre os desvios ao princípio da proporcionalidade e a diminuição do desempenho económico das sociedades, pelo que não são assim claros os benefícios da implementação do princípio da proporcionalidade em preterição da autonomia privada e do afastamento dos chamados mecanismos de controlo³⁹.

Em todo o caso, deste debate surgem considerações de relevo no que diz respeito ao princípio *one share / one vote*.

A título de exemplo, a propósito das preocupações que os referidos desvios ao

³² Recommendation I.3., p. 28 (tradução nossa).

³³ Recommendation I.6. p. 32 (tradução nossa).

³⁴ Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004 relativa às OPAs.

³⁵ Entre nós, esta medida foi introduzida pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de novembro, que aditou o art. 182º-A ao CVM. De acordo com esta norma, os estatutos de sociedades emitentes podem prever que, perante uma OPA, fiquem suspensas as limitações à transmissão de ações e o exercício do direito de voto prevendo que estas (i) não produzirão efeitos na Assembleia Geral convocada para a tomada de decisão das medidas defensivas e (ii) não serão oponíveis ao oferente que, na sequência da OPA, passe a deter pelo menos 75% do capital social com direito de voto.

³⁶ Estudo liderado pelo ISS (*Institutional Shareholder Services*), associado ao ECGI (*European Corporate Governance Institute*) e à *Sherman & Sterling*.

³⁷ Elaborado, na sequência de um estudo sobre o princípio da proporcionalidade encomendado pela Comissão Europeia, por um grupo de trabalho constituído por três membros do ECGF e por três membros do antigo *High Level Group of Company Law Experts*.

³⁸ Publicado pelo *OECD Steering Group on Corporate Governance*, 2007.

princípio da proporcionalidade podem trazer, refere o *executive summary* do **Paper of the ECGFWGP (2007)** que “Este trabalho aborda quatro áreas de preocupação: (i) cristalização da administração; nos casos em que os desvios permitam o entrenchamento da administração, tal seria inaceitável do ponto de vista do governo das sociedades, (ii) extração de benefícios privados pelo acionista maioritário; os desvios podem oferecer maiores incentivos ao acionista controlador para extrair benefícios privados em detrimento de outros acionistas, (iii) incontestabilidade do controlo societário; os desvios reduzem a contestabilidade do controlo societário, obstruindo o funcionamento dos juízos de mercado, e (iv) a ineficácia dos códigos de governo das sociedades baseados no cumprimento ou na explicação; os desvios facilitam que o acionista controlador evite o pleno efeito da aplicação de um código de governo societário e do mecanismo de cumprimento ou explicação” (sublinhados nossos)⁴⁰.

Refere-se, no entanto, a seu favor, que, “No âmbito do estudo dos desvios ao princípio da proporcionalidade à luz destas preocupações, devemos considerar os objetivos que podem ser promovidos por tais desvios e se esses objetivos se justificam promover em detrimento deste princípio. Os desvios devem ser adequados e proporcionais para alcançar tais objetivos”⁴¹. Foram, neste âmbito, invocados os seguintes objetivos: (i) conseguir uma melhor monitorização pelos acionistas, designadamente pelo acionista controlador, fazendo-o de forma eficiente em seu nome e em nome dos outros acionistas; (ii) permitir aos empreendedores o acesso ao mercado de capitais sem perder o controlo; (iii) proteger os acionistas de longo prazo, assumindo que os interesses destes são mais vantajosos para a saúde da sociedade; e (iv) promover a liberdade contratual e concorrência eficaz, na medida em que qualquer proibição aos desvios constitui uma limitação a estes objetivos que necessita de justificação⁴².

Concluem, assim, estes estudos que a implementação do princípio da proporcionalidade não é evidente como proposta de reforço do bem-estar económico das sociedades. Esta asserção é confirmada pelo facto de muitos acionistas não parecerem exigir a proporcionalidade dos seus direitos de voto. Defende-se que a

³⁹ José Ferreira Gomes, *Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa* in RDC, 2022, p. 313.

⁴⁰ *Paper of the ECGFWGP*, 2007, p. 2 (tradução nossa).

⁴¹ *Paper of the ECGFWGP*, 2007, p. 3 (tradução nossa).

⁴² Joana Torres Ereio, *One Share, One Vote -Os tetos de voto e as alterações introduzidas pelo Decreto Lei 20/2016* in *Actualidad Juridica Uría Menéndez*, n.º 44, 2016.

liberdade contratual está no cerne dos sistemas de economia de mercado, e que o ónus da prova de que assim não é deve recair sobre aqueles que alegam que tal liberdade não é do interesse público⁴³.

Assim, a Diretiva dos Direitos dos Acionistas⁴⁴, que visava reforçar os direitos dos acionistas das sociedades cotadas e eliminar os obstáculos ao seu exercício, não aborda este tema.

Na realidade, a nível Europeu começou a manifestar-se um desinteresse por este princípio, à medida que os problemas no direito das sociedades passaram a centrar-se em outras questões, designadamente relacionadas com a transparência, fomento da participação dos acionistas no governo das sociedades, agilização das operações transfronteiriças e codificação.⁴⁵

Da mesma forma, a Diretiva dos Acionistas II de 2017⁴⁶ volta a não referir este tema, focando-se essencialmente nas questões de transparência e incentivo do envolvimento dos acionistas a longo prazo, pelo que não é despiciendo passar-se a considerar como aceitáveis os desvios ao princípio da proporcionalidade necessários ou convenientes para atingir outros fins societários, designadamente o combate do investimento de curto-prazo⁴⁷.

b. Desvios ao princípio da proporcionalidade

Embora o princípio *one share / one vote* permaneça ativo e relativamente bem suportado no ordenamento jurídico português, é inegável a subsistência e o surgimento de instrumentos que se apresentam como desvios a essa regra.

Antes da enunciação de alguns dos desvios mais relevantes cumpre, em todo o caso, referir que a aplicação do próprio princípio encerra em si uma desconformidade com a proporcionalidade que pretende implementar.

Assim, o princípio *one share / one vote* não assegura, na sua totalidade, uma

⁴³ *Lack of proportionality between ownership and Control: overview and issues for discussion*, 2007, p. 7.

⁴⁴ Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de julho de 2007, relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas.

⁴⁵ *Action Plan: European Company Law and Corporate Governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*, Comissão Europeia, 2012.

⁴⁶ Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo.

⁴⁷ Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 235.

correlação direta entre investimento do acionista (e.g. risco de perda) e os direitos de voto, na medida em que o mesmo faz depender o exercício do direito de voto do valor nominal (quando exista) da ação.

Ora o investimento do acionista não se limita à entrada para o capital social, podendo manifestar-se também no ágio ou prémio de emissão que pode variar caso a subscrição dos vários acionistas ocorra em momentos diferentes⁴⁸. Igualmente, o acionista poderá aportar prestações acessórias pecuniárias que se traduzem em investimento na sociedade não correspondente ao direito de voto.

Defende-se também que tal proporcionalidade não é real tendo em conta que o “*direito de voto*” não corresponde ao “*poder de voto*”. Na verdade - e porque assim tem de ser - a proporcionalidade terá que ceder perante a regra da maioria (art. 250º, n.º 3 e art. 386º, n.º 1 do CSC), pelo que o poder de decisão nunca é proporcional aos votos detidos. “*Entre o número minoritário de votos e um número maioritário de votos existe uma absoluta desproporção de poder*”⁴⁹.

São variados os instrumentos que possibilitam um desvio ao princípio da proporcionalidade, o que demonstra que os ordenamentos jurídicos são flexíveis na interpretação daquele que parecia, à partida, ser um princípio consensual.

Estes instrumentos, designados pela doutrina anglo saxónica como *control enhancing mechanisms* (CEM), podem ser perspetivados de várias formas.

De acordo com o *Paper of the ECGFWGP*, estes mecanismos podem ser agrupados em diferentes níveis de impacto direto na proporcionalidade, dando especial enfoque aos instrumentos societários da seguinte forma: (i) instrumentos estatutários que afetam diretamente os direitos de voto atribuídos por cada ação (tais como ações com voto múltiplo, ações preferenciais sem voto e tetos de voto); (ii) instrumentos estatutários que indiretamente afetam os direitos de voto atribuídos por cada ação, i.e. que não afetam diretamente, mas que reduzem ou impedem o exercício dos direitos de voto de forma proporcional (tais como ações com direitos especiais de designar administradores); (iii) outros instrumentos estatutários que reduzem ou limitam o exercício de controlo através do exercício de direitos de voto (tais como limitações à detenção e transmissão de ações); e (iv) instrumentos não estatutários, mas que se desenvolvem no mercado, tais

⁴⁸ Pedro Maia, *Voto e corporate governance*, Coimbra, Almedina, 2020, pp. 215 - 217; José Ferreira Gomes, *ob. cit.*, p. 322.

⁴⁹ Pedro Maia, *ob. cit.*, p. 217; José Ferreira Gomes, *ob. cit.*, p. 324.

como estruturas societárias em pirâmide⁵⁰.

Brito Pereira faz uma apresentação mais alargada destes mecanismos. De acordo com este autor, estes instrumentos podem ser divididos quanto à sua “*fisiologia genética*” em (i) instrumentos estatutários, tais como as ações sem voto, ações com voto plural, tetos de voto etc; (ii) instrumentos legais, tais como as *golden shares*; (iii) instrumentos contratuais, designadamente os acordos parassociais; e (iv) instrumentos societários, tais como as sociedades em comandita por ações ou estruturas piramidais⁵¹.

Na ordem jurídica portuguesa, tais desvios estão presentes de forma mais ou menos significativa. Neste sentido, debrucemo-nos sobre as limitações com mais expressão previstas na lei.

O art. 384º, n.º 2 a) do CSC prevê que os estatutos da sociedade possam “*fazer corresponder um só voto a um certo número de ações, contanto que sejam abrangidas todas as ações emitidas pela sociedade e que fique cabendo um voto, pelo menos, a cada EUR 1000 de capital*”.

Não está em causa a mera permissão de um poder de voto proporcionalmente inferior à titularidade do acionista; a lei admite que alguns acionistas, i.e. aqueles que sejam titulares de um número de ações inferior ao limite mínimo, não tenham direito de voto⁵².

Embora os acionistas minoritários que vejam limitados os seus direitos naturais de voto por esta regra possam recorrer ao direito de agrupamento, nos termos do art. 379º, n.º 5 do CSC, a verdade é que tal regra distorce a proporcionalidade, designadamente no seio dos titulares de participações minoritárias⁵³.

Por outro lado, o art. 384º, n.º 2 b) do CSC admite a consagração dos tetos de voto, permitindo que se estabeleça que não se contem votos acima de certo número quando estes sejam emitidos por determinado acionista, em nome próprio ou também como

⁵⁰ *Paper of the ECGFWGP*, 2007, pp. 10 -11.

⁵¹ Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, pp. 206-227.

⁵² António Menezes Cordeiro e David Oliveira Festas, *Artigo 384º (Votos)* in António Menezes Cordeiro, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 5ª Ed., Coimbra, Almedina, 2022, p. 1280.

⁵³ De acordo com Coutinho de Abreu, o regime torna-se ainda mais plutocrático: “*Mais plutocrático ainda (ou menos democrático, dirão alguns) é o sistema que faz corresponder um só voto a certo número de ações, permitindo inclusive que alguns membros da sociedade fiquem sem direito de voto*”, *cf.* Jorge Coutinho de Abreu, *ult. ob. cit.* p. 128.

representante de outro⁵⁴.

Esta limitação é a que aparece como a mais popular exceção ao princípio da proporcionalidade, pois na realidade não só (i) permite dissuadir o lançamento de OPA, na medida em que se tornará irrelevante, para efeitos de controlo, a aquisição de mais ações além das estabelecidas para o limite de voto (normalmente inferior à percentagem que atribui o controlo); mas também (ii) permite estabelecer uma relação de poder entre acionistas que diverge da mera detenção de participações.

Outro desvio ao princípio da proporcionalidade é a consagração de ações preferenciais sem voto, cujo regime disposto nos art.s 341º e ss. do CSC foi instituído para – tal como as ações com voto plural – permitir aos acionistas manter o controlo das sociedades sem com isso impedir o seu acesso ao mercado de capitais⁵⁵.

No entanto, neste caso, o desvio do princípio da proporcionalidade apenas poderá ser conferido mediante a atribuição de direitos patrimoniais acrescidos⁵⁶. Ademais, esta limitação não é nem absoluta, nem definitiva. Não é absoluta na medida em que poderá haver lugar a assembleias especiais de acionistas nos termos do art. 389º do CSC⁵⁷, nem definitiva porquanto as ações poderão conferir direitos de voto nos mesmos termos das ações ordinárias, perante a falta de atribuição do dividendo prioritário durante dois exercícios seguidos, nos termos do art. 342º, n.ºs 3 e 4 do CSC⁵⁸.

Assim, embora a figura das ações preferenciais sem voto seja claramente aparentada e se aproxime mais do objetivo do voto plural, a razão pela qual a lei permite a primeira e proíbe (em termos gerais) a segunda prende-se com a sujeição à satisfação de um

⁵⁴ De acordo com Coutinho de Abreu, contrariamente ao regime do disposto no 384º, n.º 2 a), o regime torna-se menos plutocrático: “*Menos plutocrático (ou mais democrático) é o modelo (hodiernamente o menos seguido) caracterizado pelos tetos de voto: o poder de voto dos mais possidentes é limitado, é menos que proporcional ao número de ações possuídas, possibilitando que o interesse da sociedade (interesse comum a todos os sócios enquanto tais) seja determinado por mais vozes*”, cfr. Jorge Coutinho de Abreu, *ult. ob. cit.*, p. 128; igualmente João Soares da Silva, *Voting Caps em sociedades cotadas: algumas reflexões in A propósito de Corporate Governance e de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 87-103.

⁵⁵ António Menezes Cordeiro, *Ações Preferenciais sem Voto in ROA*, Ano 60, Lisboa, 2000, p. 1047.

⁵⁶ Nos termos do art. 341º, n.ºs 2 e 3, as ações sem direito de voto conferem direito a um dividendo prioritário sobre os outros acionistas não inferior a 1% do respetivo valor nominal (exceto se os estatutos estabelecerem o direito a um dividendo adicional), pelo que a vantagem patrimonial poderá não ser expressiva.

⁵⁷ A título de exemplo, tal assembleia poderá deliberar sobre a supressão de quaisquer direitos (art. 24º do CSC), devendo o consentimento dos acionistas ser manifestado de forma colegial; mais concretamente no caso de fusão (art. 103º, n.º 2 b), aplicável também à cisão *ex vi* art. 120º); ou transformação (art. 131º, n.º 1, c) e n.º 3).

⁵⁸ Elda Marques, *Emissão e direitos dos acionistas Art. 341º in Jorge Coutinho de Abreu et. al. Código da Sociedades em Comentário*, Vol. V, 2.ª Ed., Coimbra, Almedina, 2018, pp. 655-783.

conjunto de requisitos de equilíbrio da posição dos acionistas sem voto a saber: (i) a atribuição de determinados privilégios patrimoniais; (ii) um reconhecimento de alguns dos direitos conferidos aos acionistas ordinários; e (iii) a recuperação do voto em dadas circunstâncias⁵⁹.

Finalmente, não é despidendo referir que, embora o voto plural tenha sido apenas recentemente permitido para as sociedades cotadas nos termos que adiante se verá, o mesmo era já permitido pelo ordenamento jurídico português para as sociedades por quotas.

De facto, de acordo com o art. 250º, n.º 2 do CSC, a lei permite que o contrato social atribua, como direito especial, dois votos por cada cêntimo de valor nominal da quota ou quotas de sócios que, no total, não correspondam a mais de 20% do capital.

O voto privilegiado representa assim uma desproporção do direito de voto em face do capital social, ou seja, um sócio com o mesmo capital social que outro tem o dobro dos votos exercendo uma influência muito maior do que a dos outros sócios.

Há, no entanto, que salientar, quanto a esta disposição, que, embora a mesma apresente um desvio ao princípio da proporcionalidade, este não tem influência significativa no equilíbrio entre risco e controlo. De facto, na medida em que a mesma estabelece um limite de aplicação aos 20% de capital social, apresenta-se como uma solução de reforço de poder aos acionistas minoritários, mas não constitui uma habilitação de controlo a um acionista que não o detenha por meio da aquisição das participações.

Assim, é fácil perceber que, embora o princípio da proporcionalidade se mantenha como um princípio basilar no que diz respeito à relação entre os acionistas, mormente no que se refere à tomada de decisões afetas à sociedade, também não é menos verdade que, face a outros interesses, designadamente a tutela dos minoritários ou interesses de mercado, tal princípio pode ser alvo de desvios. É nesta luta de gigantes que emerge a consagração do voto plural no seio das sociedades anónimas cotadas, cujo regime pretendemos descrever como segue.

⁵⁹ Carlos Osório de Castro, *ob. cit.* p. 284.

IV. O voto plural noutras jurisdições

Uma análise mais cuidada sobre a implementação do voto plural na ordem jurídica portuguesa beneficia da apresentação de uma breve resenha sobre o tratamento desta matéria nas jurisdições europeias que lhe são próximas.

Espanha

Tal como em Portugal, o *artículo* 96º, n.º 2 da *Ley de sociedades de capital* (LSC)⁶⁰ espanhola estabelece que não podem ser emitidas ações que, de forma direta ou indireta, alterem a proporcionalidade entre o valor nominal e o direito de voto⁶¹.

No que diz respeito às sociedades de responsabilidade limitada, o *artículo* 188º, n.º 1 admite, porém, uma derrogação desta regra pelos estatutos; diferentemente, no que diz respeito às sociedades anónimas, o *artículo* 188º, n.º 2 não admite, expressamente, qualquer derrogação⁶².

No entanto, a *Ley* 5/2021 de 12 de abril⁶³, veio estabelecer uma exceção a esta regra para as sociedades cotadas, permitindo que os estatutos das mesmas possam alterar a proporção entre o valor nominal e o direito de voto atribuído pelas participações, para conferir um voto duplo a cada ação de que tenha sido titular o mesmo acionista ininterruptamente durante dois anos consecutivos, calculados desde a data de inscrição no livro de registo especial contemplado no *artículo* 527 *septies*.

Esta norma veio, assim, estipular o voto duplo por lealdade e reflete a opção do legislador pelas políticas de fidelização suportadas nas estratégias de combate ao investimento a curto prazo.

Esta solução, embora estivesse presente no Anteprojeto e no espírito da Diretiva dos Acionistas II que a lei pretende transpor, a verdade é que acabou por não estar vertida no seu texto final, pelo que se levantaram algumas dúvidas nos agentes de mercado e na doutrina espanhola aquando da discussão da implementação da lei, designadamente

⁶⁰ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julho.

⁶¹ José Ferreira Gomes, *ob. cit.*, p. 321; Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 435 e p. 439.

⁶² Note-se, no entanto, que, nos termos *artículo* 188º, n.º 3, nos estatutos da sociedade anónima pode ser fixado um número máximo de votos emitidos por um mesmo acionista, por sociedades pertencentes a um mesmo grupo ou que atuem de forma concertada.

⁶³ Publicada no BOE a 13 de abril de 2021, com o objetivo de transpor a Diretiva dos Acionistas II de 2017 (Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017) que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo.

sobre o alcance da liberdade contratual na construção deste tipo de cláusula.⁶⁴

Para colmatar algumas questões, como solução de compromisso, salienta-se a introdução da cláusula *sunset* que obriga a renovação desta opção estatutária pela assembleia geral após cinco anos.

França

Em França, o voto plural foi admitido nas sociedades anónimas até 1930, data a partir da qual se passou a permitir apenas o voto duplo.

Em 1966 as ações de voto duplo assumiram o carácter de ações de lealdade, estabelecendo-se que os estatutos apenas podiam atribuir voto duplo às ações cujo valor nominal tivesse sido integralmente realizado e que estivessem na titularidade do mesmo acionista há pelo menos dois anos⁶⁵.

Pretendia-se, através do voto duplo, premiar os acionistas com provas de fidelidade à sociedade por contraposição aos especuladores, estimulando a participação ativa daqueles na vida da sociedade; no entanto, o voto duplo não se confundia com o voto plural sobretudo porque todas as ações que preenchem os requisitos legais para a atribuição do voto duplo são tratadas em pé de igualdade, conferindo a todos os seus titulares o direito de reclamar e aceder a esse benefício⁶⁶.

Em 2014, a *Lei Florange*⁶⁷ veio inverter esta lógica para as sociedades cotadas. Isto é, com a alteração do *article* L225-123 do *Code de Commerce*, no caso das sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, a titularidade de ações durante dois anos atribui automaticamente voto duplo ao seu titular, salvo estipulação em contrário dos estatutos.

Destacam-se 3 aspetos fundamentais neste regime (i) o voto duplo já era permitido na legislação francesa, sendo agora introduzida a sua aplicação automática nas sociedades cotadas; (ii) as ações terão que estar registadas durante dois anos no mesmo

⁶⁴ Isabel Fernandez Torres, *El voto adicional por lealtad - A propósito del Anteproyecto de reforma de la ley de sociedades de Capital*, in *Revista de derecho del mercado de valores*, no 25, 2019.

⁶⁵ Madalena Perestrelo de Oliveira, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares in RDS VII*, 2015, p. 439; José Ferreira Gomes, *ob. cit.*, p. 315; Francisco Sá Carneiro, *The Florange Law - A new power game in Estudos em Honra de João Soares da Silva*, Coord. Carlos Osório de Castro, Coimbra, Almedina, 2021, p. 266; Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, pp. 236 e 426 - 428.

⁶⁶ Eduardo Lucas Coelho, *Direito de Voto dos Acionistas nas Assembleia Gerais das Sociedades Anónimas*, Lisboa, Rei dos Livros, 1987, p. 61.

⁶⁷ *Loi* 2014.384 de 29 de março de 2014.

acionista; e (iii) as sociedades podem afastar (*opt out*) o voto duplo, mantendo-se o princípio *one share / one vote*⁶⁸.

O impacto desta alteração em França foi substancial e reflete não só o interesse em promover o investimento financeiro a longo prazo - tal como defendido no relatório da *Commission de Affaires Économiques da Assemblée National* - mas manifesta também - como sugere grande parte da imprensa financeira inglesa - um movimento do governo Francês no sentido de reforçar a influência nas sociedades em que detinha participações estratégicas⁶⁹.

Itália

Em Itália, o *Decreto Legge* n.º 91/2014 (conhecido por *decreto competitivita*) convertido na *Legge* n.º 116/2014 veio alterar várias disposições do *Codice Civile* e do *Testo Unico della Finanza - TUF*⁷⁰ estabelecendo essencialmente que: (i) às sociedades anónimas não cotadas é admitido o voto plural, até um máximo de três votos por ação (permitindo-se a sua manutenção caso estas sociedades pretendam entrar no mercado regulamentado) e (ii) às sociedades cotadas é admitida a emissão de ações de lealdade que atribuam o dobro do direito dos votos aos acionistas que as detenham por um período mínimo de dois anos⁷¹.

Nas sociedades por quotas, permanece a regra injuntiva da proporcionalidade entre o voto e a participação no capital⁷².

Com a introdução destas duas modalidades de voto plural avançou-se para uma negação mais vincada do princípio da proporcionalidade, mas os operadores ligados aos investidores institucionais demonstraram resistência à dualidade de direitos de voto, evidenciando ainda a influência marcante dos interesses especulativos⁷³.

Alemanha

Na Alemanha o processo foi inverso. Até à reforma societária de 1937 o *Handelsgesetzbuch* (HGB) não estabelecia qualquer limitação à criação de ações com direito de voto plural. No entanto, a utilização abusiva deste mecanismo, em particular

⁶⁸ Francisco Sá Carneiro, *ob. cit.*, p. 266.

⁶⁹ Francisco Sá Carneiro, *ob. cit.*, p. 267.

⁷⁰ Designadamente o *articolo* 2351 (iv) do *Codice Civile* e o *articolo* 127 – *quinquies* do *Testo Unico della Finanza – TUF*.

⁷¹ Madalena Perestrelo de Oliveira, *ob. cit.*, p. 437; José Ferreira Gomes, *ob. cit.*, pp. 317 – 316; Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, pp. 237 e 429 - 435.

⁷² Nos termos dos arts. 2468(2) e 2479(5) do *Codice Civile*.

no decurso dos anos 20, levou o legislador a optar por uma situação intermédia: a proibição genérica da criação de ações com votos múltiplos nas sociedades anónimas, com permissão excecional mediante autorização do ministério competente.

Esta situação híbrida, introduzida pelo *Aktiengesetz* em 1937, vigorou até 1965, altura em que a proibição se tornou absoluta e sem exceções. Tal proibição fundou-se na constatação de que objetivo para que tinha sido implementada a permissão de criação de ações com direito de voto plural – proteção das empresas alemãs contra o investimento estrangeiro – não estava a ser atingido com esta medida e, em certa medida, se encontrava já ultrapassado⁷⁴.

De salientar que, embora se tenha verificado um movimento contrário às tendências das restantes jurisdições europeias, a introdução da proibição genérica do voto plural seguia, à data, a generalização do princípio *one share / one vote* adotado nas mesmas, não sendo possível afirmar que tal solução fosse contra a corrente instalada.

Hoje, tal solução poderia ser diferente, no entanto, curiosamente, a par da proibição expressa da emissão de ações com voto plural, neste ordenamento jurídico permanece por discutir a introdução de ações de lealdade⁷⁵.

Reino Unido

No âmbito da liberdade contratual estipulada pelo *Companies Act* de 2006, as sociedades do Reino Unido podem afastar as regras supletivas decorrentes do princípio *one share / one vote* (*section 284*), quer em função de determinados eventos, quer em relação a certas matérias⁷⁶.

Historicamente, porém, quer os reguladores, quer os investidores institucionais, têm-se manifestado contra as estruturas com duas categorias de ações que atribuem votos distintos.

Como exemplo máximo deste entendimento assumiam relevância os *UK Premium Listing Principles* (constantes do *FCA Handbook LR 7.2.1A*), aplicáveis para efeitos da admissão à cotação na London Stock Exchange, que dispõem que “*todas as ações de capital de uma determinada classe admitidas à negociação em bolsa “premium” devem conferir um número idêntico de votos em qualquer Assembleia Geral de acionistas*”

⁷³ Madalena Perestrelo de Oliveira, *ob. cit.*, p. 439.

⁷⁴ Madalena Perestrelo de Oliveira, *ob. cit.*, pp. 441-442; José Ferreira Gomes, *ob. cit.*, pp. 314 – 315.

⁷⁵ Madalena Perestrelo de Oliveira, *ob. cit.*, pp. 441 - 442.

(princípio 3) e que “quando uma sociedade cotada tem mais do que uma classe de títulos admitidos à negociação em bolsa “premium”, os direitos de voto agregados de cada classe devem ser proporcionais à participação relativa dessa classe no capital da sociedade cotada” (princípio 4)⁷⁷.

Mais recentemente, em dezembro de 2021, a FCA publicou o “*Primary Market Effectiveness Review: Feedback and final changes to the Listing Rules*”⁷⁸ referindo que a estrutura de duas classes de ações passaria a ser permitida neste segmento por forma a encorajar a introdução de sociedades de inovação no mercado e alargar as potencialidades de investimento em sociedades cotadas no Reino Unido⁷⁹.

Assim, do ponto de vista prático, embora fosse estabelecida liberdade total no direito positivo, a verdade é que a implementação destas regras foi sendo sempre afastada por força da intervenção dos *players* relevantes dos mercados, hoje sendo de relevância diminuta. No entanto, face às novas tendências, espera-se uma alteração deste paradigma no futuro próximo.

⁷⁶ José Ferreira Gomes, *ob. cit.*, pp. 313 - 314; Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, pp. 397 - 398.

⁷⁷ *Financial Conduct Authority Handbook, The Listing and Premium Listing Principles, LR 7.2.1A (27/07/2018)* (tradução nossa).

⁷⁸ *Primary Market Effectiveness Review: Feedback and final changes to the Listing Rules, Policy Statement PS21/22, Financial Conduct Authority*, dezembro de 2021.

⁷⁹ Esta intenção era já recomendada na *HM Treasury UK Listing Review* de março de 2021, na qual era mencionada a legislação de Portugal numa tabela referente a 2019 comparativa de várias jurisdições, pp. 61 - 62.

V. O Regime do Artigo 21º-D do CVM

Não obstante a proibição genérica do voto plural no CSC constante do art. 250º, n.º 1, para as sociedades por quotas, e do art. 384º, n.º 5 para as sociedades anónimas, foi publicada a Lei n.º 99-A/2021 de 31 de dezembro que veio alterar este paradigma, através do aditamento do art. 21º-D ao CVM, o qual permite a consagração estatutária do voto plural até ao limite de cinco votos por cada ação para as sociedades cotadas.

Esta medida surge num contexto económico de flexibilização e dinamização do mercado de capitais, o que justifica, em parte, a configuração do seu regime e designadamente a sua delimitação subjetiva.

a. Universo subjetivo

De acordo com o disposto no referido art. 21º-D do CVM, a possibilidade de consagrar estatutariamente a faculdade de emissão de ações com direito especial ao voto plural cinge-se (i) às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral (para facilidade de exposição, designadas por sociedades cotadas) e (ii) às sociedades que condicionem a emissão ou a conversão em ações com aquele direito especial à admissão à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral das respetivas ações ordinárias.

A inaplicabilidade da proibição genérica do voto plural às sociedades cotadas era já defendida entre nós, mesmo antes da publicação desta alteração ao CVM. De facto, havendo espaço para a discussão da autonomia dogmática das sociedades cotadas, poderia entender-se que, face às suas especificidades, o princípio *one share / one vote* não seria aplicável a estas sociedades.

Assim se poderia entender por se defender que a relação do exercício do direito de voto pelo acionista como a entidade com mais interesse na valorização da sociedade poderia não fazer sentido neste tipo de sociedade. Para isso, apresentaram-se vários argumentos, tais como a maior facilidade de transmissão de ações, que tornaria este acionista mais volátil por poder sair a qualquer momento; a proliferação da utilização de instrumentos (e.g. derivados) que separam o voto da titularidade da ação (podendo mesmo ser transacionado no mercado secundário); ou o exercício em massa do direito

de voto por investidores institucionais (e.g. fundos) com interesses próprios, muitas vezes díspares dos verdadeiros acionistas e alheio ao sucesso das sociedades a longo prazo⁸⁰.

Tal entendimento, não tendo sido suficiente para colher aceitação unânime da doutrina para o afastamento da aplicação do princípio da proporcionalidade às sociedades cotadas, serviu, sem dúvida, para avançar argumentos que, em parte, vieram justificar o alcance restritivo da norma atualmente em vigor.

Poderá, contudo, questionar-se se as singularidades apresentadas seriam suficientes para justificar um alcance tão restritivo. É fácil perceber que as especificidades das sociedades cotadas podem justificar um afastamento do princípio da proporcionalidade no sentido da criação do voto plural, mas não deixa de ser de ponderar que, do ponto de vista material, tal desvio não se justifique igualmente em relação aos outros tipos de sociedade, *maxime* em relação às sociedades anónimas não cotadas.

Esta questão coloca-se por várias ordens de razão: primeiro porque o voto plural corresponde a um espaço de liberdade que não se compreende seja negado a um grupo restrito de acionistas com menos liquidez e mais ligados à sociedade (que entendem ser essa a melhor forma de regulação das suas posições), e ao mesmo tempo seja oferecido aos acionistas que mais facilmente podem abandonar a sua posição na sociedade.

Em segundo lugar, do ponto de vista da funcionalidade, também não é sustentável esta limitação. O argumento da revitalização do mercado não pode colher apenas para as sociedades cotadas, uma vez que no espectro do mercado nacional não podemos negar a importância, para economia, das sociedades anónimas que optam por não ter o capital admitido à negociação em mercado regulamentado e a importância que para estas tem a possibilidade de estabelecer diferentes formas de regulação das posições jurídicas dos seus acionistas⁸¹.

Ainda, a limitação da aplicação deste regime a este tipo de sociedade questiona-se numa perspetiva de enquadramento societário. Na realidade, em termos de grau de flexibilização de regime, assistimos a uma maior liberdade para as sociedades por quotas (como aliás verificámos com a atribuição do voto duplo); seguidas das sociedades anónimas; e finalmente das sociedades cotadas, que estão limitadas pelas

⁸⁰ Madalena Perestrelo de Oliveira, *ob. cit.*, pp. 445 -452.

⁸¹ Neste sentido Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 447; José Ferreira Gomes, *ob. cit.*, pp. 303-304 e pp. 338-339.

preocupações atinentes à proteção do investidor e dos mercados. Também nesta perspectiva dificilmente se compreende a maior flexibilização para este tipo de sociedades^{82 83}.

b. Universo objetivo

Nos termos do disposto no art. 21º-D, n.º 4 do CVM, o voto plural não pode ser exercido (i) nas matérias assim identificadas nos estatutos da sociedade⁸⁴ e (ii) nas deliberações relativas a exclusão voluntária de negociação, nos termos do art. 251º-F do CVM⁸⁵.

Se, em relação às matérias a estabelecer estatutariamente, o tema não parece oferecer questões de maior, no que diz respeito à opção de exclusão voluntária de negociação (*delisting*) esta proibição assume um carácter mais duvidoso.

Justifica-se esta opção por se entender haver conflito de interesses dos titulares de voto plural na deliberação referente à exclusão voluntária de negociação, na medida em que esta irá necessariamente fazer cessar a admissão destas ações especiais e, conseqüentemente, o exercício do voto plural.

Pretende-se assim evitar que a decisão de manutenção da negociação em mercado regulamentado seja tomada de forma desajustada, ou seja, com o intuito de satisfazer, não o interesse da sociedade (i.e. de todos os sócios), mas sim os interesses dos acionistas com voto plural⁸⁶.

⁸² José Ferreira Gomes, *ob. cit.*, p. 338.

⁸³ Curiosamente, a solução adotada pela legislação brasileira através do art. 110º-A da Lei 14.195/2021 de 26 de agosto vai neste sentido, limitando a faculdade de emissão de ações com voto plural (i) às sociedades fechadas e (ii) às sociedades abertas “*desde que a criação da classe ocorra previamente à negociação de quaisquer ações ou valores mobiliários conversíveis em ações de sua emissão em mercados organizados de valores mobiliários*”.

⁸⁴ Nos termos da Recomendação III. 2 do Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance* (2018, revisto em 2023), deverão ser identificadas no relatório de governo as matérias excluídas pelos estatutos do âmbito do voto plural.

⁸⁵ Na legislação brasileira (art.110º-A, § 7 e § 12 da Lei 14.195/2021 de 26 de agosto) o voto plural não pode ser adotado nas deliberações referentes (i) à prorrogação do voto plural (uma vez que esta legislação impõe um prazo de vigência), (ii) à remuneração de administradores e (iii) à celebração de transações com partes relacionadas que atendam a critérios de relevância a serem definidos pela Comissão de Valores Mobiliários, podendo-se discutir o interesse na importação de algumas destas soluções. No entanto, o facto do voto plural em Portugal apenas se cingir às sociedades cotadas retira algum do interesse nesta solução, uma vez que estas matérias, designadamente a remuneração dos administradores, já se encontram densamente reguladas.

⁸⁶ Neste sentido, Miguel Stokes, *Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas – Permissão Normativa Tácita das Ações de Leadade?* in RDFMC, 2022, p.158.

Esta solução encontra paralelo na recomendação do Código do Governo das Sociedades⁸⁷ que determina que, sempre que os estatutos prevejam a limitação do número de votos por um único acionista, tal limitação não funciona para efeitos de revisão obrigatória desta regra a ocorrer em Assembleia Geral, pelo menos, de cinco em cinco anos; deixando que o princípio da proporcionalidade funcione na sua plenitude quando existem conflitos de interesses referentes aos direitos de voto⁸⁸.

Não podemos, todavia, ser insensíveis à crítica de José Ferreira Gomes que contesta esta opção legislativa argumentando que é exatamente porque o *delisting* confere automaticamente a eliminação dos direitos conferidos pelas ações especiais, que a possibilidade de eliminação não pode ser decidida ao arrepio do exercício desses mesmos direitos⁸⁹.

Segundo este autor, não podemos esquecer que o propósito deste instituto é oferecer a possibilidade de captação de capital permitindo a manutenção de controlo a determinados acionistas. Ora esta solução, não parece conferir segurança aos titulares de ações especiais que, desta forma, estariam sempre à mercê dos restantes acionistas.

Parece-nos, porém, que o legislador acautelou esta preocupação, não só exigindo que tal deliberação fosse tomada por uma maioria não inferior a 90 % dos direitos de voto correspondentes ao capital social, nos termos do art. 251º-F, n.º 1, bem como estabelecendo uma proteção específica dos acionistas minoritários, através do direito de saída previsto no art. 251º-F, n.ºs 3 e 4 do CVM.

Esta exceção vem ainda esclarecer uma questão colocada do ponto de vista funcional. Poderíamos discutir se o voto plural deveria ser contabilizado para efeitos de quórum constitutivo exigido para as matérias identificadas no art. 383º, n.º 2, uma vez este artigo exige que, para tais deliberações, estejam presentes ou representados “*acionistas que detenham, pelo menos, ações correspondentes a um terço do capital social*”⁹⁰.

⁸⁷ Recomendação III. 6 do Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance* (2018, revisto em 2023).

⁸⁸ Em linha com o disposto na regra geral do art 386º, n.º 5 que refere que sempre que seja exigida uma maioria qualificada determinada em função do capital da sociedade não são tidas em conta para o cálculo dessa maioria as limitações de voto permitidas pelo art. 334º, n.º 2 b).

⁸⁹ José Ferreira Gomes, *ob. cit.*, p. 339.

⁹⁰ Esta questão estende-se a outros casos em que o *quorum* deliberativo se constitui por referência ao capital social, estabelecendo indiretamente um quórum constitutivo, como, a título de exemplo, (i) o art. 3º, n.º 5 do CSC que estabelece que a deliberação de transferência de sede não pode ser tomada por menos de 75% dos votos correspondentes ao capital social, ou (ii) o art 294º, n.º 1, segundo o qual, salvo

Esta formulação poderia colocar dúvidas sobre se, sempre que a lei exige um quorum (constitutivo ou deliberativo) contabilizado em função do capital social, este cálculo seria efetuado por referência ao valor nominal do capital social votante ou por referência aos votos existentes.

Embora houvesse já argumentos para a defesa do segundo entendimento⁹¹, ao excepcionar-se especificamente os votos decorrentes do exercício do voto plural no âmbito das deliberações tomadas nos termos do art. 270º-F (que refere uma “*maioria não inferior a 90 % dos direitos de voto correspondentes ao capital social*”), o intérprete recebe uma indicação clara neste sentido, dissipando-se quaisquer dúvidas.

c. Criação de ações com voto plural

A estipulação de ações com voto plural numa sociedade, por se tratar da constituição de direitos especiais deverá estar consagrada nos estatutos da sociedade e ser atribuída a uma categoria de ações, transmitindo-se com estas, nos termos do art. 24.º do CSC.⁹² Ademais, de acordo com o art. 272º, c), os estatutos devem referir as categorias de ações existentes e os direitos inerentes a cada uma delas.

• Originária

Quanto ao momento de emissão de ações de voto plural, note-se que a legislação brasileira⁹³ optou por limitar a sua emissão nas sociedades abertas à constituição ou a um momento prévio à negociação em mercado regulamentado.

Esta previsão tem por objetivo evitar surpreender os investidores minoritários que ao adquirirem ações da sociedade não tenham como avaliar o risco decorrente da titularidade de ações com direito de voto plural criadas posteriormente. Este

cláusula contratual em sentido diferente, não pode deixar de ser distribuído aos acionistas metade do lucro do exercício a não ser que seja aprovada deliberação nesse sentido tomada por maioria de 3/4 dos votos correspondentes ao capital social.

⁹¹ Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 507.

⁹² No que concerne à categoria de ações, o art. 302º, n.º 2 do CSC estabelece que “*as ações que compreendem direitos iguais formam uma categoria*”; igualmente, o art. 45º, n.º 1 do CVM estabelece que “*os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes*”, devendo-se entender que do “*conteúdo*” resultam também “*as obrigações*”, tal como indica Soveral Martins, *Categoria de Ações Art.º 302 in Jorge Coutinho de Abreu et. al. Código da Sociedades em Comentário*, Vol. V, 2ª Ed., Coimbra, Almedina, 2018, pp. 374-378.

⁹³ O já referido art. 110º-A da Lei 14.195/2021 de 26 de agosto.

mecanismo, denominado como “*cláusula geral de proibição da diluição do poder de voto dos acionistas politicamente desfavorecidos*”, foi entendido como necessário à proteção dos acionistas, por forma a evitar fraudes e manobras societárias desleais e promover a transparência e confiança entre os acionistas⁹⁴.

Em Portugal, admitindo-se que estes constrangimentos retirariam interesse prático à implementação deste direito, o regime incorporado foi mais longe permitindo-se, a par da estipulação originária na constituição da sociedade, a criação subsequente de ações de voto plural, desde que salvaguardados os direitos dos acionistas, como veremos de seguida.

- **Subsequente**

Quando a consagração do direito especial (constituído nos termos do art. 24º do CSC) é originária, não se levantam problemas no que diz respeito à proteção dos sócios, uma vez que a sua vontade é manifestada no momento da celebração do contrato. No entanto, mais questões se poderão levantar quando esta nova categoria de ações é introduzida após a constituição da sociedade.

Tal consagração pode ocorrer mediante (i) uma operação de aumento de capital, ou (ii) conversão de ações já existentes (ordinárias ou de outra categoria especial).

De acordo com o disposto no art. 21º- D, n.º 3 “*A deliberação de aumento de capital através da emissão de ações com direito ao voto plural ou de conversão de ações ordinárias em ações com esse direito carece de aprovação pela maioria legalmente prevista para a alteração do contrato de sociedade das sociedades anónimas*”.

Esta disposição, merece uma análise cuidada, uma vez que não podemos ignorar que a criação de ações com voto plural corresponde à consagração de uma categoria de ações com direitos especiais (nos termos do art. 24º, n.º 4, do CSC), sendo assim legítimo discutir se a mesma deveria ser aceite apenas mediante acordo de todos os acionistas.

Parte da doutrina entende que a criação de direitos especiais, por implicar um prejuízo relativo para os restantes acionistas, deveria ser objeto de deliberação aprovada por unanimidade. De acordo com este entendimento, uma alteração estatutária deste tipo

⁹⁴ Ana Luisa Lopes Gomes e Eduardo Oliveira Agostinho, *Voto Plural: Vantagens e Desvantagens do Instrumento Segundo a Doutrina e Agentes de Mercado e sua Configuração no Ordenamento Jurídico Brasileiro pela lei 14.195 de 2021 in Revista Jurídica Luso-Brasileira*, Ano 8, 2022, p.162.

adotada por maioria violaria o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas.⁹⁵

O princípio de igualdade do tratamento dos acionistas não tem definição e regulação expressa no direito português, no entanto “*a ideia de que os sócios em circunstâncias idênticas devem ser tratados de modo idêntico, não devendo haver discriminações arbitrárias (objetivamente não justificadas) é há muito aceite no direito das sociedades, independentemente da consagração legal expressa*”⁹⁶.

De facto, a referência efetuada no art. 321º do CSC ao “*princípio do igual tratamento dos acionistas*” a propósito da aquisição de ações próprias e o acolhimento expresso que lhe é dispensado no CVM no âmbito das sociedades cotadas⁹⁷ fazem deste um princípio fundamental para as sociedades comerciais em geral e para as sociedades anónimas em particular⁹⁸.

Outros autores defendiam já, no entanto, o entendimento adotado pelo art.º 21º- D, n.º 3, referindo que esta alteração poderia, em qualquer caso, ser efetuada pela maioria exigida para a alteração dos estatutos (maioria de 2/3 se estiverem presentes ou representados, em primeira ou segunda convocatória, acionistas que detenham, no mínimo, ações correspondentes a 1/3 do capital social – art. 386º, n.º 3 e art. 383º, n.º 2 do CSC - ou por maioria simples se estiverem presentes ou representados, em segunda convocatória, acionistas detentores de metade do capital – art. 386º, n.º 4 e art. 383º, n.º 3 do CSC).

Alguns dos argumentos aduzidos prendem-se com (i) a dificuldade de operar a regra da unanimidade nas sociedades anónimas (o que na prática inviabilizaria a tomada destas decisões), razão pela qual tal regra se encontra geralmente afastada do regime das

⁹⁵ Raúl Ventura, *Sociedade por Quotas*, Vol. III, in *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 3ª reimpressão da 1ª Ed. de 1991, 2006, p. 16; o mesmo autor, *Direitos Especiais dos Sócios in O Direito*, Ano 121, I, (janeiro- março), 1989, p. 215; e Inocêncio Galvão Teles, *Ações privilegiadas in O Direito*, Ano 87, 1955, p. 302.

⁹⁶ Jorge Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial, Das Sociedades*, Vol. II, 7ª Ed., Coimbra, Almedina, 2021, p. 210.

⁹⁷ *Cfr.* art.s 15º, 112º e 197º do CVM.

⁹⁸ Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais (...)*, *ob. cit.*, pp. 120 – 121; João Nuno Vieira dos Santos, *Ações de lealdade – A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas*, in RDS VI, 2014, pp. 465 – 466; Coutinho de Abreu refere que este princípio está presente em várias normas do CSC, umas vezes de maneira implícita, mas também de maneira explícita, designadamente (além do referido art. 321º) no art. 213º, n.º 4 (a restituição das prestações suplementares deve respeitar a igualdade entre os sócios), art. 344º, n.º 2 (na conversão de ações ordinárias em ações preferenciais sem voto há de se respeitar o princípio da igualdade de tratamento dos sócios) e no art. 346º, n.º 3 (nos casos de amortização de ações sem redução de capital o reembolso parcial do valor nominal deve ser feito por igual relativamente a todas as ações), *cfr.* Jorge Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial (...)*, *ob. cit.*, p. 210.

sociedades anónimas⁹⁹; (ii) o facto de se tratar efetivamente de uma alteração aos estatutos, cuja necessidade de aprovação por maioria reforçada é (conscientemente) exigida pelo legislador¹⁰⁰; (iii) o paralelismo efetuado com a deliberação de supressão do direito especial, a qual também não exige unanimidade (nos termos do art. 24º, n.º 6, o consentimento para a supressão do direito especial é dado por deliberação da assembleia especial de acionistas tomada pela maioria necessária à alteração dos estatutos)¹⁰¹; e (iv) o entendimento de que uma diferenciação entre os acionistas fundada no interesse social (interesse comum de todos os sócios) não viola o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, isto é, no caso do interesse social impor ou recomendar essa diferenciação, a correspondente alteração estatutária pode ser decidida pela maioria¹⁰².

Julgamos que a posição a adotar deverá ter em conta todos estes ensinamentos. Isto é, embora a publicação do art. 21º-D, n.º 3 do CVM tenha vindo esclarecer estas divergências - apontando no sentido da aprovação por (mera) maioria qualificada - a verdade é que não podemos esquecer a importância da tutela do princípio da igualdade de tratamento dos acionistas.

Neste sentido, julgamos que, quando tal princípio esteja afetado, deverá ainda assim exigir-se a aprovação com o consentimento de todos os acionistas afetados.

Isto é, deverá ser exigido o consentimento individual de todos os acionistas quando não é assegurada a igualdade de tratamento no plano do acesso ao privilégio por parte dos acionistas pré-existentes; nestes casos a deliberação de alteração estatutária por maioria qualificada não deve ser considerada suficiente¹⁰³.

⁹⁹ Madalena Perestrelo de Oliveira, *ob. cit.*, p. 453 – 456; Cristiano Dias, *Os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas: as “golden shares”* in RDS III, 2011, p.749; Raúl Ventura, a propósito da emissão de ações privilegiadas, ciente desta dificuldade, sugere que “o único meio de remediar a dificuldade consiste em conceder autorização para emissão de ações privilegiadas logo no contrato inicial” constando deste uma “autorização genérica que poderá ser completada quanto ao número de ações e aos direitos atribuídos às categorias privilegiadas por meio de ulteriores alterações do contrato”, Raúl Ventura, *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas in Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, reimpressão da Ed. de 1992, 2003, p. 427.

¹⁰⁰ Madalena Perestrelo de Oliveira, *ob. cit.*, pp. 453 – 456; Cristiano Dias, *ob. cit.*, p. 748.

¹⁰¹ Paulo Olavo Cunha, *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: As ações privilegiadas*, Coimbra, Almedina, 1993, p. 184; Madalena Perestrelo de Oliveira, *ob. cit.*, pp. 453 - 456; no que diz respeito ao regime da supressão dos direitos especiais, Cristiano Dias, *ob. cit.*, p. 754; Alexandre Soveral Martins e Ricardo Costa, *Direitos Especiais Art.º 24 in Jorge Coutinho de Abreu et. al. Código da Sociedades em Comentário*, Vol. I, 2ª Ed., Coimbra, Almedina, 2017, pp. 426 -445.

¹⁰² Jorge Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial (...)*, *ob. cit.*, p. 211.

¹⁰³ Carlos Osório de Castro, a propósito das ações preferenciais sem voto, *cf.* Carlos Osório de Castro, *ob. cit.* p. 289; Armando Triunfante, a propósito dos direitos especiais, *cf.* Armando Triunfante, *Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra, Coimbra Editora, 2004, p. 415.

Assim, por exemplo, no caso de criação de ações especiais através de aumento de capital por novas entradas em dinheiro, temos de distinguir duas situações: (i) o caso em que é conferido aos acionistas, nos termos do art. 458º, n.º 1, o direito de preferência na subscrição das novas ações¹⁰⁴ e (ii) o caso em que, nos termos do art. 460º, tal direito é suprimido ou limitado em função do interesse social da sociedade¹⁰⁵.

Se no primeiro caso, está salvaguardado o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, no segundo caso parece ocorrer uma violação deste princípio que só pode ser sanada mediante a aprovação do aumento de capital por unanimidade¹⁰⁶.

Nem poderá vingar, como argumento contrário, como pretende parte da doutrina¹⁰⁷, a possibilidade de invocar a anulabilidade da deliberação por ser apropriada “*para satisfazer o propósito de um dos sócios de conseguir (...) prejudicar os interesses dos outros sócios*” (nos termos do art. 58º, n.º 1 b) do CSC), na medida em que tal mecanismo pretende sanar um vício *à posteriori*, devendo caber à sociedade desencadear os procedimentos para que tal seja evitado¹⁰⁸.

Caso se entenda que a necessidade de assegurar o eficaz funcionamento do ente corporativo (em particular no seio do mercado de capitais) se sobrepõe ao direito à igualdade dos acionistas minoritários, seria interessante equacionar (sob o ponto de vista do direito a constituir) a possibilidade de fazer acompanhar a criação deste tipo de ações por maioria (ainda que qualificada) da faculdade de exoneração dos acionistas que se vissem prejudicados¹⁰⁹.

Outras questões se colocam a propósito da criação de ações de voto plural no âmbito do aumento de capital, designadamente quanto à sua admissibilidade no caso deste se realizar por incorporação de reservas, nos termos do art. 91º e seguintes do CSC.

Segundo Brito Pereira, embora a lei não o diga expressamente, como noutros

¹⁰⁴ Se existirem apenas ações ordinárias, os acionistas terão direito de preferência na subscrição das novas ações de voto plural atribuindo-se a cada acionista o número de ações proporcional àquelas que for titular na referida data ou o número inferior de ações que o acionista tenha declarado querer subscrever; sendo rateadas as ações que sobrarem. Se já existirem ações da categoria especial com voto plural, nos termos do art. 458º, n.º 4 a preferência pertence primeiro aos titulares de ações dessa categoria.

¹⁰⁵ O mesmo acontece com as entradas em espécie, na medida em que o art. 458º atribui o direito de preferência apenas nos aumentos de capital por entradas em dinheiro.

¹⁰⁶ Neste sentido também Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, pp. 499-500.

¹⁰⁷ Paulo Olavo Cunha, *Os direitos especiais (...)*, *ob. cit.*, p. 185; Jorge Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial (...)*, *ob. cit.*, p. 212.

¹⁰⁸ Assim Raúl Ventura que não ignora este argumento, mas tenta procurar na lei “*outras formas específicas de proteção*”, *cf.* Raúl Ventura, *Estudos Vários (...)* *ob. cit.*, pp. 424 e 427.

¹⁰⁹ Armando Triunfante, *ob. cit.*, pp. 339 e 418.

ordenamentos jurídicos¹¹⁰, não parece ser possível a criação de ações com voto plural nestas situações, uma vez que, nos termos do art. 92º, n.º 1, a este tipo de aumento “*corresponde o aumento da participação de cada sócio, proporcionalmente ao seu valor nominal ou ao respetivo valor contabilístico*”, entendendo-se que as ações a emitir devem ter as características das ações já emitidas, ou seja, não podem ser emitidas ações que materialmente sejam diferentes daquelas que justificam o direito do acionista às novas ações¹¹¹.

Tal entendimento tem por base a natureza contabilística deste tipo de aumento e o dever de “*homogeneidade de direitos face às ações pre-existentes*” refletida em vários passos do regime tais como (i) o art. 92º, n.º 2, que refere que no caso de ações sem valor nominal o aumento pode realizar-se sem alteração do número de ações; ou (ii) o art. 92º, n.º 4, que dispõe que a regra geral, caso não se disponha diferentemente, é a da manutenção do número de ações, aumentando-se o valor nominal das mesmas.

No entanto, surge a questão de saber qual a solução a adotar na situação em que existam já ações de categoria especial com direito ao voto plural (ou outras categorias de ações). Nestes casos, poderíamos optar por duas soluções, ou se considera que as novas ações são todas ordinárias, ou se admite que as novas participações tenham conteúdo igual ao das já emitidas. De acordo com a letra (e admitimos, o espírito) da lei, entendemos que as novas ações a emitir deverão ser iguais às que haviam sido subscritas ou adquiridas anteriormente pelos acionistas que mantêm assim a sua posição relativa na sociedade¹¹².

Esta solução vai em linha com a jurisprudência italiana, a qual, face ao contraste que opunha a proibição do voto plural (constante do art. 2351º, n.º 3 do *Codice Civile* prévio ao *decreto competitivita*) à norma que estabelecia – essa sim, expressamente - que no aumento de capital mediante incorporação de reservas as ações da nova emissão deviam ter as características das ações em circulação (art. 2442º do *Codice Civile*), optou pela inaplicabilidade da proibição nestes casos¹¹³.

¹¹⁰ Em Itália, o art. 2442º do *Codice Civile* dispõe expressamente que as ações a emitir em resultado da incorporação de reservas devem ter as mesmas características das ações já emitidas.

¹¹¹ Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 496; igualmente, Paulo de Tarso Domingues, *Aumento das Participações dos sócios Art.º 92 in Jorge Coutinho de Abreu et. al. Código da Sociedades em Comentário*, Vol. II, 3ª Ed., Coimbra, Almedina, 2021, pp. 136-145; diferentemente Eduardo Lucas Coelho, *ob. cit.*, p. 64. que defende não existir princípio da equiparação das ações neste tipo de aumento de capital.

¹¹² Paulo Olavo Cunha, *Os direitos especiais (...)*, *ob. cit.*, pp. 187-188.

¹¹³ Eduardo Lucas Coelho, *ob. cit.*, p. 64.

Por esta razão, o aumento de capital por incorporação de reservas nunca estará sujeito à aprovação da assembleia de acionistas de categoria especial, uma vez que, para efeitos do art. 24º, n.ºs 5 e 6, os direitos especiais existentes não são delimitados nem diluídos por esta emissão¹¹⁴.

Levanta-se ainda a questão de saber se, face ao disposto art. 21º-D, n.º 3 do CVM, é possível proceder com a emissão de ações especiais com voto plural através de aumento de capital deliberado pelo Conselho de Administração, sem intervenção da Assembleia Geral, nos termos do art. 456º do CSC. Não nos parece que esta disposição do CVM venha proibir tal emissão, devendo a autorização estatutária para aumento de capital pelo Conselho de Administração fazer referência “aos direitos atribuídos às ações a emitir”, tal como indicado no art. 456º, n.º 2, c) do CSC¹¹⁵.

No que diz respeito à conversão das ações, refere o art. 21º-D, n.º 4 do CVM que “A conversão em ações com direito especial ao voto plural observa, com as necessárias adaptações, o disposto no artigo 344.º do Código das Sociedades Comerciais”, estabelecendo assim um paralelismo com a conversão de ações ordinárias em ações preferenciais sem voto¹¹⁶.

Tal paralelismo é, contudo, discutível, uma vez que as teleologias dos regimes são exatamente opostas. Um regime cuida da conversão para um tipo de ações em que a vantagem acrescida são os direitos de voto, e o outro regime cuida da conversão para um tipo de ações em que a vantagem acrescida são os direitos patrimoniais (em detrimento dos direitos de voto).

Neste aspeto, existem dois pontos do regime em que tal disparidade de intenções é mais evidente, oferecendo alguma dificuldade de interpretação.

O regime da conversão das ações ordinárias em ações preferenciais sem voto limita a emissão destas ações até ao montante representativo de metade do capital social (por remissão do art. 344º, n.º 1 para o art. 341º, n.º 1).

¹¹⁴ Paulo de Tarso Domingues, *O aumento do capital social gratuito ou por incorporação de reservas in DSR*, Coimbra, Almedina, março 2009, p. 236; Paulo de Tarso Domingues, *Aumento das Participações dos sócios Art.º 92 (...), ob. cit.*, pp. 136-145; Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 497.

¹¹⁵ Miguel Stokes, *ob. cit.*, p. 154.

¹¹⁶ Note-se que, no caso da conversão de ações parece estar assegurada a paridade de tratamento dos acionistas pelo facto de a mesma ocorrer a pedido dos acionistas interessados e ser obrigatório efetuar rateio no caso de haver excesso de oferta (nos termos do art. 344º, n.º 2 do CSC). Armando Triunfante refere que este é um dos casos em que não será preciso unanimidade para a criação de direitos especiais porque está assegurado o princípio da igualdade, *cf.* Armando Triunfante, *ob. cit.*, pp. 334-336 e 416.

Ora, tal limitação justifica-se neste regime para evitar uma completa separação entre os detentores do capital social e os detentores do direito de voto, apresentando-se como uma baliza importante ao desvio do princípio da proporcionalidade (que já vimos ser basilar neste tema).

Já nas ações com direito ao voto plural não faz sentido a imposição deste limite, pois na verdade, com a possibilidade de atribuir 5 votos, o controlo da sociedade é adquirido no limiar muito inferior a 50% do capital social pelo que esta métrica não é relevante.

Veja-se o caso de uma sociedade que tem um capital social de EUR 100.000,00, representado por 100.000 ações, com valor nominal de EUR 1,00, em que EUR 20.000,00 são representados por ações que atribuem 5 votos cada e EUR 80.000,00 são representados por ações ordinárias. Neste caso, o valor nominal das ações com voto plural corresponde a apenas 20% do capital social da sociedade e os titulares deterão já 55,55% dos direitos de voto (i.e. 100 votos no total de 180).

Acresce que tal limitação não existe caso as ações com direito de voto plural sejam criadas originariamente na constituição da sociedade ou através de aumento de capital.

Da mesma forma, dificilmente se compreende a aplicação de formalidade idêntica para fazer operar a conversão de ações. Isto é, parece-nos desadequada a necessidade de manifestação de vontade de conversão pelos acionistas através de requerimento a apresentar no prazo máximo de 90 dias fixado na deliberação (nos termos do art. 344º, n.º 2).

A este respeito, não podemos esquecer que, na maioria das situações, a conversão para ações com direito a voto plural reforça a posição do acionista – ao contrário da conversão para ações privilegiadas sem direito de voto - e a necessidade de apresentação de tal requerimento cria um risco para os acionistas mais alheados da vida da sociedade (como especialmente acontece nas sociedades cotadas) que poderão ver afetado o exercício deste direito.

É certo que, como defende Brito Pereira, tal efeito positivo pode nem sempre estar presente, designadamente, por exemplo, por transportar o acionista para um patamar de participação qualificada que este queira evitar, entendendo este autor, por essa razão, ser de aplaudir este regime¹¹⁷.

¹¹⁷ Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 501.

No entanto, tendo em conta a maioria das situações, entendemos que seria mais adequado não fazer depender a conversão de requerimento do acionista, oferecendo-se, em vez disso, a oportunidade de oposição (eventualmente no igual prazo de 90 dias)¹¹⁸.

¹¹⁸ Miguel Stokes, *ob. cit.*, p. 157.

d. Ações de lealdade

A introdução de ações com voto plural na legislação portuguesa, como vimos, nasce da preocupação em desenvolver e promover o mercado de capitais em Portugal, tentando criar, para as sociedades cotadas, mais possibilidades de abertura de capital, sem necessidade de se perder, ainda assim, o controlo por certos acionistas chave.

Também como vimos, a atribuição destes direitos foi implementada noutras jurisdições, designadamente mediante a criação de ações de lealdade, isto é, ações que conferem o voto múltiplo após um determinado período de detenção.

Este mecanismo visa a concessão de poder aos acionistas de longo prazo por forma a que os seus interesses possam manter-se alinhados com o interesse da sociedade. De facto, verifica-se que os investidores a curto prazo tendem a gerir o seu investimento em função das oportunidades de mercado, abdicando da valorização da empresa.

O combate trava-se aqui contra o investimento de curta duração (*short termism*), i.e o “*enfoque progressivamente imediatista e míope da administração societária*”¹¹⁹, constatando-se que a intensificação progressiva de investidores institucionais no mercado e a necessidade destes atraírem mais clientes leva a uma procura por resultados mais impressionantes e de curto prazo. Tal comportamento desencadeia essencialmente 3 consequências nocivas para as sociedades: perda de oportunidades de investimento (designadamente os investimentos de longo prazo); riscos mais elevados, uma vez que se recorre a soluções mais audazes e a engenharias financeiras; e planeamento de inovação mais tímido (ausência de aposta em *research and development*)¹²⁰.

Cumprindo assim equacionar se a introdução do art. 21º-D do CVM veio permitir a criação de ações de lealdade no ordenamento jurídico português, isto é, ações que conferem o voto múltiplo após um determinado período de detenção.

Como já referido, a regra geral aplicável nesta matéria consta do art. 384º, n.º 5 do CSC, o qual estabelece uma regra genérica de proibição do voto plural.

Em derrogação desta regra, o art. 21º-D do CVM veio estabelecer que as sociedades cotadas “*podem emitir ações com direito especial ao voto plural, até ao limite de cinco votos por cada ação*”, estabelecendo as respetivas condições e regime.

¹¹⁹ Engrácia Antunes, *Novos rumos do direito societário europeu – O «Report of the reflection group on the future of EU company law»*, in *II Congresso DSR*, Coimbra, Almedina, 2012, pp. 347-353.

¹²⁰ Madalena Perestrelo de Oliveira, *ob. cit.*, p. 462.

O caminho a seguir prende-se então com a configuração ou não das ações de lealdade como um direito especial e, como tal, enquadráveis nesta disposição.

Se assim o entendermos, devemos recordar o art. 24º do CSC que determina que nas sociedades anónimas os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de ações e transmitem-se com estas.

Ora, não podemos ignorar que, tendo em conta a finalidade das ações de lealdade (i.e., o propósito de premiar a duração da sua detenção), a regra aqui presente, designadamente no que diz respeito à transmissibilidade, apresenta um problema: ou o direito especial de voto múltiplo acompanha a transmissão da ação (e perde-se a lógica do prémio atribuir aos sócios) ou este direito não acompanha a transmissão da ação (e então violamos esta disposição)¹²¹.

Nesta medida, somos obrigados a entender que, mesmo admitindo o benefício que tais ações trariam à ordem jurídica portuguesa, as mesmas não se encontram previstas na categoria especial de ações criada pelo disposto no art. 21º-D do CVM.

No entanto, na medida em que atribuímos o direito de conversão a todas as ações, podemos considerar não estar perante um direito especial e, logo, não ser aplicável o regime descrito do art. 24º, n.º 4 do CSC.

A verdade é que "*o direito atribuído a um sócio é especial porque é diferente dos direitos gerais atribuídos a todos os outros sócios, porque só um sócio goza desse direito tal como no contrato de sociedade é configurado*"¹²², não configurando como tal os direitos concedidos a todo e qualquer sócio¹²³.

As ações de lealdade não atribuem direitos a um número limitado de acionistas, mas conferem, sim, uma vantagem genérica associada à posição de socialidade, à semelhança do que acontece, por exemplo, com as estipulações estatutárias que

¹²¹ Miguel Stokes avança com a possibilidade de limitar a transmissão das ações à conversão das mesmas em ações ordinárias, concluindo, no entanto, que tal solução não seria viável por violar o disposto no art. 204º, n.º 1, a) do CVM que estabelece que os valores mobiliários objeto de negociação organizada devem ser livremente transmissíveis, *cf.* Miguel Stokes, *ob. cit.*, pp. 165-168.

¹²² Raúl Ventura, *Direitos especiais (...)*, *ob. cit.*, p. 215.

¹²³ Neste sentido, igualmente, Paulo Olavo Cunha, *Os direitos especiais (...)*, *ob. cit.*, pp. 23-25, Luís Brito Correia, *Direito Comercial, Vol. II, Sociedades Comerciais*, Lisboa, AAFDL, 2000, p. 306; Armando Triunfante, *ob. cit.*, p. 408-412; Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 466; Madalena Perestrelo de Oliveira, *ob. cit.*, pp. 467-468; em sentido contrário Menezes Cordeiro, *Manual de Direito das Sociedades*, I, 5ª Ed., Almedina, Coimbra, 2022, p. 555; Pedro Pais de Vasconcelos, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2006, pp. 251-252.

permitem, nos termos do art. 297º, n.º 1 do CSC, que sejam efetuados adiantamentos sobre lucros, vantagem aplicável, naturalmente, a todos os acionistas.

A majoração do número de votos das ações de lealdade é apenas consequência da regulação de um direito de todos os acionistas em função da aplicação de um conjunto de pressupostos (tal como acontece, em sentido inverso, com a limitação de votos estabelecida no art. 384º, n.º 2 do CSC, na qual qualquer acionista apenas vê o seu direito de voto limitado quando atinge o limiar estipulado pelo contrato).

Nesta medida, no caso de criação de ações de lealdade representativas da totalidade do capital social, não estamos perante a atribuição de um direito especial, uma vez que *“não se verifica a consagração de nenhum regime diferente, mas apenas a consagração de um regime comum cuja aplicação a um acionista concreto dependerá exclusivamente do tempo de detenção da participação social”*¹²⁴.

Ora, o art. 21º-D do CVM veio quebrar as regras da proporcionalidade entre a detenção do capital social e os direitos de voto para as sociedades cotadas, abrindo espaço para esta solução¹²⁵.

Assim, tendo em conta os limites do CSC referentes à consagração de direitos especiais nas sociedades anónimas e à sua autonomização em categoria de ações, é possível entender que o sistema admite (agora) outras soluções de majoração da posição dos sócios, desde que a atribuição dos direitos não seja configurada como uma atribuição de um direito especial e que as regras de acesso respeitem a igualdade de tratamento dos acionistas.

A criação de ações de lealdade nestes termos representa exatamente isso, a consagração de um direito geral a que todos os acionistas, isto é, todas as ações, têm acesso, mas que, em resultado das regras estatutárias e das suas condições de qualificação, apenas alguns podem exercer¹²⁶.

Admitindo-se assim que o art. 21º-D tenha vindo – por interpretação extensiva – permitir a criação de ações de lealdade, servindo de base para o eventual regime

¹²⁴ Madalena Perestrelo de Oliveira, *ob. cit.* p. 468; no mesmo sentido, Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 490; Fátima Gomes, *Dividendo de Lealdade? in II Congresso do DSR*, Coimbra, Almedina, 2012, p. 414.

¹²⁵ Recorda ainda Brito Pereira que o art. 21º-D do CVM não estabelece qualquer limitação de percentagem de capital representada pela categoria de ações de voto múltiplo ou limitação para a aposição de eventuais termos ou condições aos direitos de voto atribuídos, pelo que, também sob este prisma, não parece que tal solução arpeje o legislador, *cf.* Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 491.

¹²⁶ Jorge Brito Pereira, *ob. cit.*, p. 490.

(designadamente quanto ao limite máximo de votos a atribuir), não se ignora, no entanto, as dificuldades de implementação desta solução.

VI. Conclusão

Não restam dúvidas que o art. 21º-D do CVM veio alterar o paradigma instalado na ordem jurídica portuguesa, uma vez que esta disposição reflete um desvio expresso ao princípio da proporcionalidade entre a participação no capital e o direito de voto que, embora com variações pontuais e de conceito, permanece ainda vigente.

Tal derrogação surge com o intuito claro de dinamização do mercado de capitais em Portugal, criando-se um mecanismo de incentivo à captação de capital das sociedades sem que isso implique, necessariamente, perda de controlo das mesmas pelos acionistas empreendedores¹²⁷.

Fica, no entanto, a dúvida se por um lado tal desiderato está cumprido e, se, por outro lado, se poderiam atingir outros objetivos.

A primeira crítica reside no restrito âmbito subjetivo da solução implementada. A necessidade de captação de capital não se restringe às sociedades que se movimentam no mercado de valores mobiliários. Muitas das estruturas societárias nacionais de grande dimensão não têm o seu capital admitido à negociação ao mercado regulamentado e poderiam beneficiar desta norma para a captação de capital e crescimento da sua atividade.

Igualmente, alguns aspetos do regime não deixam de criar perplexidades pela sua aproximação ao disposto para as ações preferenciais sem voto. A lei não só mantém vícios antigos, ignorando a aplicação do princípio da igualdade dos acionistas na constituição deste direito especial, como também remete expressamente para a aplicação das regras da conversão de ações, sem considerar as diferentes teleologias dos regimes.

Uma última crítica aponta para a falta de enquadramento sobre a possibilidade de criação das ações de lealdade. Teria sido benéfico que as alterações necessárias à implementação de ações de voto plural tivessem incluído esclarecimentos sobre a possibilidade deste tipo de ações, estabelecendo (ou esclarecendo) a aplicação de um regime próprio.

As vantagens das ações de lealdade são inegáveis, pelo que a admissão expressa de

um desvio ao princípio da proporcionalidade poderia ter constituído uma oportunidade para trilhar este caminho com mais segurança.

Em todo o caso, a implementação da solução adotada é de saudar. As vantagens atinentes à possibilidade de voto plural são óbvias, não só porque oferece um instrumento diversificado de investimento de capital, mas também porque permite um envolvimento permanente dos acionistas empreendedores, podendo-se assim apostar no potencial produtor das sociedades a longo prazo (quer estes acionistas sejam selecionados por serem acionistas de longo prazo ou não).

Finalmente, é sempre de aplaudir, no seio das sociedades comerciais, um alargamento do espectro da liberdade contratual quando confrontado com matérias que não belisçam a proteção dos investidores nem do mercado, pecando apenas esta solução por alguma falta de ambição.

¹²⁷ O efeito prático das ações preferenciais sem direito de voto é semelhante ao da emissão de ações com voto plural, mas a sociedade não é agora forçada a conferir, em contrapartida, vantagens patrimoniais aos acionistas prejudicados.

BIBLIOGRAFIA

a) Referências bibliográficas

ABREU, Jorge M. Coutinho de, *et. al.* - *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. I, 2ª Edição, Coimbra, Almedina, 2017

ABREU, Jorge M. Coutinho de, *et. al.* - *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. II, 3ª Edição, Coimbra, Almedina, 2021

ABREU, Jorge M. Coutinho de, *et. al.* - *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, 2ª Edição, Coimbra, Almedina, 2018

ABREU, Jorge M. Coutinho de, *et. al.* - *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. VI, 2ª Edição, Coimbra, Almedina, 2019

ABREU, Jorge M. Coutinho de, *et. al.* - *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. VII, 2ª Edição, Coimbra, Almedina, 2021

ABREU, Jorge M. Coutinho de, - *Curso de Direito Comercial, Das Sociedades*, Vol. II, 7ª Edição, Coimbra, Almedina, 2021.

ANTUNES, José Engrácia - *Novos rumos do direito societário europeu – O «Report of the reflection group on the future of EU company law» in II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2012

CARNEIRO, Francisco Sá - *The Florange Law. A new power game in Estudos em Honra de João Soares da Silva*, Coord. Carlos Osorio de Castro, Coimbra, Almedina, 2021

CASTRO, Carlos Osório - *Acções preferenciais sem voto in Problemas do Direito das Sociedades*, IDET, Coimbra, Almedina, 2008

COELHO, Eduardo de Melo Lucas - *Direito de Voto dos Accionistas nas Assembleia Gerais das Sociedades Anónimas*, Lisboa, Rei dos Livros, 1987

COELHO, Jose Gabriel Pinto - *Estudo sobre as acções de sociedades anónimas*, Coimbra, 1957

CORDEIRO, Menezes - *Acções Preferenciais sem Voto in Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 60, Lisboa, 2000

CORDEIRO, Menezes - *A lei das Sociedades Anonymas de 22 de Junho de 1867 in Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 77, Lisboa, 2017.

CORDEIRO, Menezes - *Direito das Sociedades I (Parte Geral)*, 5ª Edição, Coimbra, Almedina, 2022

CORDEIRO, António Menezes - *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 5ª Edição, Coimbra, Almedina, 2022

CORREIA, Luís Brito, *Direito Comercial, Vol. II, Sociedades Comerciais*, Lisboa, AAFDL, 2000

CUNHA, Paulo Olavo - *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Acções Privilegiadas*, Coimbra, Almedina, 1993

CUNHA, Paulo Olavo - *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª Edição, Coimbra, Almedina, 2021

DIAS, Cristiano - *Os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas: as “golden shares” in Revista do Direito das Sociedades III*, 2011.

DOMINGUES, Paulo de Tarso - *O aumento do capital social gratuito ou por incorporação de reservas in Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, Março 2009

EASTERBROOK, Frank e FISCHER, Daniel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1996

EREIO, Joana Torres - *One Share, One Vote -Os tetos de voto e as alterações introduzidas pelo Decreto Lei 20/2016 in Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 44, 2016.

GOMES, Ana Luisa Lopes e AGUSTINHO, Eduardo Oliveira - *Voto Plural: Vantagens e Desvantagens do Instrumento Segundo a Doutrina e Agentes de Mercado e sua Configuração no Ordenamento Jurídico Brasileiro pela lei 14.195 de 2021 in*

Revista Jurídica Luso-Brasileira, Ano 8, 2022

GOMES, Fátima - *Dividendo de Lealdade? in II Congresso do Direito das Sociedades em Revista*, 2012

GOMES, José Ferreira - *Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa in Revista de Direito Comercial*, 2022.

MAIA, Pedro - *Voto e Corporate Governance*, Coimbra, Almedina, 2020.

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

PEREIRA, Jorge Brito - *O voto plural na sociedade anónima*, Coimbra, Almedina, 2022

RIBEIRO, Pedro Batalha - *Das Companhias Pombalinas às Sociedades Anónimas*, dissertação de mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2016, disponível em https://www.academia.edu/39971270/das_companhias_pombalinas_%c3%80s_sociedades_an%c3%93nimas_subs%c3%8ddios_para_a_hist%c3%93ria_do_direito_das_sociedades_comerciais_em_portugal

SANTOS, João Nuno Viera dos - *Ações de lealdade – A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas in Revista do Direito das Sociedades VI*, número 2, 2014

SERRA, Vaz - *Assembleia geral in Boletim do Ministério da Justiça*, 197, 1970

SILVA, João Soares da - *Voting Caps em sociedades cotadas: algumas reflexões in A propósito de Corporate Governance e de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2018.

STOKES, Miguel- *Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas – Permissão Normativa Tácita das Ações de Lealdade? in Revista do Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, 2022.

TELES, Inocência Galvão - *Acções privilegiadas in O Direito*, Ano 87, Coimbra, 1955

TORRES, Isabel Fernandez - *El voto adicional por lealtad - A propósito del Anteproyecto de reforma de labley de sociedades de Capital in Revista de derecho del mercado de valores*, no 25, 2019

TRIUNFANTE, Armando- *Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra, Coimbra Editora, 2004

VASCONCELOS, Pedro Pais de- *A Participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª Edição, Almedina, Coimbra, 2006

VENTURA, Raúl - *Direitos especiais dos sócios in O Direito*, Ano 121, I, (janeiro-março), 1989

VENTURA, Raúl- *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas in Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, reimpressão da edição de 1992, 2003,

VENTURA, Raúl - *Sociedade por Quotas*, Vol III, in *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 3ª reimpressão da 1ª edição de 1991, 2006

b) Outras publicações consultadas (por ordem de referência)

Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids in the European Union, Bruxelas, 10 de Janeiro de 2002 (Relatório Winter), disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322

Report on the Proportionality Principle in the European Union, liderado pelo ISS (Institutional Shareholder Services), associado ao ECGI (European Corporate Governance Institute) e à Sherman & Sterling, 2007, disponível em https://www.ecgi.global/sites/default/files/final_report_en.pdf

Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality, Junho de 2007, disponível em <https://dokumen.tips/documents/paper->

[of-the-european-corporate-governance-of-the-european-corporate-governance.html?page=1](#)

Lack of proportionality between ownership and control: Overview and issues for discussion” publicado pelo OECD Steering Group on Corporate Governance, 2007, disponível em <https://www.oecd.org/daf/ca/40038351.pdf>

Action Plan: European Company Law and Corporate Governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies, comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões Europeu, 12 de Dezembro de 2012, disponível em <https://eur-ex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:EN:PDF>

Financial Conduct Authority Handbook (LR 7.2.1A), 27 de Julho de 2018, disponível em <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/7.pdf>

Primary Market Effectiveness Review: Feedback and final changes to the Listing Rules publicado por *Financial Conduct Authority*, Dezembro de 2021, disponível em <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-22.pdf>

HM Treasury UK Listing Review de Março de 2021, disponível em https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/966133/UK_Listing_Review_3_March.pdf