



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# **O Voto Plural nas Sociedades Anónimas**

Beatriz de Carvalho Laurindo Hasselmann

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2022





UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# **O Voto Plural nas Sociedades Anónimas**

Beatriz de Carvalho Laurindo Hasselmann

Orientadora: Maria de Fátima da Silva Ribeiro

Mestrado em Direito e Gestão

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2022

*Aos meus pais e avós, pelas oportunidades*

*Ao meu marido, pelo carinho e suporte*

*A vida é a hesitação entre uma exclamação e  
uma interrogação. Na dúvida, há um ponto  
final.*

Fernando Pessoa

### Agradecimentos

À minha orientadora, Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Maria de Fátima da Silva Ribeiro pelo cuidado e dedicação ao longo da elaboração deste trabalho.

Ao Dr. Saulo Bichara Mendonça, docente da Universidade Federal Fluminense (UFF), pela disponibilidade para o esclarecimento de dúvidas sobre o voto plural no Brasil.

**Resumo:** No final do ano de 2021, foi aprovada a reforma do CVM (Lei 99-A/2021) que, tornou possível a adoção do voto plural pelas sociedades anónimas cotadas portuguesas. Alguns meses antes, no outro lado do Atlântico, a Lei 6.404/1976 sofreu alterações que viabilizaram o voto plural para as sociedades anónimas brasileiras. Ambos os países buscam atrair investimentos e evitar a fuga de empresas nacionais para mercados de capitais estrangeiros. Estas recentes mudanças legislativas reascenderam a discussão acerca do voto plural.

**Palavras-chave:** voto plural; sociedades anónimas; princípio da proporcionalidade; *one share one vote*.

**Abstract:** At the end of 2021, there were legal changes that made possible the implementation of multiple voting shares in the Portuguese anonymous companies listed in the trading stock market. Some months before that, on the other side of the Atlantic, the Brazilian corporate law also suffered alterations to legalize the multiple voting system. Both countries seek to attract investors and avoid the migration of national companies to foreign markets. Those recent legal changes brought back the debate about the multiple voting shares.

**Keywords:** multiple voting shares; corporate law; *one share one vote*.

## Sumário

1. Introdução.....	1
2. Breves notas sobre teoria da agência e o controlo nas sociedades comerciais.....	3
3. O voto plural e suas controvérsias .....	9
3.a. O voto plural e o princípio da proporcionalidade .....	11
3.b. O voto plural e o dever de lealdade .....	13
3.c. O voto plural e o princípio do igual tratamento dos sócios .....	19
3.d. Os efeitos do voto plural na economia .....	20
4. O voto plural na legislação portuguesa .....	23
5. Considerações sobre o voto plural no Brasil .....	30
6. Conclusão .....	36

## **Lista de siglas e abreviaturas**

- CVM – Código de Valores Mobiliários
- CSC – Código das Sociedades Comerciais
- CC – Código Civil
- NYSE - *New York Stock Exchange*
- SGX - *Singapore Exchange*
- HKEX - *Hong Kong Exchanges and Clearing Limited*
- ROC – Revisor Oficial de Contas
- SROC – Sociedade de Revisores Oficiais de Contas
- IPO – *Initial Public Offering*

## 1. Introdução

O início deste século foi marcado por um movimento na União Europeia<sup>1</sup> favorável à adoção da regra *one share one vote* como espécie de princípio geral, perante a preocupação com as consequências do desvio do princípio da proporcionalidade. Nesse cenário, podemos citar o Relatório Winter I<sup>2</sup>, de 2002, que prezava pela proporcionalidade entre o risco económico e o poder de controlo sobre a sociedade. A lógica era a seguinte: quem tem mais legitimidade para tomar decisões dentro da companhia é quem suporta maior ónus diante de tais decisões. No ano seguinte, a Comissão Europeia posicionou-se no sentido em que medidas para o fortalecimento do *one share one vote* exigiam uma análise mais minuciosa<sup>3</sup>.

Em 2007, o princípio da proporcionalidade volta à discussão devido a um estudo da Comissão Europeia<sup>4</sup>. Desta vez, não foi possível afirmar os benefícios da rigidez do princípio da proporcionalidade para as empresas ou para o mercado. Estudos de outras entidades<sup>5</sup> chegaram a conclusões semelhantes.

A reforma do CVM<sup>6</sup>, aprovada no final de 2021, expandiu o voto plural às sociedades anónimas cotadas portuguesas. Alguns meses antes, no Brasil, houve uma mudança<sup>7</sup> mais drástica, com a garantia deste direito para as sociedades anónimas como um todo. Ambos os países procuram melhorar o ambiente de negócios e fortalecer os seus respetivos mercados de capitais de modo a evitar a fuga de empresas nacionais (com foco

---

<sup>1</sup> Para informações mais detalhadas sobre a discussão do princípio da proporcionalidade na Europa, ver José Ferreira Gomes, *Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas*, Revista de Direito Comercial, 2022, p. 306-313.

<sup>2</sup> The High Level Group Of Company Law Experts, Report on issues related to takeover bids (2002) (“Relatório Winter I”), disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=315322](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315322). Acesso em 11/09/2022.

<sup>3</sup> COM(2003) 284 final, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward. Pode ser encontrado em <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:EN:PDF>. Acesso em 11/09/2022.

<sup>4</sup> Institutional Shareholder Services (ISS), Sherman & Sterling LLP (S&S) e European Corporate Governance Institute (ECGI), Report on the proportionality principle in the European Union (2007). Disponível em [https://ecgi.global/sites/default/files/final\\_report\\_en.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/final_report_en.pdf) Acesso em 11/09/2022.

<sup>5</sup> Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality (2007) e Statement of the European Corporate Governance Forum on Proportionality (2007). Disponíveis em [http://www.efmg.org/Docs/Meeting%2026/Item%206e\\_EUCGF%20statement%20proportionality\\_25.8.2007.pdf](http://www.efmg.org/Docs/Meeting%2026/Item%206e_EUCGF%20statement%20proportionality_25.8.2007.pdf). Acesso em 11/09/2022.

<sup>6</sup> Lei 99-A/2021.

<sup>7</sup> A partir de alterações à Lei 6.404/1976 feitas pela Lei 14.195/2021.

nas *startups*) para mercados estrangeiros, como o norte-americano. Entretanto, é questionável se tal objetivo será alcançado por algum destes países por meio da implementação do voto plural.

A abordagem do voto plural aqui pretendida passa por demonstrar a interação deste objeto de estudo com o ordenamento jurídico português e com a vida das sociedades, nomeadamente no que diz respeito às sociedades anónimas. Na medida em que este tema permanece ligado às relações de poder dentro das sociedades, trataremos de assuntos afins nos capítulos seguintes, de forma a proporcionar uma melhor compreensão por meio de uma espécie de *big picture* do voto plural.

Naturalmente, o presente estudo não abrange todas as questões relacionadas com o voto plural, afinal, entendemos que o tema provou ser deveras amplo. Sendo assim, não se pretende exaurir o tema, mas contribuir para uma melhor compreensão do voto plural, contextualizando-o com questões económicas, jurídicas e da vida das sociedades.

## 2. Breves notas sobre teoria da agência e o controlo nas sociedades comerciais

As interações entre diversos grupos (relações de agência) são um problema comum dentro das sociedades, sendo responsáveis por distorções<sup>8</sup> que ameaçam a confiança de uma companhia junto do mercado<sup>9</sup>. Neste contexto, podemos levantar os conflitos de agência concernentes à relação do acionista controlador com os demais acionistas<sup>10</sup>, dada a eventual prossecução de interesses pessoais por parte daquele que exerce o domínio.

A abordagem de tal assunto é pertinente, haja vista que o voto plural é um mecanismo que proporciona a concentração do controlo da sociedade de forma atípica, *vide* a reduzida participação social necessária para efetivá-la. Destarte, as preocupações acerca do controlo são coincidentes com as relativas ao voto plural. Os problemas de agência e o conceito de controlo são temas amplos que ajudarão no estudo de outras questões abordadas ao longo do presente texto. Sendo assim, consideramos adequado dedicar um capítulo à parte para a aludida análise.

A formação das sociedades comerciais pluripessoais<sup>11</sup> tem como base a convergência de interesses individuais com o objetivo de auferir lucro em decorrência do desenvolvimento de determinada atividade económica através de uma sociedade dotada de personalidade jurídica. Apesar desta harmonia inicial, é frequente o embate entre interesses heterogêneos por parte dos sócios. Neste contexto, torna-se pertinente trazer a classificação elaborada por Ana Perestrelo de Oliveira<sup>12</sup>, que *divide* os sócios em quatro grupos, a seguir enunciados: os controladores dedicados unicamente a determinada sociedade, os controladores que possuem relações com outras sociedades (interesses

---

<sup>8</sup> A presença de um agente oportunista pode prejudicar o funcionamento dos órgãos societários, a ponto de comprometer a sociedade como um todo. Cfr, Gabriela Figueiredo Dias, *Financiamento e governo das sociedades (Debt Governance): o terceiro poder*, III Congresso DSC, 2014, p. 361.

<sup>9</sup> Cfr. Gabriela Figueiredo Dias, *últ. ob. cit.*, p. 361.

<sup>10</sup> Destacamos que este conflito de agência é apenas um de três tipos, para mais informações ver John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, *Agency Problems and Legal Strategies* em Reinier Kraakman, *et. al.*, *The Anatomy of Corporate Law: A Functional Approach*, 2ª ed., Oxford University Press, 2009, p.36.

<sup>11</sup> Não ignoramos a existência da sociedade por quotas unipessoal (art. 270-A, nº 1 CSC), caso no qual não há “convergência de interesses individuais”, uma vez que é formada por um único sócio.

<sup>12</sup> Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Governo das Sociedades*, 1ª ed., Coimbra, Almedina, 2018, p. 50-52.

empresariais externos), os minoritários ativos e, por fim, os minoritários passivos. Ante o exposto, é perceptível a complexidade das relações entre os sócios e a consequente dificuldade de harmonização de diferentes interesses.

Os conflitos entre o controlador e os não controladores são uma das principais fontes de oportunismo<sup>13</sup> no âmbito das sociedades. Afinal, aquele que possui o domínio sobre uma sociedade pode afetar, no âmbito jurídico e/ou económico, os demais acionistas quando persegue interesses pessoais em prejuízo do interesse social<sup>14</sup>. Este tipo de conflito de agência é corriqueiro em mercados com maior concentração de capital, característica que é justificada de diferentes formas pela doutrina<sup>15</sup> e se manifesta em diversos mercados como, por exemplo, o português e o brasileiro.

Além do embate entre o controlador e os demais acionistas, o conflito supracitado também representa o confronto entre o controlador e a sociedade em si<sup>16</sup>. Tal problema de agência pode assumir diferentes formas consoante a estratégia do controlador para se apropriar de património da sociedade ou diretamente dos lucros (benefícios especiais de controlo)<sup>17</sup>. Dentre as situações mais usuais nas quais é possível verificar este tipo de abuso, destacamos a celebração de negócios entre a sociedade e o seu controlador, o uso indevido de bens da sociedade pelo último e a aplicação de fundos da sociedade para a manutenção do controlo.

O significado de controlo na língua portuguesa foi fortemente influenciado pela língua francesa e pela inglesa, pois pode representar tanto a atividade de fiscalização ou vigilância quanto o poder de dominar, regular ou guiar<sup>18</sup>. Entretanto, há uma certa prevalência do sentido de controlo como forte poder de dominação<sup>19</sup>, o que vai ao encontro da abordagem a ser desenvolvida neste estudo. É interessante observar que, no âmbito das sociedades anónimas, o poder de controlo está dividido entre os órgãos societários. A cada um destes cabe um poder-função<sup>20</sup> específico, isto é, ocorre uma

---

<sup>13</sup>Ana Frazão, *Para que serve o Direito Societário?*, disponível em: <http://professoraanafrazao.com.br/files/publicacoes/2019-11-27->

[Para que serve o Direito Societario\\_A importancia do equacionamento da relacao entre poder e r](#)  
[esponsabilidade e dos conflitos de agencia\\_Parte I.pdf](#) Acesso em 26/07/2022.

<sup>14</sup> Ana Frazão, *últ. ob. cit.*

<sup>15</sup> José Ferreira Gomes, *Da administração à fiscalização das sociedades: A obrigação ...*, cit., p. 58-62.

<sup>16</sup> José Ferreira Gomes, *últ. ob. cit.*, p. 55.

<sup>17</sup> José Ferreira Gomes, *últ. ob. cit.*, p.62-64.

<sup>18</sup> Cfr. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª ed., Rio de Janeiro, GEN, 2014, p.48-49.

<sup>19</sup> Expressão utilizada por Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *últ. ob. cit.*, p. 49.

<sup>20</sup> Expressão utilizada por Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *últ. ob. cit.*, p. 49-50.

repartição de poderes dentro das empresas deste tipo. Neste contexto, a assembleia geral ganha destaque, uma vez que é o órgão responsável pela constituição dos demais e representa a última instância de decisão<sup>21</sup>.

Entretanto, a situação de controlo de uma sociedade não é referente à divisão de poderes interna explicitada anteriormente. O domínio ao qual nos referimos é próximo daquele que resulta da noção de soberania<sup>22</sup>, isto é, da possibilidade de tomar decisões com maior autonomia (como ocorre no caso do sócio ou grupo de sócios que possui a maioria dos votos em assembleia). Neste ponto, cabe ressaltar que a concentração do controlo não caracteriza por si só uma situação problemática do ponto de vista jurídico, sê-lo-à apenas se houver abuso deste poder. No caso de abuso, o exercício do controlo acarreta a supressão dos poderes dos órgãos societários e o desrespeito ao interesse social de modo a comprometer o bom funcionamento da sociedade.

Em diversos ordenamentos jurídicos a definição de poder de controlo está alocada no conjunto de normas relativas aos grupos de sociedades<sup>23</sup>. Parte da doutrina aponta dificuldade para definir tal conceito jurídico (dada a multiplicidade de formas e aos diversos graus de domínio que podem ser exercidos). Por outro lado, defende-se a elaboração de um conceito operacional (ao invés de um conceito universal) adaptado a cada sistema de normas legais<sup>24</sup>.

Em Portugal, o art. 486 CSC contribui para a definição de controlo ao estabelecer situações nas quais o domínio é presumido<sup>25</sup>. No contexto do presente estudo, o n.º 2, b da referida norma legal ganha particular relevo, afinal, o poder de voto como mecanismo para obter o controlo de uma sociedade é o cerne da discussão relativa ao voto plural. Ressaltamos que o referido dispositivo legal se aplica apenas às relações entre sociedades coligadas, entretanto, entendemos que o seu teor é instrumental à compreensão do conceito de controlo.

O controlo detido por um acionista<sup>26</sup> refere-se à capacidade de este usar o direito de voto cabível à sua participação de forma determinante no processo de formação da

---

<sup>21</sup> Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade ...*, cit., p. 50.

<sup>22</sup> Expressão utilizada por Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *últ. ob. cit.*, p. 50.

<sup>23</sup> Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *últ. ob. cit.*, p. 89.

<sup>24</sup> Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *últ. ob. cit.*, p. 88-89.

<sup>25</sup> Rui Pereira Dias, *Sociedades em relação de domínio Art. 486*, em Jorge M. Coutinho de Abreu *et. al.*, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. 7, Coimbra, Almedina, 2014, p. 78-79.

<sup>26</sup> O controlo interno pode manifestar-se como controlo totalitário, maioritário, minoritário e gerencial. Neste sentido, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *ob. cit.*, p. 88.

vontade da sociedade em questões relevantes, como a eleição e destituição de membros do órgão administrativo<sup>27</sup>. Uma vez que o conceito de influência dominante apresentado pela legislação portuguesa se refere ao “poder que assiste à sociedade dominante de, imediata ou mediata, agir sobre o governo da sociedade dependente, determinando sua vontade juridicamente relevante”<sup>28</sup>, entendemos que a abordagem deste conceito ajuda na compreensão do controlo.

Em princípio, a posição jurídica do controlador deve propiciar o exercício de influência dominante<sup>29</sup> de acordo com as hipóteses de presunção elencadas no art. 486, n.º 2 CSC<sup>30</sup>. É neste contexto que encontramos as críticas da doutrina referentes ao diploma em questão pela falta de critérios fiáveis para definir o conceito de influência dominante<sup>31</sup>. O preenchimento desta lacuna é uma discussão deveras intrincada, a qual não é o objetivo deste trabalho, afinal, o presente capítulo procura apenas elucidar o conceito de controlo pela sua utilidade à análise do voto plural.

Em síntese, podemos afirmar que a influência dominante<sup>32</sup> é verificada quando uma sociedade se encontra sob domínio, mesmo que apenas de forma potencial (i. e., não é necessário o exercício de tal poder). Importa que a sociedade controlada não possa escapar de tal influência que, por sua vez, deve ser dotada de intensidade suficiente consoante as hipóteses do art. 486, n.º 2 CSC. Menciona-se também a estabilidade como uma das suas características, por outras palavras, não é suficiente que o controlo possa ser verificado apenas em situações fortuitas.

Outro fator a ser considerado é a ausência de duração mínima pré-determinada. Vale frisar, outrossim, que a influência dominante não exige uma projeção sobre todos os aspectos da vida da sociedade, mas apenas o domínio dos seus setores mais importantes. Ainda quanto à amplitude, seguimos o posicionamento de Rui Pereira Dias no sentido de

---

<sup>27</sup> João Dias Lopes, *Governo da sociedade anónima e negócios com acionistas de controlo*, RDS V, Vol. 1-2, 2013, p. 84.

<sup>28</sup> Ana Perestrelo de Oliveira, *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade: Por um Critério ...*, cit., p. 29-30.

<sup>29</sup> O conceito de influência dominante parece coincidir com o de poder de controlo. Cfr. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade ...*, cit., p. 89.

<sup>30</sup> Rui Pereira Dias, *Sociedades em relação de domínio Art. 486*, em Jorge M. Coutinho de Abreu *et. al.*, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário ...*, cit., p. 80.

<sup>31</sup> Rui Pereira Dias, *Sociedades em relação de domínio Art. 486*, em Jorge M. Coutinho de Abreu *et. al.*, *últ. ob. cit.*, p. 80.

<sup>32</sup> Para informações mais detalhadas sobre o conceito de influência dominante, ver Rui Pereira Dias, *Sociedades em relação de domínio Art. 486*, em Jorge M. Coutinho de Abreu *et. al.*, *últ. ob. cit.*, p. 83-91.

que o administrador de facto também compõe a estrutura organizativo-institucional capaz de exercer influência dominante, juntamente com os órgãos societários.

Uma vez verificada a situação de domínio da sociedade, é possível mitigar a ocorrência de situações abusivas relacionadas com o comportamento do sócio controlador em prejuízo dos demais sócios e da própria sociedade<sup>33</sup>. Todavia, isso acarreta um elevado custo para as sociedades, os denominados custos de agência<sup>34</sup>. A presença de um acionista controlador demanda a existência de um conselho fiscal e de um conselho de administração<sup>35</sup> fortes e atuantes. Cabe ressaltar o papel do Direito Societário na redução dos custos de agência por meio de normas que melhorem a transparência dentro das sociedades e facilitem a aplicação de medidas punitivas quando verificado algum abuso<sup>36</sup>.

Ante o exposto, o poder de controlo pode gerar consequências negativas, mas, como veremos, também pode proporcionar benefícios a uma sociedade. Como observado por Luhmann, apenas pelo exercício do poder é possível produzir ganhos tecnológicos pela capacidade de inovação<sup>37</sup>. Podemos relacionar esta afirmação com a ideia de que o poder de controlo exercido pelo fundador de uma companhia é capaz de contribuir para o sucesso dela.

Capacidade de liderança, atributos técnicos para desenvolver o negócio e priorização de uma estratégia de longo prazo que propicie o desenvolvimento sustentável da empresa são algumas das vantagens apontadas pela doutrina advindas da detenção do controlo pelo fundador<sup>38</sup>. Alguns exemplos nos quais a relação entre o fundador e a empresa é vista como algo de grande importância para o sucesso do empreendimento são

---

<sup>33</sup> O voto plural gera preocupação, já que possibilita o controlo com uma menor participação societária. Esta situação tem tendência a acirrar o conflito de agência em questão, *vide* John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies em Reinier Kraakman, *et. al.*, *The Anatomy ...*, cit., p. 43.

<sup>34</sup> Custos advindos do monitoramento das atividades do agente (controlador, neste caso). John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies em Reinier Kraakman, *et. al.*, *últ. ob. cit.*, p. 36.

<sup>35</sup> Tais órgãos têm funções diferentes, como não poderia ser diferente dado ao princípio jus-societário de dissociação das funções de administração e fiscalização, afinal, ao órgão administrativo cabe gerir a sociedade e ao órgão de fiscalização cabe verificar se a administração está a desempenhar suas atividades no melhor interesse da sociedade. Neste sentido, José Ferreira Gomes, *Da administração à fiscalização das sociedades: A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anônima*, Coimbra, Almedina, 2015, p. 326.

<sup>36</sup> John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies em Reinier Kraakman, *et. al.*, *ob. cit.*, p. 37.

<sup>37</sup> Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade ...*, cit., p.25.

<sup>38</sup> Mauricio Moreira Menezes, Experiência estrangeira: nota sobre as dual-class shares, em Fábio Ulhôa Coelho *et. al.*, *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*, 2.<sup>a</sup> ed., Rio de Janeiro, GEN, 2022, p. 447.

a Microsoft, Amazon, Apple e Facebook<sup>39</sup>. Tal linha de pensamento está diretamente ligada ao voto plural, uma vez que um dos principais benefícios relacionado com este instituto é a possibilidade de obter investimento no mercado sem que o fundador perca o controlo sobre o rumo da sociedade, que será visto com maior pormenor no capítulo seguinte.

---

<sup>39</sup> Mauricio Moreira Menezes, *Experiência estrangeira: nota sobre as dual-class shares*, em Fábio Ulhôa Coelho et. al., *Lei das Sociedades ...*, cit., p. 447.

### 3. O voto plural e suas controvérsias

No presente capítulo, pretendemos desenvolver algumas das celeumas relativas ao voto plural, a fim de proporcionar uma melhor compreensão dos motivos que tornam este instituto jurídico tão controverso. Esta análise exige o estudo do voto plural em relação a assuntos mais amplos como o dever de lealdade e a responsabilidade do sócio controlador. Não obstante, também será feita uma análise focada no voto plural a partir da sua classificação como direito especial e dos motivos que o tornam uma ferramenta interessante a favor da captação de financiamento pelas empresas.

Dentro das sociedades comerciais, os sócios são dotados de direitos e deveres que influenciam nas relações destes com os seus pares, com os membros dos órgãos societários e com a sociedade em si. Tais interações, conforme o exposto no capítulo anterior, podem estar permeadas por conflitos ante as diversas assimetrias entre as partes. É neste contexto que se verifica a importância de compreender os, já abordados, conflitos de agência entre representados e agentes, cujas relações de poder acentuam o relevo do exercício dos direitos dos sócios para o bom funcionamento da sociedade.

O direito de voto deve ser observado como parte do direito de participar nas deliberações dos sócios<sup>40</sup> que, salvo possibilidades de limitação expressas na lei<sup>41</sup>, são irrenunciáveis<sup>42,43</sup>. Em princípio, o pleno exercício do direito de voto deve ser precedido do exercício do direito de presença e do direito de participar na discussão em assembleia. Desta forma, o sócio terá meios para refletir, expressar-se frente aos seus pares e, por fim, contribuir de facto para a tomada da decisão ao exprimir sua vontade individual por meio do voto.

Nesta linha, o direito de voto figura como um dos principais direitos políticos dos sócios, isto é, aqueles direitos relativos à participação deles na vida social e que são

---

<sup>40</sup> Art. 21, n.º 1, b CSC.

<sup>41</sup> No caso das sociedades anónimas, objeto do presente estudo, as limitações ao direito de voto estão previstas no art. 384, n.º 2 CSC.

<sup>42</sup> Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª ed., Coimbra, Almedina, 2021, p. 379.

<sup>43</sup> O direito de voto faz parte do rol dos direitos gerais irrenunciáveis. Para mais informações sobre os direitos gerais, ver Paulo Olavo Cunha, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Ações Privilegiadas*, Coimbra, Almedina, 1993, p. 17.

fundamentais ao bom funcionamento da sociedade<sup>44</sup>. Sendo assim, é compreensível que qualquer medida que venha a afetar este direito, mesmo que de apenas um acionista, gere preocupações.

Todavia, observa-se a existência de diferentes perfis de acionistas no tecido empresarial cujos interesses divergem entre si, dentre os quais destacamos dois tipos<sup>45</sup>: (i) acionistas empresários que são aqueles com um viés mais participativo no sentido de quererem interferir no rumo da sociedade e atentos à sustentabilidade desta no longo prazo; e (ii) acionistas investidores que são os que têm interesse apenas nos *dividendos* que virão a auferir e que, geralmente, se focam em ganhos de curto prazo. Este segundo grupo é afeito à *early exit culture*, i. e., diante de problemas de governação dentro da sociedade, os acionistas investidores tendem a vender as suas ações ao invés de, por meio do uso do poder de voto, tentar promover as mudanças que julguem necessárias para ultrapassar determinada crise<sup>46</sup>.

Ante o exposto, o direito de voto é a forma pela qual o sócio pode intervir na sociedade<sup>47</sup>, isto é, através do voto, os sócios põem em prática o exercício em comum de certa atividade económica<sup>48</sup>. Cabe mencionar que tal exercício da atividade económica pelos sócios não significa a intervenção na persecução do objeto social, trata-se do exercício da atividade económica por meio da sociedade dotada de personalidade jurídica<sup>49</sup>. Os sócios interferem na atividade social de forma indireta, por meio da eleição e posterior supervisão dos membros do órgão administrativo<sup>50</sup>. Desta forma, percebe-se

---

<sup>44</sup> Compõem o rol deste tipo de direito, o direito de participação nas deliberações dos sócios (presença, intervenção e voto), o direito à informação, o direito de fiscalização, o direito de convocação da assembleia geral e de inclusão de temas na ordem do dia, dentro outros. Paulo Olavo Cunha, ob. cit., p. 330-333.

<sup>45</sup> Maria de Fátima Ribeiro, *O papel do acionista empresário no governo societário*, Direito E Justiça, 2 (Especial), 2015, p. 500.

<sup>46</sup> Madalena Perestrelo de Oliveira, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, RDS VII, Vol. 2, 2015, p. 436.

<sup>47</sup> Uma vez que, o art. 373, n.º 2 e 3 CSC, concentra o poder de gestão da sociedade no órgão de administração ao determinar que é da competência dos acionistas deliberar sobre matérias especificadas pela lei ou pelo contrato da sociedade e que os acionistas só interferem em matéria de gestão mediante pedido dos administradores. Neste sentido, Jorge M. Coutinho de Abreu, *Governança das sociedades comerciais*, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2010, p. 49-50.

<sup>48</sup> Vasco da Gama Xavier Lobo, *Sociedades Comerciais*, Coimbra, 1987, p. 12-13.

<sup>49</sup> Pedro Maia, *Voto e Corporate Governance*, Coimbra, Almedina, 2020, p. 86.

<sup>50</sup> Não obstante a possibilidade de os próprios sócios integrarem o órgão de gestão. Neste sentido, Pedro Pais de Vasconcelos, *A participação social nas sociedades comerciais*, Coimbra, Almedina, 2005, p. 199. Entretanto, cabe relevar que a atividade de gestão não é característica típica nem necessária do sócio. Apenas com a aprovação do Decreto-Lei n.º 389/77, de 15 de setembro de 1977 a legislação portuguesa passou a admitir administradores que não fossem concomitantemente acionistas, dada a complexidade desta função que demanda uma maior especialização. Neste sentido, José Costa Pinto, *Critérios legais de composição do conselho de administração*, RDS IV, Vol. 3, 2012, p. 695.

a relevância do direito de voto para a simples caracterização da sociedade nos moldes do art. 980 do Código Civil<sup>51</sup>.

Conforme os direitos e deveres dos sócios, estes ocupam determinada posição na sociedade<sup>52</sup>. Neste seguimento, as situações que possam afetar esta dinâmica ganham particular relevo. Isso porque a influência de um sócio nas deliberações e o seu respetivo poder de voto são conceitos indissociáveis<sup>53</sup>. Ante o exposto até ao momento neste capítulo, passaremos à análise do objeto central do presente estudo, o voto plural.

O voto plural é caracterizado como um direito especial<sup>54</sup> que pode ser conferido a determinadas ações, formando assim uma classe de ações preferenciais com direito de voto majorado em relação às ações ordinárias. As ações preferenciais caracterizam-se por apresentarem alguma vantagem<sup>55</sup> ao seu titular em relação à condição dos demais acionistas e que pode ser relativa a aspectos patrimoniais, mas também ao exercício do direito de voto.

Desde o século passado, o tema em análise gera controvérsias em diversos ordenamentos jurídicos, como o italiano, o espanhol, o inglês e o alemão<sup>56</sup>. Tentaremos abordar algumas destas controvérsias ao longo do presente capítulo. Nesta linha, preocupações acerca dos efeitos negativos decorrentes da quebra do princípio da proporcionalidade entre investimento e direito de voto dentro das sociedades parecem figurar como um dos principais obstáculos à implementação do voto plural.

### **3.a. O voto plural e o princípio da proporcionalidade**

---

<sup>51</sup> Pedro Maia, *Voto e Corporate ...*, cit., p. 86.

<sup>52</sup> Ação como complexo de direitos e deveres que exprime a posição de um sócio em relação aos demais dentro da sociedade, *vide* Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades ...*, cit., p. 446.

<sup>53</sup> Importa mencionar que o referido poder de voto depende não apenas do número de votos detidos por um sócio, mas também da proporção destes votos em relação aos dos demais sócios. Neste sentido, Jorge M. Coutinho de Abreu *et. al.*, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. 6, Coimbra, Almedina, 2013, p. 127.

<sup>54</sup> Direitos fora do escopo dos direitos gerais dos sócios, i. e., aqueles que cabem a todos os sócios indistintamente apenas por serem caracterizados como sócios. Tais direitos gerais correspondem a um interesse comum. Cfr. Paulo Olavo Cunha, *Os Direitos Especiais nas Sociedades ...*, cit., p. 15.

<sup>55</sup> Usamos aqui a palavra “vantagem” como sinónimo de “direitos especiais”, sendo assim, não se confunde com “vantagem especial” que, por sua vez, é atribuída a sócios específicos. Cfr. Paulo Olavo Cunha, *últ. ob. cit.*, p. 25-26.

<sup>56</sup> Sobre o voto plural nestes ordenamentos jurídicos, ver Madalena Perestrelo de Oliveira, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade ...*, cit., p. 437-442 e José Ferreira Gomes, *Voto plural nas sociedades ...*, cit. p. 313-321.

O princípio da proporcionalidade<sup>57</sup>, do qual deriva a regra do *one share one vote*, estabelece que, em princípio, o número de votos cabíveis a um sócio é proporcional ao valor investido por este na sociedade<sup>58</sup>. Porém, o valor despendido para a aquisição de uma determinada quantidade de ações de mesma classe pode variar em função do momento em que é feito o investimento. Sendo assim, entendemos que nem sempre há proporcionalidade entre o investimento e o direito de voto<sup>59</sup>. A proporcionalidade é referente ao valor nominal<sup>60</sup> da participação e respetiva quantidade de votos, de forma a excluir eventual prémio de emissão<sup>61</sup>.

Cabe mencionar que a presença de classes de ações que se afastam de tal máxima é comum em grande parte dos ordenamentos jurídicos<sup>62</sup>. Logo, podemos concluir que o princípio em análise não é absoluto. Os desvios do princípio da proporcionalidade mais aceites são aqueles que visam reduzir o poder de influência do acionista controlador, de maneira a mitigar a probabilidade de abuso. Considerava-se o voto plural como uma brecha para a atuação ilegítima por parte dos seus titulares<sup>63</sup>. Por outras palavras, temia-se que o sócio controlador (cujo domínio é conferido pelo voto plural) passasse a seguir interesses próprios em prejuízo do interesse dos demais sócios e da sociedade em si.

---

<sup>57</sup> É interessante trazer a reflexão de Jorge Manuel Coutinho de Abreu no sentido em que o princípio da proporcionalidade não deve ser encarado como um princípio democrático ao instituir a regra do *one share one vote*. Trata-se de um princípio plutocrático, afinal, as ações não são distribuídas de forma isonómica entre os sócios, mas em função do poder aquisitivo e da vontade individual destes. Jorge M. Coutinho de Abreu, *De novo a banca – tetos de voto; gestores públicos a céu aberto*, DSR, IX, Vol. 17, 2017, p. 16.

<sup>58</sup> Isto vale para as sociedades de capitais, objeto do presente estudo. Entretanto, nas sociedades em nome coletivo, a proporcionalidade é expressa pela relação “um sócio, um voto”. Cabe mencionar que o voto plural é já há bastante tempo permitido nas sociedades em nome coletivo e nas sociedades por quotas. Luís Brito Correia, *Direito Comercial*, Vol. 2, 5.ª tir., Lisboa, AAFDL, 1989, p. 322-333.

<sup>59</sup> Neste sentido, José Ferreira Gomes, *Voto plural nas sociedades ...*, cit., p. 322-325.

<sup>60</sup> Se houver, considerando que desde 2010 são admitidas ações sem valor nominal. Jorge M. Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 7.ª ed., 2021, p. 220. Caso não exista valor nominal, a proporcionalidade partirá da ação como termo de comparação. Neste sentido, Pedro Maia, *Voto e Corporate ...*, cit., p. 209.

<sup>61</sup> “A possibilidade de ações serem emitidas <<acima do par>> (ou, conforme outra terminologia, acrescidas de um *prémio*, ou de um *ágio* ou de um *sobrepreço*) constitui, portanto, um expediente para, ao abrigo do princípio da autonomia da vontade, os sócios afastarem a regra de que o número de votos de que cada um dispõe é diretamente determinado pelo capital por si investido na sociedade.” Pedro Maia, *Voto e Corporate ...*, cit., p. 212.

<sup>62</sup> A título exemplificativo, citamos as ações de lealdade no Direito francês, a permissão do voto plural nas sociedades por quotas no Direito português e as ações preferenciais sem direito de voto presentes em diversos países como Brasil, França, Portugal, Inglaterra, Espanha, etc.

<sup>63</sup> Madalena Perestrelo de Oliveira, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade ...*, cit., p. 437.

A situação de controlo por si só já é um fator que pode levar a abusos, mas este perigo é acrescido no caso do controlo adquirido por meio do voto plural. Passo a explicar brevemente tal afirmação. Existe uma relação de equivalência entre a probabilidade de o sócio controlador incorrer em abuso ao procurar vantagens económicas e a dissonância entre propriedade e controlo<sup>64</sup>. Isto ocorre em razão da possibilidade de o controlador auferir maiores vantagens económicas através de benefícios privados de controlo<sup>65</sup> do que por meio da distribuição de *dividendo*. Cabe destacar que, neste segundo caso, o ganho a ser obtido apresenta menor potencial devido ao tamanho reduzido da participação deste sócio.

### 3.b. O voto plural e o dever de lealdade

Sendo assim, podemos dizer que o voto plural tende a ser encarado como um direito que propicia a infração de um dever do sócio, designadamente, o dever de lealdade deste para com os seus pares e a própria sociedade. Destacamos que, apesar de não estar expressamente tipificado em norma legal, este dever está presente ao longo do CSC<sup>66</sup>, a orientar atuação dos sócios compatível com o interesse social<sup>67</sup>. Uma vez que integram a sociedade, devem respeitar o fim e o interesse da sociedade (limite à atuação dos sócios)<sup>69</sup>.

---

<sup>64</sup>Manuel Sequeira, *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, RDS X, Vol. 4, 2018, p. 775-776.

<sup>65</sup> Falamos em *private benefits of control* nos casos em que um sócio controlador auferir benefícios económicos em desproporção com a sua respetiva participação social. Isso ocorre em prejuízo dos demais acionistas da sociedade que recebem *dividendos* menores (se sequer receberem), uma vez que parte do montante a ser distribuído foi apropriado em momento anterior. Luca Enriques, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies*, em *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative ...*, cit., p. 89-90. Os negócios celebrados entre a sociedade e o sócio controlador (em desvantagem por parte da sociedade) são uma das principais formas de se auferirem benefícios privados de controlo. Neste sentido, João Dias Lopes, *Governo da sociedade anónima e negócios ...*, cit., p. 80-81.

<sup>66</sup> Maria de Fátima Ribeiro, *Tutela dos credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, Coimbra, Almedina, 2016, p. 546. Neste mesmo sentido, Paulo Câmara, *Vocação e Influência Universal do Corporate Governance: Uma Visão Transversal Sobre o Tema*, em Paulo Câmara *et. al.*, *O Governo das Organizações: A vocação universal do corporate governance*, Coimbra, Almedina, 2011, p. 25-26.

<sup>67</sup> Não obstante, existe uma exceção no art. 490, n.º 3 CSC.

<sup>68</sup> Jorge Manuel Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial ...*, cit., p. 277.

<sup>69</sup> Maria de Fátima Ribeiro, *ob. cit.*, p. 545.

A relevância do dever de lealdade varia conforme o tipo societário<sup>70</sup>. No âmbito das sociedades anónimas, este dever é bastante debatido, pois os sócios deste tipo societário, em princípio, não são obrigados a ter atenção aos interesses da sociedade. Entretanto, tal posicionamento não é unânime, porquanto há jurisprudência que reconhece o dever de lealdade nas sociedades anónimas. Nesse sentido, é possível a responsabilização do sócio que infrinja esta obrigação de modo a gerar danos à sociedade. Ainda cabe mencionar a possibilidade da aplicação análoga do art. 242 CSC (referente às sociedades por quotas) ao contexto das sociedades anónimas que, em alguns casos específicos, é reconhecida por parte da doutrina<sup>71</sup>.

Ante o exposto sobre o dever de lealdade, cabe relevar divergência doutrinária quanto à existência de tal obrigação, visto que os sócios não estão sujeitos a deveres diversos daqueles expressos no contrato da sociedade ou na lei. Todavia, isso não significa uma permissividade em relação a eventuais abusos de direito, uma vez que os sócios devem respeitar o conteúdo e o propósito de cada um dos seus direitos<sup>72</sup>.

Como explicitado anteriormente, o dever de lealdade pressupõe a atuação do sócio em conformidade com o interesse social cujo conceito será objeto de um breve comentário para uma melhor compreensão do tema.

A sociedade existe e desenvolve-se rodeada por diversos interesses, nomeadamente interesses dos acionistas, dos *stakeholders* e da coletividade. Quanto à definição de interesse social, existe uma disputa entre as teorias contratualistas e as institucionalistas<sup>73</sup>. A primeira linha de pensamento defende que as sociedades devem apenas gerar valor para os sócios. Por sua vez, a segunda aduz que as sociedades não devem levar em consideração somente os interesses dos seus sócios, mas também os interesses dos seus *stakeholders* e da coletividade. A maior parte da doutrina pende para o contratualismo por esta tese ser mais alinhada com as previsões do CSC<sup>74</sup>.

---

<sup>70</sup> Para mais informações sobre a aplicação do dever de lealdade dos sócios nas sociedades por quotas e nas sociedades anónimas, ver <sup>70</sup> Maria de Fátima Ribeiro, *Tutela dos credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração ...”, cit., p. 548-552.*

<sup>71</sup> Maria de Fátima Ribeiro, *últ. ob. cit.*, p. 551.

<sup>72</sup> Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais ...*, cit., p. 108-109.

<sup>73</sup> Jorge Manuel Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial ...*, cit., p. 279.

<sup>74</sup> Existem diversas teses contratualistas que, em comum, possuem a noção de interesse social como estritamente o interesse dos sócios. Jorge Manuel Coutinho de Abreu, *Do Abuso de Direito*, Coimbra, Almedina, 1983, p. 112.

No que diz respeito à relação dos sócios entre si e com a sociedade, podemos afirmar que vigora a concepção de interesse social como interesse comum dos sócios, i.e., o lucro (fim social)<sup>75</sup>. Nesta linha, não cabe a análise dos diversos interesses que podem coexistir dentro do conjunto de sócios, mas sim daquele comum a todos eles<sup>76</sup>, ou seja, a maximização dos rendimentos da sociedade<sup>77</sup>. O interesse social não corresponde ao da maioria dos sócios, afinal, se assim fosse, não haveria deliberações contrárias ao interesse social<sup>78</sup>. A sociedade é um ente cujo interesse não está subordinado ao do conjunto dos sócios<sup>79</sup>. Pode dizer-se que tal entendimento está alinhado com a ideia de interesse social como interesse da sociedade, uma vez que o lucro se refere ao aumento do património social e eventual distribuição de dividendos<sup>80 81</sup>.

Nesta linha, cabe fazer uma breve exposição acerca do art. 64, n.º 1, b CSC, porque tal dispositivo contribui para a discussão do conceito de interesse social ao dispor sobre a imperatividade de a atuação do dirigente de uma sociedade ser feita com atenção aos interesses dos sócios e dos trabalhadores, clientes e credores. Para alguns autores<sup>82</sup>, tal disposição do art. 64 CSC corrobora a definição do interesse social como algo mais amplo do que apenas o interesse dos sócios, pelo menos no que se refere à atuação dos órgãos sociais (com exceção da assembleia).

Contudo, para outra parte da doutrina, a referência aos *stakeholders* não passa de um limite à atuação dos dirigentes em meio à prossecução do interesse social<sup>83</sup>. Tal posicionamento tem como base o art. 483 CC que versa sobre a responsabilização dos dirigentes pelos danos causados aos sócios e aos trabalhadores, em caso do mau exercício das suas funções. Os sócios não têm obrigação de ponderar os interesses dos *stakeholders*,

---

<sup>75</sup> Fim social, i.e., "... a obtenção de lucro através da actividade económica exercida, e a sua repartição entre os sócios." Vasco da Gama Xavier Lobo, *Sociedades Comerciais ...*, cit., p. 23.

<sup>76</sup> Jorge Manuel Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial ...*, cit., p. 282-284.

<sup>77</sup> Esta noção não ignora a existência de interesses antagónicos entre os sócios, afinal cada um quer para si o máximo de vantagens com o menor ónus patrimonial possível. Neste sentido, Maria de Fátima Ribeiro, Responsabilidade dos Sócios pelo Voto, em Maria Helena Brito, *et. al.*, *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor José Lebre de Freitas*, Vol. 2, Coimbra, Coimbra, 2013, p. 393 e 394.

<sup>78</sup> Jorge Manuel Coutinho de Abreu, *Do Abuso ...*, cit., p. 114.

<sup>79</sup> Outro fator que contribui para este entendimento é o direito de ressarcimento que cabe à sociedade perante eventuais danos causados pelos sócios. Neste sentido, Maria de Fátima Ribeiro, *Tutela dos credores da Sociedade por Quotas e a "Desconsideração ...*, cit., p. 571.

<sup>80</sup> Maria de Fátima Ribeiro, *últ. ob. cit.*, p. 510-515.

<sup>81</sup> Cabe mencionar que parte da doutrina portuguesa opta por uma definição mais ampla do conceito de lucro. Nesta linha, o lucro é tanto o incremento patrimonial que ocorre na esfera da sociedade quanto o que ocorre na esfera dos sócios. Para mais informações, Maria de Fátima Ribeiro, *últ. ob. cit.*, p. 510-515.

<sup>82</sup> Para mais informações sobre a discussão em torno da importância da redação do art. 64 CSC para a definição de interesse social, ver Maria de Fátima Ribeiro, *últ. ob. cit.*, p. 530-543.

<sup>83</sup> Maria de Fátima Ribeiro, *últ. ob. cit.*, p. 530-543.

entretanto, estes servem de limite à sua atuação ao estabelecerem o interesse social e os seus meios de prossecução<sup>84</sup>. Afinal, caso alguma deliberação dos sócios possa prejudicar estes sujeitos, esta não deve ser cumprida pela direção da sociedade com base no art. 64 CSC, sob o risco de responsabilização dos administradores.

Uma vez que discutimos sobre a preocupação acerca da ocorrência de abusos propiciados pelo voto plural (sobretudo quando este confere a um determinado acionista o controlo sobre a sociedade), é interessante que façamos algumas considerações sobre como o ordenamento jurídico nacional lida com situações de abuso perpetradas por um sócio. Ao expormos alguns mecanismos já existentes para combater casos de abuso do direito de voto e instrumentalização da sociedade, pretendemos fomentar a reflexão sobre se o receio quanto à ocorrência de situações abusivas “incentivadas” pelo voto plural é suficiente para ensejar a proibição deste instituto.

Dada à existência de diversos interesses que coexistem numa deliberação em assembleia geral, o voto é a forma pela qual cada sócio pode afirmar o seu interesse particular. Se o resultado de uma deliberação não é condizente com o interesse social, caracteriza-se a situação de uma deliberação anulável ou nula (respetivamente, art. 58 e art. 56 CSC). A conduta abusiva de um sócio que visa conseguir para si o maior benefício possível, por meio do exercício do direito de voto (abuso de direito, *vide* o art. 334 CC), dá-se às custas do património da sociedade e/ou de outros sócios<sup>85</sup>. Tal comportamento coincide com a previsão de anulabilidade do art. 58, n.º 1, *b* CSC, mas nada impede que possa ser verificada a nulidade conforme o art. 56, n.º 1, *d* CSC<sup>86</sup>.

Faz-se pertinente tecer algumas considerações da doutrina nacional acerca das deliberações sociais que violem o fim da sociedade, o que configura prática violadora de norma legal imperativa e consiste em ato jurídico nulo (art. 56, n.º 1, *d* CSC)<sup>87</sup>. Nesta linha, embora seja possível supor a existência de deliberações infringentes ao art. 6

---

<sup>84</sup> Maria de Fátima Ribeiro, Responsabilidade dos Sócios pelo Voto, em Maria Helena Brito, et. al., *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor José ...*, cit., p. 400.

<sup>85</sup> Maria de Fátima Ribeiro, Responsabilidade dos ... em Maria Helena Brito, et. al., últ. ob. cit., p. 395-396.

<sup>86</sup> Maria de Fátima Ribeiro, *Tutela dos credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração ...*, cit., p. 557 e ss.

<sup>87</sup> Neste sentido, Maria de Fátima Ribeiro, Responsabilidade dos ... em Maria Helena Brito, et. al., ob. cit., p. 409-410.

CSC<sup>88</sup>, parece-nos mais razoável o entendimento de que esta aplicação ultrapassa o escopo pretendido pela norma<sup>89</sup>.

Neste contexto, o dever de lealdade ganha relevo como forma de tutela do património social<sup>90</sup>. O legislador prevê a anulabilidade das deliberações nas quais ocorra o desrespeito do interesse social para gerar benefícios excessivos para um sócio ou terceiro, ou ainda, o prejuízo da sociedade, nos termos do art. 58, n.º 1, b CSC. Há o recurso ao voto abusivo para a prossecução de algum dos referidos objetivos.

A violação em abstrato do interesse social para a prossecução de interesses pessoais deve ser verificada no momento do voto para a caracterização do abuso de direito capaz de tornar uma deliberação anulável nos moldes do art. 58, n.º 1, b CSC<sup>91</sup>. Caso, no momento da deliberação, esta fosse ao encontro do interesse social e depois se verificasse vantagem do sócio ou terceiro e o prejuízo da sociedade, não há que se falar em invalidade<sup>92</sup>. A configuração de deliberação abusiva é afastada caso os sócios demonstrem que o mesmo desfecho seria alcançado sem os votos abusivos<sup>93</sup>. Os sócios que emitiram voto abusivo estão sujeitos ao pagamento de indemnização à sociedade e/ou aos outros sócios pelos danos. Trata-se de responsabilidade solidária<sup>94</sup> entre aqueles que incorreram no voto abusivo.

Nesse segmento, em princípio, pode afirmar-se que a possibilidade de existirem situações abusivas ensejadas pelo voto plural não justifica a proibição deste instituto, porquanto o ordenamento jurídico é dotado de mecanismos para coibir desvios do direito de voto cometidos por acionistas controladores (sejam estes abusos feitos com ou sem o uso do voto plural).

O art. 83 CSC dispõe sobre a responsabilidade do sócio controlador para com a sociedade e/ou os demais sócios. Caso um sócio obtenha a condição de controlador numa

---

<sup>88</sup> Conforme se verifica, a título exemplificativo, em Filipe Cassiano dos Santos, *Estrutura Associativa e Participação Societária Capitalística...*, p. 399, 419 e 439; Vasco da Gama Lobo, *Anulação de Deliberação Social ...*, p. 153 e 235; Jorge Manuel Coutinho de Abreu, *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades*, p. 71 e 76, *Cit.* por Maria de Fátima Ribeiro, Tutela dos credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração ...”, *cit.*, p.557-558.

<sup>89</sup> Maria de Fátima Ribeiro, *últ. ob. cit.*, p. 557-558.

<sup>90</sup> Neste sentido, Maria de Fátima Ribeiro em Maria Helena Brito, *et. al.*, *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor José ...*, *cit.*, p. 409-410.

<sup>91</sup> Maria de Fátima Ribeiro, *ob. cit.*, p. 562-563.

<sup>92</sup> Maria de Fátima Ribeiro, *últ. ob. cit.*, p. 562-564.

<sup>93</sup> Art. 58, n.º 1, c CSC.

<sup>94</sup> Art. 58, n.º 3 CSC.

sociedade comercial, responde solidariamente com o integrante do órgão administrativo ou de fiscalização por si eleito em caso de culpa na escolha (*culpa in eligendo*). O mesmo é válido para as situações nas quais o sócio pode destituir membros dos órgãos supramencionados de modo a influenciar<sup>95</sup> alguma ação ou omissão por parte destes agentes (*culpa in instruendo*). Cabe ao sócio demonstrar que não houve culpa na escolha (responsabilidade contratual – art. 799, n.º 1 CC)<sup>96</sup>. É importante mencionar que, no segundo caso, a prova é mais complexa, pois devem ser afastadas duas presunções: (i) o nexo de causalidade entre a influência e a ação ou omissão do administrador; e (ii) o nexo de causalidade entre tal ação ou omissão e o dano causado.

O poder de voto de um acionista pode ensejar uma maior influência deste sobre o órgão administrativo ou mesmo o desempenho direto da atividade de gestão, o que pode levá-lo à responsabilização como administrador de facto<sup>97</sup>. Diante de suspeitas, cada situação deve ser avaliada de acordo com as suas características específicas<sup>98</sup>. Mesmo que o sócio não possua a maioria dos votos, este ainda pode influenciar de forma relevante a direção da sociedade em função da dispersão acionária.

A doutrina<sup>99</sup> indica três casos que caracterizam a figura do administrador de fato: (i) o indivíduo que não possui título bastante para compor o órgão de administração, mas atua como se fosse administrador (inclusive, se apresentando-se como tal); (ii) alguém que possui função profissional dentro da sociedade (procurador para certos atos, p. ex.), mas desempenha de forma oculta atividades típicas dos administradores com a autonomia característica destes; e (iii) a pessoa que não exerce função profissional na sociedade ou cargo no órgão administrativo, mas comanda habitualmente as decisões deste por meio de influência sobre aqueles que o compõem (*shadow director*). Nestes casos, os infratores são responsabilizados como se fossem membros do órgão de administração da sociedade em situação regular<sup>100</sup>, ou seja, com fulcro nos artigos 72 e seguintes do CSC.

---

<sup>95</sup> Não é preciso que a influência seja exercida com a intenção de conduzir ao dano. Rui Pereira Dias, Responsabilidade solidária do sócio, em Jorge M. Coutinho de Abreu *et. al.*, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. I, Coimbra, Almedina, 2010, p. 964.

<sup>96</sup> Rui Pereira Dias, *Responsabilidade solidária do sócio*, *últ. ob. cit.*, p. 954.

<sup>97</sup> Destacamos que nem sempre o administrador de facto será o sócio.

<sup>98</sup> Para mais informações, ver Maria de Fátima Ribeiro, *Tutela dos credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração ...”*, *cit.*, p. 457-476.

<sup>99</sup> Para mais informações sobre as hipóteses apresentadas, ver Jorge Manuel Coutinho de Abreu e Maria Elisabete Gomes Ramos, Responsabilidade Civil de Administradores e Sócios Controladores, em *Misc.*, n.º 3, Coimbra, Almedina, 2004, p. 40-43.

<sup>100</sup> Jorge Manuel Coutinho de Abreu e Maria Elisabete Gomes Ramos, *últ. ob. cit.*, p. 43-44.

### 3.c. O voto plural e o princípio do igual tratamento dos sócios

O voto plural também pode suscitar algumas dúvidas perante o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas. Tal princípio figura como uma espécie de limitação à autonomia privada<sup>101</sup>, na medida em que visa o tratamento igualitário dos sócios que se encontrem nas mesmas condições<sup>102</sup>. Destarte, os resultados da atividade societária devem beneficiar ou prejudicar da mesma forma todos os sócios, na proporção das suas respetivas participações.

Tal princípio não representa obstáculo à diferenciação de direitos, desde que esta distinção encontre fundamento no CSC (e/ou CVM no caso das sociedades anónimas cotadas) e no estatuto da sociedade. Trata-se de uma igualdade relativa<sup>103</sup>, visto que, como explicitado por Pedro Maia, não impõe a divisão proporcional de *dividendos* nem o voto capital<sup>104</sup>. A igualdade é observada estritamente na interação da sociedade<sup>105</sup> com os seus acionistas. Sendo assim, não obsta a atribuição de direitos especiais.

Ante o exposto, cabe mencionar que o princípio da igualdade de tratamento dos sócios não parece ser particularmente útil para coibir abusos cometidos contra as minorias dentro das sociedades ou para resolver o conflito de interesse entre acionistas com diferentes posições<sup>106</sup>. Um exemplo no qual este princípio em tela ganha particular relevância é no regime jurídico das ofertas públicas de aquisição (OPA), no qual é expressamente proibido beneficiar ou prejudicar sem justificação objetiva qualquer destinatário em detrimento dos demais<sup>107</sup>.

---

<sup>101</sup> José Engrácia Antunes, *Igualdade de tratamento dos acionistas na OPA*, DSR, II, Vol. 3, 2010, p. 90-91.

<sup>102</sup> Acionistas titulares da mesma categoria de ações – Neste sentido, José Engrácia Antunes, *últ. ob. cit.*, p. 92.

<sup>103</sup> Pedro Maia, *Voto e Corporate ...*, *cit.*, p. 156.

<sup>104</sup> Depreende-se que, também neste sentido, sobre o princípio da igualdade de tratamento “...não é posto em causa pelo disposto em qualquer das alíneas a) e b)) do nº 2 do artigo 384...”, Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais ...*, *cit.*, p. 121.

<sup>105</sup> Através do tratamento conferido aos acionistas pelos órgãos societários, especialmente os de administração e deliberação.

<sup>106</sup> Pedro Maia, *ob. cit.*, p. 157-158.

<sup>107</sup> Deve observar-se que o princípio da igualdade no contexto do Direito do mercado de capitais possui algumas particularidades em relação a este mesmo princípio no contexto do Direito Societário. Neste sentido, José Engrácia Antunes, *ob. cit.*, p. 95.

Uma vez que já expusemos algumas das principais preocupações suscitadas pelo implemento do voto plural, podemos entender melhor as razões do receio do legislador ao torná-lo lícito. Demonstramos outrossim a forma como o ordenamento jurídico português reage às situações abusivas que podem estar relacionadas com o voto plural. Passaremos à demonstração dos motivos pelos quais tal instituto é considerado algo positivo para a economia.

### **3.d. Os efeitos do voto plural na economia**

As recentes crises no sistema financeiro mundial conduziram a um cenário no qual se tornou muito mais difícil conseguir recursos provenientes de instituições tradicionais do setor financeiro da economia, como bancos<sup>108</sup>. Em decorrência deste fenómeno, a avaliação do risco em contratos de empréstimo passou a ser mais criteriosa, o que aumentou deveras o custo do capital. Como quanto maior o prazo para o termo do contrato, maior o risco de incumprimento ao qual o credor fica sujeito, os financiamentos de longo prazo tornaram-se ainda mais custosos para o devedor, tornando-os praticamente inviáveis para muitas empresas, como as *startups*.

Nesta linha, o voto plural ganha projeção como meio de fomentar a captação de recursos junto do mercado de capitais, na medida em que apazigua eventuais preocupações relativas à manutenção do controlo da sociedade. Isto posto, destacamos que uma empresa dificilmente conseguirá crescer sem investimentos, o que tem efeitos negativos para o volume de negócios de uma economia. Um cenário com menos empresas ou com empresas cujo crescimento se encontra estagnado pela falta de recursos, significa menos empregos gerados e impostos arrecadados. Sendo assim, o acesso a fontes de financiamento é uma questão de interesse coletivo.

Desta forma, o voto plural é particularmente interessante para as empresas classificadas como *question marks* segundo a matriz Boston Consulting Group (BCG)<sup>109</sup> enunciada abaixo:

---

<sup>108</sup> Madalena Perestrelo de Oliveira, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade ...*, cit., p. 436.

<sup>109</sup> Matriz criada por Bruce Henderson para a Boston Consulting Group. Tal ferramenta auxilia na compreensão das diferentes fases de desenvolvimento de uma empresa. Dependendo de em qual fase a

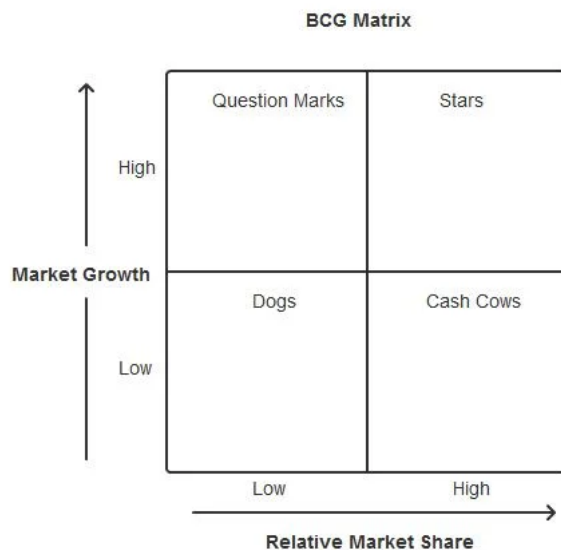


Imagem: <https://tinyurl.com/bde6jvh4>

As *question marks* são o ponto de partida de uma empresa, i. e., o momento no qual esta detém uma pequena quota de um mercado com boa taxa de crescimento. Empresas neste contexto têm grandes necessidades de aporte financeiro. Sem o investimento adequado, dificilmente passarão ao próximo quadrante da matriz, denominado *stars*, que são as empresas que já ultrapassaram as dificuldades iniciais e contam com uma grande quota num mercado em expansão (mas que ainda necessitam de avultados investimentos para que possam avançar para a categoria de *cash cows*<sup>110</sup>). Por outras palavras, sem o investimento necessário, empresas *question marks* podem simplesmente desaparecer do mercado, enquanto empresas *stars* podem atingir um ponto de estagnação do crescimento o que, em alguns casos, também pode levar ao fim da sociedade.

Há precedentes de empresas já bem consolidadas que escolheram um determinado mercado em detrimento de outro em função da possibilidade de aderirem ao voto plural. Exemplos deste fenómeno são o Manchester United e a Alibaba que optaram pela NYSE ao invés da SGX e da HKEX, respetivamente<sup>111</sup>. A procura dos novos emitentes por ordenamentos jurídicos que permitam o voto plural fez com que diversos mercados

---

empresa se encontra, podemos avaliar melhor as necessidades e possibilidades de determinada empresa na procura de um crescimento sustentável.

<sup>110</sup> São empresas que possuem uma grande quota de um mercado estável e baixas necessidades de investimento (de modo que podem até mesmo investir em outros negócios).

<sup>111</sup> Casos ocorridos entre 2012 e 2014. Para mais informações ver Viviane Muller Prado e Ana Paula Ribeiro Nani, *Estamos preparados para o voto plural?*, disponível em <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/estamos-preparados-para-o-voto-plural-12082021> - Acesso em 05/05/2022 .

passassem a admitir tal prática, considerando o impacto positivo que estas empresas podem surtir no melhoramento dos seus índices<sup>112</sup>.

Ante ao exposto neste capítulo, concluímos que o voto plural é uma medida positiva para o ambiente empresarial. A captação de recursos em mercado regulamentado sem abdicar do controlo pode potencializar o crescimento das empresas. Neste contexto, entendemos que a possibilidade de abuso não é suficiente para gerar a extinção deste direito especial, uma vez que existem formas de mitigar a ocorrência de irregularidades. Concluímos que a adoção ou não do voto plural deve ficar a cargo da autonomia privada.

---

<sup>112</sup> As próprias SGX e HKEX passaram a admitir o voto plural sob algumas condições. Cfr. Viviane Muller Prado e Ana Paula Ribeiro Nani, *Estamos preparados ...*, cit.

#### 4. O voto plural na legislação portuguesa

De 1915 a 1986<sup>113</sup>, o voto plural nas sociedades anónimas portuguesas foi permitido. Entretanto, havia grande preocupação por parte do legislador com eventuais conflitos de agência dentro das sociedades em virtude da separação entre propriedade/risco assumido<sup>114</sup> e controlo. Em razão disso, sempre houve um esforço para mitigar este problema pela fixação de tetos de voto.

No mesmo sentido, a doutrina apontava que o poder de influência conferido pelo voto plural poderia ser utilizado para a persecução de interesses pessoais, sendo necessária regulamentação. Sob esse prisma, havia aqueles que defendiam que a possibilidade de ocorrerem abusos não era suficiente para ensejar a proibição do voto plural e aqueles que defendiam a extinção de tal instituto jurídico. Por fim, a segunda posição ganhou espaço no Projeto de Código das Sociedades Comerciais (Raúl Ventura - 1983)<sup>115</sup>.

É interessante notar que, mesmo com a entrada em vigor do CSC em 1986, as ações com direito especial ao voto plural previamente constituídas por sociedades anónimas continuaram a existir. O regime transitório do art. 531 CSC preserva os direitos de voto plural, mas permite que estes sejam extintos ou limitados por meio de deliberação dos sócios<sup>116</sup>. Sendo assim, caso nada tenha sido feito dentro da sociedade para alterar a condição das ações com voto plural, estas seguiram a existir normalmente.

Na atualidade, o direito de voto nas sociedades anónimas está regulado no art. 384 CSC. Cabe mencionar que, no referido tipo societário, o direito a pelo menos 1 voto é requisito legal<sup>117</sup> para a participação nas deliberações dos sócios. Desta forma, além de

---

<sup>113</sup> Antes do diploma legal de 1915, já havia a emissão de ações com direito ao voto plural, assim como a outros direitos especiais, devido à ausência de proibição no Código Comercial de 1888. À época, havia quem defendesse tal prática pelo princípio da liberdade contratual, enquanto outros afirmavam que a lei existente era injuntiva. Com o Decreto nº 1645 de 15 de junho de 1915, passa a ser expressamente permitido que sociedades anónimas criem ações privilegiadas. Nesse sentido, Paulo Olavo Cunha, *Os Direitos Especiais nas Sociedades ...*, cit., p. 31-39.

<sup>114</sup> Considerando que o montante investido pelo acionista para a aquisição de sua participação representa o seu comprometimento com a sociedade, pois se investiu uma quantia considerável, terá perdas proporcionais se a sociedade tiver prejuízos.

<sup>115</sup> José Ferreira Gomes, *Voto plural nas sociedades ...*, cit., p. 301.

<sup>116</sup> Deliberações estas que devem ser aprovadas por 2/3 dos votos emitidos – art. 386, nº 3 e art. 383, nº 2 CSC.

<sup>117</sup> Os detentores de obrigações e os acionistas sem direito de voto podem participar, desde que o estatuto da sociedade não disponha em contrário - art. 379, nº 1 e 2 CSC.

representar a manifestação da vontade<sup>118</sup> do acionista nas deliberações da sociedade, o direito de voto pode ser determinante para a mera presença e discussão dos assuntos pautados na ordem do dia da assembleia geral.

Nesta linha, a regra do *one share one vote* está consagrada no art. 384, n.º 1 CSC. O Direito Comercial português permite algumas exceções como: (i) as ações preferenciais sem direito de voto<sup>119</sup>; (ii) a hipótese em que um certo número de ações tem direito a apenas um voto<sup>120</sup>; e (iii) a criação de tetos de voto para acionista maioritário<sup>121</sup> como forma de proteção dos minoritários.

Além disso, no contexto dos desvios ao princípio da proporcionalidade, cabe tecer algumas considerações sobre os acordos parassociais. É comum que investidores firmem a procura de interesses específicos por meio da celebração desses acordos<sup>122</sup> que podem levar à separação entre propriedade e controlo. Por exemplo, o caso de um investidor<sup>123</sup> que condiciona o aporte de recursos na sociedade à celebração de acordo parassocial dotado de mecanismos de controlo diretos e indiretos<sup>124</sup>. Neste cenário, há o risco acrescido de que o sócio controlador procure vantagens pessoais na medida da dissociação entre propriedade e controlo<sup>125</sup>. Ante o exposto, podemos afirmar que, de certa forma, os acordos parassociais suscitam a mesma preocupação que o voto plural e, ainda assim, são comuns na prática.

As referidas exceções ao *one share one vote* presentes no CSC e a existência de acordos parassociais com mecanismos indiretos de controlo corroboram a afirmação de

---

<sup>118</sup> Cujo poder de influência no rumo da sociedade varia de acordo com a quantidade de votos, sendo este um dos motivos para a relevância da temática do voto plural.

<sup>119</sup> Aqui deve ter-se em consideração que tais ações não são exatamente desprovidas de direito de voto, uma vez que, se a sociedade faltar ao pagamento dos dividendos preferenciais por dois exercícios, passam a usufruir do direito de voto tal qual as ações ordinárias. art. 342, n.º 3 CSC. Neste sentido, Pedro Maia, *Voto e Corporate ...*, cit., p. 99.

<sup>120</sup> art. 384, n.º 2, a CSC.

<sup>121</sup> I. e., a partir de determinada quantidade de votos provenientes de um mesmo acionista, estes deixam de ser contados. art. 384, n.º 2, b CSC.

<sup>122</sup> Manuel Sequeira, *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, RDS X, Vol. 4, 2018, p. 773.

<sup>123</sup> Este investidor não seria capaz de alcançar o controlo apenas com sua participação na sociedade. Entretanto, o controlo é uma forma importante para mitigar o risco do investimento. Sendo assim, este tende a condicionar o investimento à elaboração de acordo parassocial que lhe garanta o controlo. Manuel Sequeira, *últ. ob. cit.*, p. 777.

<sup>124</sup> Os mecanismos diretos são aqueles que propiciam o controlo da atividade através dos órgãos sociais (p. ex., designação de membros do órgão de administração) e os mecanismos indiretos são aqueles que versam sobre o exercício do direito de voto dos sócios que integram o acordo. Manuel Sequeira, *últ. ob. cit.*, p. 777-778. Devem ser respeitados os limites impostos pelo art. 17, n.º 2 e 3; e 83 CSC, *vide* Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais ...*, cit., p.189.

<sup>125</sup> Manuel Sequeira, *Acordos parassociais e ...*, cit., p. 775.

que o princípio da proporcionalidade não é absoluto no ordenamento jurídico pátrio. Por estas razões, entendemos que a proibição do voto plural fundamentada no estrito respeito da proporcionalidade entre a propriedade e o poder de voto parece não lograr êxito em Portugal.

Neste cenário, a proibição do voto plural nas sociedades anónimas portuguesas está tipificada no art. 384, n.º 5 CSC. Tal disposição continua em vigor, entretanto, em janeiro de 2022, com a reforma do CVM (Lei 99-A/2021<sup>126</sup>), entra em vigor o art. 21-D CVM, que dá às sociedades anónimas emitentes de ações em mercado regulamentado a possibilidade de conferirem direito especial de voto plural a determinada categoria de ações<sup>127</sup>. A instituição do voto plural para as sociedades anónimas cotadas por meio do CVM é criticada pela doutrina, que considera que a alteração deveria ter sido feita diretamente no CSC<sup>128</sup>, com vista a evitar que os demais subtipos de sociedades anónimas<sup>129</sup> fiquem privados do exercício da autonomia privada neste quesito.

Por outro lado, entendemos que o advento do voto plural é particularmente interessante para as sociedades anónimas cotadas<sup>130</sup>, pois, ao garantir o controlo a determinados acionistas, fomenta o crescimento destas empresas por meio da angariação de recursos em bolsa de valores, o que contribui para a liquidez e a atratividade do mercado de capitais português. Tal medida, de certa forma, apazigua as preocupações relativas à perda de controlo da atividade societária. As *startups* são um bom exemplo de beneficiárias diretas da mudança legislativa em discussão face às políticas estatais de fomento à constituição deste tipo de empresa. Ainda cabe ressaltar que o tecido empresarial português é composto maioritariamente por empresas de pequeno e médio porte que também podem tirar bom proveito do voto plural para captar recursos.

---

<sup>126</sup> Em vigor desde 30/01/2022.

<sup>127</sup> “Nas sociedades anónimas os direitos especiais só podem ser atribuídos a determinada categoria de ações. Trata-se de uma imposição legal (art. 24, n.º 4) ...” Paulo Olavo Cunha, *Os Direitos Especiais nas Sociedades ...*, cit., p. 6.

<sup>128</sup> José Ferreira Gomes, *Voto plural nas sociedades ...*, cit., p. 287.

<sup>129</sup> A lembrar que as sociedades abertas já não existem no ordenamento jurídico português dada à reforma legislativa supracitada. Sobre tal modificação e respetivo regime transitório, ver: Paulo Olavo Cunha, *As alterações introduzidas no Direito das Sociedades Comerciais pela Reforma do Código dos Valores Mobiliários*, DSR, XIII, Vol. 27, 2022, p. 211-219.

<sup>130</sup> Ressalta-se que o art. 21-D, n.º 2 CVM também permite a conversão e emissão de ações com direito especial ao voto plural de forma condicionada à admissão da empresa em mercado regulamentado.

O art. 21-D CVM estabelece o limite de cinco votos por ação dotada de direito especial ao voto plural. Esta modalidade de voto múltiplo<sup>131</sup> permite obter o controlo da sociedade com apenas cerca de 20 % das ações. Entretanto, deve preservar-se o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas<sup>132</sup>. Tal princípio, particularmente relevante no caso de deliberações acerca de ações preferenciais, foi adotado na Segunda Diretiva da União Europeia<sup>133</sup>, mas já existia no ordenamento jurídico de alguns países membros como a Alemanha<sup>134</sup>.

A criação de direitos especiais é assunto controverso<sup>135</sup> na doutrina. Alguns autores consideram que a deliberação deve ser aprovada por unanimidade em observância do princípio da igualdade de tratamento entre os sócios. Outros consideram suficiente a aprovação da proposta de criação de direito especial nos termos previstos para alterações estatutárias. Entendemos que a segunda tese deve prevalecer. Isso porque, consoante exposto no capítulo anterior, o princípio do igual tratamento entre os sócios não é contrário às distinções, desde que amparadas por lei. Nesse segmento, no que diz respeito ao voto plural, a reforma do CVM não impôs regime específico para a criação deste direito, de forma que os art. 24, n.º 1; 383, n.º 2 e 3; e 386, n.º 3 e 4 CSC continuam a reger a matéria.

Acrescentamos que o art. 21-D CVM não estabelece alguns pontos importantes para dar maior segurança jurídica àquelas sociedades que venham a optar pela instituição do voto plural, a exemplo da omissão quanto ao direito de saída<sup>136</sup> dos acionistas que votarem contra a conversão ou emissão de ações com direito especial ao voto plural.

---

<sup>131</sup> Em Portugal, segundo regime do art. 21-D CVM, o voto plural pode ser adotado com a criação de uma categoria de ações com este direito especial cujo teto é de 5 votos por ação. Entretanto, é interessante ressaltar que este formato é apenas uma das modalidades possíveis. Por exemplo, em França, não é possível criar uma categoria de ações com voto plural, mas atribuir este direito especial às ações de lealdade (categoria de ações já existente) após a detenção por 2 anos e com o teto de 2 votos por ação (voto duplo). Para mais informações sobre diferentes modalidades de voto múltiplo adotadas na Europa, ver: José Ferreira Gomes, *Voto plural nas sociedades ...*, cit., p. 315-316.

<sup>132</sup> “A regra da igualdade não é necessariamente violada pelo facto de existirem diversas categorias de ações com direitos desiguais.”, Hamel/Lagarde/Jauffret, *Droit Commercial*, t. I, 2.º vol., 2ª ed. Paris, 1980, n.º 530, p. 243, *Cit.* por Paulo Olavo Cunha, *Os Direitos Especiais nas Sociedades ...*, cit., p. 65.

<sup>133</sup> Segunda Directiva 77/91/CEE do Conselho, de 13 de dezembro de 1976, que já não está mais em vigor. A Diretiva em questão foi substituída pela Diretiva 2012/30/EU que, por sua vez, foi substituída pela Diretiva (UE) 2017/1132 (atualmente em vigor).

<sup>134</sup> Paulo Olavo Cunha, *ob. cit.*, p. 50.

<sup>135</sup> Para mais informações ver Cristiano Dias, *Os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas: as “golden shares”*, RDS, III, Vol. 3, 2011, p. 748-750.

<sup>136</sup> A alteração do estatuto social para incluir o voto plural altera o paradigma societário de forma imprevisível e resulta no decréscimo da cotação das ações ordinárias. Sendo assim, diante deste cenário, o

Ante o demonstrado até ao momento, cabe trazer a reflexão feita por Madalena Perestrelo de Oliveira<sup>137</sup>. Em 2015, a autora defendia os benefícios da adoção do voto plural nas sociedades cotadas, por meio da criação de uma categoria de ações privilegiadas, assim como de ações de lealdade, estas últimas compreendidas como aquelas que, após determinado período sem mudança de titularidade, passariam a contar com voto plural na modalidade de voto duplo. Apesar de o legislador, por intermédio da Lei 99-A/2021, ter previsto apenas a criação de categoria de ações com voto plural, concordamos com os efeitos positivos que as ações de lealdade teriam no tecido empresarial português à medida que combatem o *short termism*.

Cabe mencionar que, com o art. 21-D CVM, surge o questionamento sobre a admissão tácita das ações de lealdade, cuja proibição nas sociedades anónimas reside no art. 384, n.º 5 CSC<sup>138</sup>. Parte da doutrina sustenta que o direito especial é aquele que é diferente de um direito que se tenha por geral<sup>139</sup>. Segundo este raciocínio, o voto de lealdade não é classificado como direito especial, pois pode ser conferido a qualquer sócio que mantenha a titularidade de suas ações por determinado período ininterrupto<sup>140</sup>.

Por outro lado, há quem entenda que o voto de lealdade atribuído pelas ações de lealdade, como subtipo de ação com direito ao voto plural (“ações com voto plural condicionado”), também representa um direito especial<sup>141</sup>. Consoante este posicionamento, a caracterização de um direito especial depende apenas da sua especialidade em relação aos direitos conferidos pelas ações ordinárias, independentemente da amplitude da adesão a determinada categoria de ações dotada de quaisquer vantagens. Por outras palavras, mesmo que todos os acionistas possuam ação com direito especial, ainda se trata de um direito especial.

Esta segunda linha de pensamento vai de encontro ao art. 24, n.º 4 CSC, uma vez que o voto plural atribuído às ações de lealdade, tipicamente, não acompanha a ação caso ocorra a troca de titularidade (o que suscita possível nulidade da deliberação que a

---

direito de saída é um assunto que merece mais atenção por parte do legislador. Neste sentido, José Ferreira Gomes, *Voto plural nas sociedades ...*, cit., p. 330-332.

<sup>137</sup> Madalena Perestrelo de Oliveira, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade ...*, cit., p. 437 e ss.

<sup>138</sup> Miguel Stokes, *Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas – Permissão Normativa Tácita das Ações de Lealdade?*, 1 RDFMC, 2022, p. 161.

<sup>139</sup> Fátima Gomes, *Dividendo de Lealdade?*, II Congresso DSR, 2012, p.412.

<sup>140</sup> Madalena Perestrelo de Oliveira, ob. cit., p. 467.

<sup>141</sup> Miguel Stokes, ob. cit., p. 162.

aprovou)<sup>142</sup>. Ante o exposto, podemos perceber que o acolhimento das ações de lealdade encontra obstáculos perante a legislação vigente, visto que a transmissão deste direito significaria a desnaturação do propósito das ações de lealdade, i. e., a fidelização do acionista<sup>143</sup>.

Ante o exposto, quanto à discussão acerca da admissibilidade tácita das ações de lealdade no ordenamento jurídico português em virtude do art. 21-D CVM, entendemos que a resposta é negativa. O legislador foi bastante específico ao viabilizar o voto plural apenas para as sociedades anónimas cotadas. A reforma do CVM, no que diz respeito ao voto plural, parece visar o aumento de liquidez das sociedades<sup>144</sup>. Por outro lado, as ações de lealdade, apesar de possibilitarem outros benefícios, não contribuem para a liquidez das sociedades (estímulo à retenção de ações).

Além disso, a adoção de ações de lealdade sem a devida regulamentação parece-nos um tanto imprudente pela sua complexidade e por ter a tendência de prejudicar o *market for corporate control*<sup>145</sup>. A retenção de ações pode dificultar a percepção do que se passa dentro da empresa, uma vez que não se sabe se os sócios mantêm a propriedade das suas ações por considerarem o investimento próspero ou pela expectativa de alcançarem o voto majorado. Sendo assim, diante do quadro de incerteza, verifica-se o desequilíbrio de parte do movimento do mercado no sentido de punir ou beneficiar empresas consoante o seu desempenho.

Como podemos observar, o voto plural instituído pelo art. 21-D CVM não é uma figura inédita no ordenamento jurídico português. Além do que foi exposto até ao momento sobre o referido instituto jurídico nas sociedades anónimas, cabe notar que este direito especial sempre foi permitido<sup>146</sup> nas sociedades por quotas (art. 250, n.º 1 e 2 CSC). Neste tipo societário a regra do *one share one vote* é flexibilizada para atribuir dois votos por cêntimo de valor nominal da participação até ao limite de 20 % do capital, i. e., neste caso, a vantagem do voto plural não confere o controlo.

---

<sup>142</sup> Miguel Stokes, *Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades ...*, cit., p. 165.

<sup>143</sup> Fátima Gomes, *Dividendo de Lealdade?*, II Congresso DSR, 2012, p.413-414.

<sup>144</sup> Tanto a questão da liquidez quanto a do *market for corporate control* foram referidas na arguição de doutoramento de Jorge Brito Pereira na data 06/07/2022, discussão oral.

<sup>145</sup> Em síntese, é o movimento natural do mercado que beneficia empresas com bom desempenho (lucros, etc.) com uma melhor avaliação das suas ações e pune empresas com mau desempenho. Isso acaba por ser um estímulo às mudanças internas em prol de uma maior eficácia e eficiência. Sobre o conceito de *market for corporate control*, ver <https://www.econlib.org/library/Enc/MarketforCorporateControl.html>

<sup>146</sup> art. 39, § 2.º da Lei das Sociedades por Quotas de 1901. Neste sentido, José Ferreira Gomes, *Voto plural nas sociedades ...*, cit., p. 304.

Portanto, podemos dizer que o legislador português não é averso à majoração do direito de voto, apesar das oscilações relativas a este direito especial nas sociedades anónimas. O regime do voto plural nas sociedades por quotas coaduna-se com o que discutimos no capítulo II, no sentido de que o legislador tende a codificar desvios do princípio da proporcionalidade que mitiguem a possibilidade de abuso de controlo<sup>147</sup>. Nas sociedades por quotas, o voto plural propicia um maior poder de voto aos sócios minoritários ao mesmo tempo que não confere o controlo.

Ao contrário do que ocorre nas sociedades anónimas, o legislador não possibilita a concentração do controlo de uma sociedade por quotas através do voto plural. É possível que tal diferenciação ocorra por as sociedades por quotas, em regra, não possuírem modelos de governação capazes de atenuar preocupações relativas à concentração do controlo. Em termos de estrutura de fiscalização, as sociedades anónimas sempre terão no mínimo um fiscal único (ROC ou SROC) ou conselho fiscal, em virtude do art. 413, n.º 1, *a* CSC. Por outro lado, as sociedades por quotas de pequenas proporções (art. 262 CSC) não estão obrigadas a manterem uma estrutura de fiscalização.

Acrescento que, nas sociedades por quotas, é comum haver um número reduzido de sócios, o que somado ao facto de que estes sujeitos têm uma maior proximidade da atividade de gestão<sup>148</sup> resulta numa maior probabilidade de a sociedade ser usada para prossecução de interesses pessoais pelos sócios. Nesta linha, a falta de um órgão executivo e de um órgão de fiscalização expressivos torna as sociedades por quotas mais sujeitas à instrumentalização por parte do sócio controlador<sup>149</sup>. Sendo assim, a opção do legislador parece-nos razoável, uma vez que não há motivo para fortalecer o controlo num tipo societário no qual a concentração deste já é tão pronunciada.

---

<sup>147</sup> Neste caso, há uma diminuição do peso do poder de voto de acionistas com participações mais avultadas ao possibilitar que sócios minoritários ganhem maior relevância em termos de poder de voto sem a necessidade de adquirirem mais ações.

<sup>148</sup> *Vide* a possibilidade de o próprio contrato da sociedade conferir a algum sócio deste tipo societário o direito especial à gerência e o condicionamento da atividade de gestão com respeito às deliberações dos sócios (art. 259 CSC).

<sup>149</sup> Neste sentido, Maria de Fátima Ribeiro, *Tutela dos credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração ...”, cit, p. 46-48.*

## 5. Considerações sobre o voto plural no Brasil

No contexto brasileiro, é notável o número de empresas nacionais listadas em bolsas no exterior<sup>150</sup>. Em princípio, um dos motivos mais relevantes<sup>151</sup> para tal é a possibilidade de recorrer ao voto plural<sup>152</sup> como forma de manter o controle<sup>153</sup> nas mãos dos sócios fundadores. Isso proporciona uma maior agilidade no processo de tomada de decisões estratégicas dentro de uma companhia, por exemplo. Cabe mencionar também que aumentar o poder de voto dos sócios fundadores tem o potencial de contribuir para o crescimento sustentável da empresa. Isso porque, *a priori*, estes são mais comprometidos com o negócio, ao contrário de investidores que podem estar apenas interessados no desempenho de curto prazo<sup>154</sup>. Ante o exposto, o setor empresarial brasileiro demanda o fim da proibição do voto plural há já algum tempo.

O direito de voto nas sociedades anônimas brasileiras está regulado entre o Art. 110 e 115 da lei 6.404/1976 (comumente denominada lei das S.A.). A regra do *one share one vote* está expressa no Art. 110 e, assim como em Portugal, são permitidas exceções. O §1.º do referido dispositivo legal determina que o direito de voto é prerrogativa não essencial<sup>155</sup> passível de ser restringida, desde que isso esteja expresso no estatuto da sociedade. Nesse segmento, podemos ainda citar o Art. 111 que permite a criação de ações preferenciais sem direito de voto ou com direito de voto restrito<sup>156</sup>, tudo a revelar a preocupação do legislador em fortalecer a autonomia privada.

---

<sup>150</sup> “Ao todo, as 11 empresas brasileiras listadas em Wall Street somam mais de US\$ 8,3 bilhões de valor arrecadado...”, para mais informações, ver <https://investidor.estadao.com.br/mercado/ipo-empresas-brasileiras-eua-wall-street/> - Acesso em 23/08/2022.

<sup>151</sup> A existência de um mercado com investidores mais especializados no tipo de negócio de determinada empresa (o que é o caso das empresas de tecnologias, p. ex.) e a presença de mais empresas semelhantes (o que promove uma cotação mais adequada) são fatores com mais peso. É usual que empresas brasileiras procurem o mercado norte-americano e façam uso do voto plural, porém há casos em que a decisão de listar a empresa em mercados no exterior não passa pela questão do voto plural (como foi o caso da Vitru, empresa do setor de educação). Para mais informações, ver <https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagens/voto-plural-como-contornar-seus-riscos/> - Acesso em 10/05/2022.

<sup>152</sup> Viviane Muller Prado e Ana Paula Ribeiro Nani, *Estamos preparados para ...*, cit. - Acesso em 06/06/2022.

<sup>153</sup> Assim, é possível a manutenção do centro de poder. Neste sentido, Mauricio Moreira Menezes, *Revogação da norma de vedação ao voto plural*, em Fábio Ulhoa Coelho *et. al.*, *Lei das Sociedades ...*, cit., p. 436.

<sup>154</sup> Mauricio Moreira Menezes, *últ. ob. cit.*, p. 448.

<sup>155</sup> O Art. 109 da lei 6.404/1976 estabelece os direitos essenciais dos acionistas, dos quais nem a assembleia nem o estatuto social os poderão privar. O direito de voto não consta no rol apresentado por este dispositivo.

<sup>156</sup> A doutrina é bastante crítica acerca da utilidade de ações preferenciais sem direito de voto ou com este direito restrito como forma de captação de recursos em mercado regulamentado sem que haja diluição do

Recentemente, a lei 6.404/1976 passou a permitir a criação de ações com direito ao voto plural<sup>157</sup>. Tal alteração ocorreu por meio da lei 14.195/2021, que resulta de uma medida provisória (MP n.º 1.041/2021) cujo foco é melhorar o ambiente de negócios no Brasil<sup>158</sup>. O fim da proibição que constava no §2.º do Art. 110 da lei das S.A. contou com argumentos favoráveis no sentido de que a própria lei apresentava mecanismos para mitigar os problemas advindos do desvio ao princípio da proporcionalidade<sup>159</sup>. Outra justificação apresentada foi o incentivo ao empreendedorismo<sup>160</sup>.

O voto plural foi recebido com cautela, uma vez que, como já demonstramos anteriormente, suscita preocupações relativas a possíveis conflitos de agência. Por outro lado, existem diversas críticas às restrições ao voto plural impostas pelo legislador que, para parte da doutrina, tornam o mecanismo inútil.

O voto plural é instituído pelo Art. 110-A da lei 6.404/1976 e contempla todas as sociedades anônimas<sup>161</sup>. Nas sociedades abertas<sup>162</sup>, apenas as novas emitentes poderão aderir à mudança<sup>163</sup>. Neste contexto, temos as ações ordinárias com voto plural<sup>164</sup>, uma vez que as ações preferenciais no Brasil são aquelas que não têm direito de voto (ou contam com restrição a este direito) e possuem, em contrapartida, um benefício de caráter patrimonial<sup>165</sup>.

---

controlo da companhia. Percebe-se que, no ordenamento jurídico brasileiro, este tipo de ações caiu em desuso pelo mercado, *vide* a tendência de os investidores terem preferência pela aquisição de ações ordinárias num contexto de preocupação com o respeito pelos direitos dos minoritários. Neste sentido, Fábio Ulhoa Coelho, *Curso de Direito Comercial*, Vol. 2, 6.ª ed., São Paulo, Saraiva, 2011, p. 126-127.

<sup>157</sup> Antes da reforma instituída pela lei 14.195/2021, o §2.º do Art. 110 da lei 6.404/1976 proibia explicitamente atribuir voto plural a qualquer classe de ações.

<sup>158</sup> Em princípio, para melhorar a posição do Brasil no relatório *Doing Business* feito anualmente pelo Banco Mundial. Entretanto, o referido relatório foi extinto devido a irregularidades na sua elaboração.

<sup>159</sup> Como por exemplo, o Art. 117 da lei 6.404/1976 (responsabilidade pelo abuso do poder de controlo), além da exclusão do direito de voto do controlador em algumas deliberações.

<sup>160</sup> “... ao conferir maior segurança aos líderes da empresa, que buscariam financiamento via mercado de valores mobiliários.” *vide*, Mauricio Moreira Menezes, *Revogação da norma de vedação ao voto plural*, em Fábio Ulhoa Coelho *et. al.*, *Lei das Sociedades ...*, cit., p. 436.

<sup>161</sup> Exceto às empresas públicas, às sociedades de economia mista, às suas subsidiárias e às sociedades controladas direta ou indiretamente pelo poder público, *vide* art. 110-A, §14 da Lei das S.A.

<sup>162</sup> No Direito Empresarial brasileiro, existem apenas dois subtipos de sociedade anônima, nomeadamente a sociedade anônima aberta (correspondente à cotada no Direito Português) e a sociedade anônima fechada. Para mais informações, ver Wilges Bruscatto, *Manual de Direito Empresarial Brasileiro*, São Paulo, Saraiva, 2011, p. 300, 303 e 304.

<sup>163</sup> Parece-nos que este limite adotado pelo legislador brasileiro foi concebido pela lógica de que os investidores de sociedades anônimas listadas em mercado regulamentado não serão surpreendidos pela diminuição do peso de seus votos. Consideramos isto uma medida um tanto conservadora e, deste modo, concordamos mais com a solução portuguesa que permite a conversão de ações ordinárias em ações preferenciais com direito especial de voto plural mediante deliberação para alterar o estatuto da sociedade.

<sup>164</sup> Art. 16, IV, lei 6.404/1976.

<sup>165</sup> “A ideia em torno das preferenciais é compensar as restrições ao direito de voto por meio de vantagens patrimoniais, notadamente a prioridade no recebimento de *dividendos*, por vezes em percentual superior ao

Trata-se de norma de considerável extensão, que dispõe sobre: (i) *quórum* deliberativo para a aprovação do voto plural; (ii) o direito de saída dos acionistas contrários a tal medida; (iii) a eventual alteração posterior das ações dotadas de voto plural; (iv) a transmissão das ações que usufruem do voto plural; (v) as incorporações ou cisões em que a sociedade final adote o voto plural; e (vi) as restrições ao voto plural em certos tipos de deliberações.

Há aqui uma diferença relevante entre o voto plural no Brasil e em Portugal. O art. 21-D CVM não impõe nenhuma regulamentação específica para a transmissão das ações com voto plural, sendo assim, entendemos que a regra a ser aplicada é a do art. 24, n.º 4 CSC<sup>166</sup>. Ao contrário do que ocorre em Portugal, as ações com voto plural no Brasil possuem caráter *intuitu personae*, uma vez que o Art. 110-A, §8.º da Lei das S.A. estabelece a conversão automática destas em ações ordinárias sem direito ao voto plural, caso haja a transferência de titularidade. Sendo assim, no Brasil, o detentor de ações com voto plural resta impossibilitado de obter prémio de controlo no caso de transferência<sup>167</sup>.

De acordo com a legislação brasileira, podem ser conferidos até dez votos por ação. Tal número pode parecer elevado considerando os limites estabelecidos por países como Portugal, mas coincide com o adotado na Suécia, por exemplo. O número máximo de votos por ação é estabelecido com certo grau de arbitrariedade e pode nem sequer existir, como ocorre na Finlândia, na Dinamarca<sup>168</sup> e nos Estados Unidos.

Sendo assim, é possível controlar uma companhia com apenas 10 % das ações com direito de voto. Se considerarmos um cenário no qual, além do voto plural, a sociedade adota o máximo legal de ações preferenciais sem direito de voto (até 50 % das ações emitidas), é possível o controlo da sociedade anónima com apenas 5 % mais um<sup>169</sup> das ações. Neste segundo cenário, o número bastante reduzido de ações necessárias para o controlo deve-se ao facto de o controlador precisar de apenas 10 % da metade das ações com direito de voto.

---

dividendo pago às ações ordinárias.” Mauricio Moreira Menezes, Experiência Estrangeira: Nota sobre as dual-class shares, em Fábio Ulhoa Coelho *et. al.*, *Lei das Sociedades ...*, cit., p. 446.

<sup>166</sup> Neste sentido, Miguel Stokes, *Admissibilidade de Ações com Voto Plural ...*, cit., p. 152-153.

<sup>167</sup> Neste sentido, Sérgio Campinho, O Impacto das Restrições ao Voto Plural na Frustração do Recebimento do Prémio de Controle, em Fábio Ulhoa Coelho *et. al.*, *ob. cit.*, p. 460.

<sup>168</sup> Para mais informações sobre o voto plural em Itália, Suécia, Finlândia e Dinamarca, ver José Ferreira Gomes, *Voto plural nas sociedades ...*, cit., p. 320-321.

<sup>169</sup> Referimo-nos à maioria absoluta (Art. 129 da lei 6.404/1976) como forma de mostrar a quantidade de ações necessária para alcançar o controlo da sociedade e não apenas um maior poder de voto de forma genérica.

Como já foi exposto, o principal receio relativo à implementação do voto plural é o desequilíbrio entre poder de voto e poder económico dentro de uma sociedade, por outras palavras, o desvio do princípio da proporcionalidade no sentido de concentrar o controlo. O Brasil não foge a esta regra, de modo que o legislador criou alguns mecanismos no próprio Art. 110-A para mitigar este problema.

Em princípio, foi estabelecido o prazo de sete anos de vigência do voto plural (*sunset clause*), que pode ser prorrogado por período indeterminado mediante deliberação em assembleia. Após sete anos, o controlador pode ser alvo de acionistas que planeiem retirar-lhe este poder. Ao mesmo tempo, pode dizer-se que, ao longo deste período inicial de vigência, cabe ao controlador mostrar um bom desempenho de modo a convencer os demais acionistas do benefício trazido à companhia pela situação de controlo.

Assim como em Portugal, o voto plural no Brasil é implementado por meio de uma alteração ao estatuto da empresa. Deste modo, é necessário convencer a maioria dos acionistas dos benefícios de tal medida, conforme explicitado pelo Art. 110-A, §1.º. A aprovação deste tipo de deliberação necessita da maioria de duas categorias de ações, nomeadamente, a metade do total das ações com direito de voto e a metade das ações preferenciais sem voto (ou com voto restrito) reunidas em assembleia. Podemos perceber que a lei consagra a flexibilidade do sistema de voto misto<sup>170</sup>, uma vez que mesmo as ações sem voto e as com voto restrito ganham poder de voto perante a deliberação cujo assunto é o acolhimento do voto plural na sociedade. Logo em seguida, no Art. 110-A, §2.º é estabelecido como funcionará o direito de saída<sup>171</sup> dos acionistas contrários à adoção do voto plural.

Outro mecanismo de proteção aprovado pelo legislador brasileiro é, assim como no caso português, a restrição do uso do direito de voto plural em certas deliberações. Neste caso, a vantagem do voto plural não é válida em deliberações sobre remuneração de administradores e nem naquelas que envolvam transações entre partes relacionadas. Cabe mencionar que, no caso de deliberação que envolva conflito de interesses com o acionista controlador, a lei 6.404/1976 já determina que este fique privado do seu direito de voto.

---

<sup>170</sup> Pedro Maia, *Voto e Corporate ...*, cit., p. 476.

<sup>171</sup> Caso o estatuto preveja a possibilidade da emissão futura de ações com voto plural, o direito de saída não pode ser exercido.

Como já foi amplamente discutido nos capítulos anteriores, o desvio do princípio da proporcionalidade e a possibilidade de eventuais abusos relacionados com o voto plural não justificam a proibição deste instituto. Nesta linha, no contexto brasileiro, cabe expor a existência de mecanismos que contribuem para a concentração do poder de voto nas mãos de certos acionistas.

Dentre estes mecanismos<sup>172</sup> que permitem alcançar o mesmo efeito de concentração de controlo, destacamos o uso das ações preferenciais sem voto reguladas pelo Art. 15 da lei 6.404/1976. Nas sociedades nas quais o máximo de ações preferenciais sem voto atinjam 50 % do total de ações emitidas, máximo permitido pela legislação, basta que um acionista adquira metade<sup>173</sup> das ações ordinárias para ter o controlo da sociedade (26 % das ações dotadas de direito de voto<sup>174</sup>). Conjugando-se a este cenário a diferença de preço de emissão entre estes tipos de ação, afinal nada impede que as ações preferenciais sem voto tenham um custo mais elevado em relação às ordinárias. Considerando a aludida diferença de preço, a proporção do capital social necessária para o controlo da sociedade pode ser algo ínfimo.

Em comparação com o mecanismo analisado acima, o voto plural exige menor quantidade de ações para atingir o controlo. Entretanto, o primeiro não está sujeito a tantas salvaguardas quanto aquelas impostas pelo Art. 110-A da lei 6.404/1976. Sendo assim, pode ser mais vantajoso em razão da maior estabilidade (não há *sunset clause*) e menor número de restrições (o acionista controlador não tem o seu direito de voto plural restrito de acordo com a matéria da deliberação, p. ex.). Além disso, a atribuição de preços de emissão diferentes, de acordo com a espécie da ação, pode tornar a maior quantidade de ações necessária para o controlo uma diferença menos importante ante o valor empregado na aquisição de cada uma delas<sup>175</sup>, o que torna tal mecanismo bastante atraente.

---

<sup>172</sup> Cfr. Fábio Ulhoa Coelho, Considerações gerais sobre o voto plural, em Fábio Ulhoa Coelho *et. al.*, *Lei das Sociedades ...*, cit., p. 439-444.

<sup>173</sup> Mais especificamente uma quantidade ligeiramente acima da metade para garantir de fato o controlo, uma vez que a maior parte das deliberações em assembleia geral são estabelecidas pela maioria absoluta dos votos (Art. 129, lei 6.404/1976). Neste sentido, cabe mencionar que mesmo que todas as ações preferenciais sem voto e todas as ações ordinárias restantes sejam adquiridas por um mesmo acionista, este ainda estará sujeito ao poder do controlador. Neste sentido, Fábio Ulhoa Coelho, Considerações gerais sobre o voto plural, em Fábio Ulhoa Coelho *et. al.*, *últ. ob. cit.*, p. 442.

<sup>174</sup> Consideramos que tal mecanismo também é viável no ordenamento jurídico português, uma vez que as ações sem direito de voto também existem no referido país e estão vinculadas ao máximo de metade do capital social (Art. 341, n.º 1, CSC).

<sup>175</sup> A diferença no preço de emissão de ações com base na espécie é uma das técnicas de organização do poder de controlo mais importantes. Fábio Ulhoa Coelho, *ob. cit.*, p. 442.

Este é um exemplo de recurso, vigente desde 2001 na lei das S.A., que desvia do princípio da proporcionalidade entre poder económico e poder de voto dentro de uma companhia. Tal realidade não apenas depõe em favor da validade do voto plural, como também serve de crítica à forma como este foi implementado pela lei 14.195/2021. O Art. 110-A possui salvaguardas exageradas que tornam o voto plural pouco interessante perante a existência de instrumentos mais eficientes para a concentração do controlo dentro de uma sociedade.

Ao contrário do que ocorre em Portugal, antes da criação do Art. 110-A, o voto plural nunca existiu no Brasil. Apesar dos problemas de implementação expostos ao longo deste capítulo, consideramos que a aprovação do voto plural é algo positivo, apesar da necessidade de serem feitos ajustes. Nesta linha, não parece que o objetivo de melhorar o ambiente de negócios e evitar que empresas brasileiras lancem seus IPO em bolsas estrangeiras<sup>176</sup> será alcançado apenas por meio da legalização do voto plural, é necessário enfrentar problemas estruturais<sup>177</sup> do mercado de capitais brasileiro.

---

<sup>176</sup> A nova regra de BDR (*Brazilian Depositary Receipts*) estabelecida pela CVM (Resolução n.º 3 de 2020) flexibilizou a regulamentação deste valor mobiliário e parece reconhecer esta tendência ao possibilitar o investimento “em companhias nacionais que abriram capital fora do país. Essa mudança é importante, pois nos últimos anos boa parte das aberturas de capital ocorreu nas bolsas de Nova York, e não a B3. Com as novas regras, essas empresas agora podem emitir seus BDRs no Brasil.”, ver <https://www.safra.com.br/central-de-conteudo/informar/conheca-as-novas-regras-para-investimentos-em-bdrs.htm> - Acesso em 23/08/2022.

<sup>177</sup> Como a falta de estabilidade e o alto risco, *vide* <https://exame.com/invest/mercados/empresas-brasileiras-avaliam-trocar-b3-por-bolsa-americana/> - Acesso em 24/08/2022.

## 6. Conclusão

A emissão de ações preferenciais sem voto e os acordos parassociais são mecanismos comuns em diversos sistemas legais que permitem a um sócio (ou grupo de sócios) a obtenção do controlo de uma sociedade. Ante as recentes alterações legislativas em Portugal e no Brasil, o voto plural passa a integrar o rol de ferramentas que interferem diretamente no poder de voto e, conseqüentemente, são capazes de determinar a condição de controlo existente em algumas sociedades.

Sendo assim, como foi demonstrado ao longo do presente estudo, entendemos que o receio acerca da implementação do voto plural, em razão do risco decorrente da concentração do controlo de uma companhia, especialmente pela dissonância entre participação social e poder de voto, não é suficiente para ensejar a proibição de tal instituto. Não que as preocupações sejam irrelevantes, afinal, os conflitos entre o sócio controlador e os demais sócios são uma ameaça ao bom funcionamento das sociedades e acarretam elevados custos de agência. Porém, entendemos que a evolução relativa ao direito societário e ao governo das sociedades<sup>178</sup> são capazes de dar resposta ao problema sem que seja necessário criar medidas proibitivas ao voto plural.

Em ambos os foros analisados, entendemos que o voto plural não será capaz de alcançar os objetivos pretendidos. A opção de algumas empresas portuguesas e brasileiras pelo lançamento de IPO em mercado estrangeiro, sobretudo no que diz respeito às *startups*, parece estar mais relacionada com a procura de mercados mais especializados no tipo de negócio desenvolvido do que com o voto plural necessariamente. Entretanto, apesar dos eventuais problemas normativos e práticos, o acolhimento do voto plural é algo positivo e que torna os respetivos mercados de capitais mais atualizados.

---

<sup>178</sup> Estas estratégias legais ajudam a mitigar a vulnerabilidade dos minoritários perante o oportunismo do controlador, o que reduz os custos de agência. O Direito Societário regula diretamente a atuação dos controladores, enquanto as normas de governação procuram facilitar o monitoramento e controlo por parte dos minoritários. O sucesso da primeira estratégia legal depende de autoridades externas à sociedade, já o da segunda depende da coordenação entre os minoritários. Neste sentido, John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, Agency Problems and Legal Strategies em Reinier Kraakman, *et. al.*, *The Anatomy ...*, cit., p.37-38.

## Referências bibliográficas

Abreu, Jorge M. Coutinho de e Ramos, Maria Elisabete Gomes. *Responsabilidade Civil de Administradores e Sócios Controladores*, em Misc., nº 3, Coimbra, Almedina, 2004.

Abreu, Jorge M. Coutinho de, et. al. *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. 6, Coimbra, Almedina, 2013.

Abreu, Jorge M. Coutinho de, et. al. *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. 7, Coimbra, Almedina, 2014.

Abreu, Jorge M. Coutinho de, et. al. *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. I, Coimbra, Almedina, 2010.

Abreu, Jorge M. Coutinho de. *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 7ª ed., 2021.

Abreu, Jorge M. Coutinho de. *De novo a banca – tetos de voto; gestores públicos a céu aberto*, DSR, IX, vol. 17, 2017.

Abreu, Jorge M. Coutinho de. *Do Abuso de Direito*, Coimbra, Almedina, 1983.

Abreu, Jorge M. Coutinho de. *Governança das sociedades comerciais*, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2010.

Antunes, José Engrácia. *Igualdade de tratamento dos acionistas na OPA*, DSR, ano 2, vol. 3, 2010.

Brito, Maria Helena, et. al. *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor José Lebre de Freitas*, vol. 2, Coimbra, Coimbra, 2013.

Bruscatto, Wilges. *Manual de Direito Empresarial Brasileiro*, São Paulo, Saraiva, 2011.

Câmara, Paulo, et. al. *O Governo das Organizações: A vocação universal do corporate governance*, Coimbra, Almedina, 2011.

Coelho, Fábio Ulhôa, et. al. *Lei das Sociedades Anónimas Comentada*, 2ª ed., Rio de Janeiro, GEN, 2022.

Coelho, Fábio Ulhôa. *Curso de Direito Comercial*, vol. 2, 6ª ed., São Paulo, Saraiva, 2011.

Coelho, Fábio Ulhôa. *Manual de Direito Comercial*, 33ª ed., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2022.

Comparato, Fábio Konder e Filho, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª ed., Rio de Janeiro, GEN, 2014.

Correia, Luís Brito. *Direito Comercial*, vol. 2, 5ª tir., Lisboa, AAFDL, 1989.

Cunha, Paulo Olavo. *As alterações introduzidas no Direito das Sociedades Comerciais pela Reforma do Código dos Valores Mobiliários*, DSR, XIII, vol. 27, 2022.

Cunha, Paulo Olavo. *Direito das Sociedades Comerciais*, 7ª ed., Coimbra, Almedina, 2021.

Cunha, Paulo Olavo. *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Ações Privilegiadas*, Coimbra, Almedina, 1993.

Dias, Cristiano. *Os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas: as “golden shares”*, RDS, III, 3, 2011.

Dias, Gabriela Figueiredo. *Financiamento e governo das sociedades (Debt Governance): o terceiro poder*, III Congresso DSC, 2014.

Frazão, Ana. *Para que serve o Direito Societário?*, disponível em: [http://professoraanafrazao.com.br/files/publicacoes/2019-11-27-Para\\_que\\_serve\\_o\\_Direito\\_Societario\\_A\\_importancia\\_do\\_equacionamento\\_da\\_relacao\\_entre\\_poder\\_e\\_re\\_sponsabilidade\\_e\\_dos\\_conflitos\\_de\\_agencia\\_Parte\\_I.pdf](http://professoraanafrazao.com.br/files/publicacoes/2019-11-27-Para_que_serve_o_Direito_Societario_A_importancia_do_equacionamento_da_relacao_entre_poder_e_re_sponsabilidade_e_dos_conflitos_de_agencia_Parte_I.pdf) - Acesso em 26/07/2022.

Gomes, Fátima. *Dividendo de Lealdade?*, II Congresso DSR, 2012.

Gomes, José Ferreira. *Da administração à fiscalização das sociedades: A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*, Coimbra, Almedina, 2015.

Gomes, José Ferreira. *Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas*, Revista de Direito Comercial, 2022.

Kraakman, Reinier, et. al. *The Anatomy of Corporate Law: A Functional Approach*, 2ª ed., Oxford University Press, 2009.

Lobo, Vasco da Gama Xavier. *Sociedades Comerciais*, Coimbra, 1987.

Lopes, João Dias. *Governo da sociedade anónima e negócios com acionistas de controlo*, RDS V, 1 2, 2013.

Maia, Pedro. *Voto e Corporate Governance*, Coimbra, Almedina, 2020.

Oliveira, Ana Perestrelo de. *Manual de Governo das Sociedades*, 1ª ed., Coimbra, Almedina, 2018.

Oliveira, Madalena Perestrelo de. *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, RDS VII, vol. 2, 2015.

Pinto, José Costa. *Critérios legais de composição do conselho de administração*, RDS IV, vol. 3, 2012.

Prado, Viviane Muller e Nani, Ana Paula Ribeiro. *Estamos preparados para o voto plural?*, Disponível em <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/estamos-preparados-para-o-voto-plural-12082021> - Acesso em 06/06/2022.

Ribeiro, Maria de Fátima. *O papel do acionista empresário no governo societário*, Direito E Justiça, 2 (Especial), 2015.

Ribeiro, Maria de Fátima. *Tutela dos credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, Coimbra, Almedina, 2016.

Sequeira, Manuel. *Acordos parassociais e mecanismos indiretos de controlo*, RDS X, vol. 4, 2018.

Stokes, Miguel. *Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas – Permissão Normativa Tácita das Ações de Lealdade?*, 1 RDFMC, 2022.

Vasconcelos, Pedro Pais de. *A participação social nas sociedades comerciais*, Coimbra, Almedina, 2005.

<https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagens/voto-plural-como-contornar-seus-riscos/> - Acesso em 10/05/2022.

<https://investidor.estadao.com.br/mercado/ipo-empresas-brasileiras-eua-wall-street/> - Acesso em 23/08/2022.

<https://exame.com/invest/mercados/empresas-brasileiras-avaliam-trocar-b3-por-bolsa-americana/> - Acesso em 24/08/2022.

<https://www.safra.com.br/central-de-conteudo/informar/conheca-as-novas-regras-para-investimentos-em-bdrs.htm> - Acesso em 23/08/2022.