



CATÓLICA

RESEARCH CENTRE
FOR THE FUTURE OF LAW

LISBOA

parceria



INSTITUTO
MIGUEL GALVÃO TELES

DIREITO
católicaTeses

Diogo Pessoa

Das Ações Preferenciais sem Direito de Voto

Os aspetos críticos de um
regime imperativo-rígido

UNIVERSIDADE CATÓLICA EDITORA

Diogo Pessoa

**Das Ações
Preferenciais
sem Direito de Voto**

Os aspetos críticos de um
regime imperativo-rígido

Título Das Ações Preferenciais sem Direito de Voto.
Os aspetos críticos de um regime imperativo-rígido

Autor Diogo Pessoa

Coleção Direito Católica Teses | e-Book

© Universidade Católica Editora

Capa Ana Luísa Bolsa | 4 ELEMENTOS

Revisão editorial Ana Cunha

Conceção gráfica acentográfico

Data março 2021

ISBN e-book 9789725407691

Universidade Católica Editora

Palma de Cima 1649-023 Lisboa

Tel. (351) 217 214 020

uce@uceditora.ucp.pt | www.uceditora.ucp.pt

Índice

Nota Introdutória	6
Prefácio	7
Lista de siglas e abreviaturas	9
1. Introdução	11
2. Enquadramento histórico	13
3. As ações preferenciais sem direito de voto como forma de financiamento de sociedades	17
4. A relevância económico-social	20
5. O report on the proportionality principle in the european union	24
6. Confronto com figuras afins	27
6.1. As obrigações	27
6.2. As ações preferenciais remíveis	31
7. As ações preferenciais sem direito de voto – aspetos nucleares de regime	33
7.1. Da emissão	33
7.2. Da necessidade de autorização prévia	35
7.3. A situação das ações sem valor nominal	44
7.4. Das características patrimoniais inerentes a estas ações	53
7.4.1. Do direito ao dividendo prioritário	53
7.4.2. Do carácter meramente prioritário do dividendo e da sua ordem de pagamento	56
7.4.3. A execução específica – breve referência	61
7.4.4. Da participação nas reservas / partilha do ativo restante	62
7.4.5. Da prioridade atribuída em caso de liquidação da sociedade	66
7.4.6. A prioridade no reembolso e a redução do capital social para cobertura de perdas	67
7.4.7. Dos outros direitos patrimoniais	76
7.4.8. Do aumento de capital por incorporação de reservas	78
7.5. Do direito de voto e dos direitos de participação política	82
7.6. Do direito de preferência	90
8. Da admissibilidade da exclusão estatutária do direito de voto	104
9. Um regime mais flexível – as novas ações preferenciais sem direito de voto consagradas em 2015	126
10. Da recuperação do direito de voto – renunciabilidade	130

11. Da limitação ou supressão dos direitos especiais	133
12. Da extinção das ações preferenciais sem direito de voto – em especial, a via da conversão	139
12.1. A solução legal	139
12.2. A lacuna	140
12.3. O regime aplicável à conversão	141
12.4. A supressão de privilégios imposta pela maioria e a atribuição do direito de voto imposta pela lei	141
13. Referência sucinta ao instituto noutros ordenamentos	146
13.1. Introdução	146
13.2. Espanha	146
13.3. Itália	151
13.4. Alemanha	154
14. Epílogo	157
Bibliografia	160
ANEXO I – Direito comparado	164
ANEXO II – Excerto dos estatutos da Volkswagen, AG.	178

Nota Introdutória

A obra que agora se publica corresponde, no essencial – ainda que com pontuais alterações –, à tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, no contexto do Mestrado Orientado para a Investigação.

Pretende-se, com a presente, dar um contributo para a discussão e reflexão sobre alguns dos problemas que, em nossa opinião, gravitam em torno da figura das ações preferenciais sem direito de voto.

Além disso, cumpre também dar nota de que, por ter sido a nossa tese entregue em abril de 2018, estando o essencial do texto já fechado com alguma antecedência, eventuais elementos bibliográficos disponíveis ou publicados após tal data não foram por nós considerados na obra que agora apresentamos.

Por último, gostaríamos de renovar, nesta sede, os agradecimentos por nós dirigidos na versão entregue da nossa tese. Não nos dispensamos, porém, por imperativo de consciência, de formular aqui um sincero agradecimento ao júri das provas públicas de defesa da nossa dissertação, a quem desde já se agradece por uma profícua e detalhada discussão, da qual se extraíram, aliás, importantes notas e recomendações que nos foram bastante úteis na revisão a que procedemos antes de submeter a tese a publicação. Fica, assim, particular agradecimento aos Senhores Professores Paulo de Tarso Domingues (arguente), Paulo Olavo Cunha (orientador) e Evaristo Mendes.

Lisboa, julho de 2020

Prefácio

Foi com especial gosto que acedi a redigir um breve prefácio sobre o presente texto, que conheço bem, porquanto ele corresponde basicamente à tese de Mestrado, apresentada pelo seu autor, Mestre Diogo Pessoa Marques Cardoso, na Escola de Lisboa da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, em 2018, perante um júri que tive a honra de integrar (composto ainda pelos Professores Paulo Olavo Cunha e Evaristo Mendes) e no qual me foi atribuído o encargo da respetiva arguição.

Como tive oportunidade de referir nas provas públicas, esta é uma das teses académicas de que, no exercício do ónus da arguição, mais retirei prazer e proveito. De resto, a mesma perceção terá tido o júri da CMVM que lhe atribuiu o prestigioso prémio Luís Sapateiro, instituído por aquela nossa entidade reguladora.

Trata-se efetivamente de um texto bem escrito, com um discurso claro e escorreito, o que torna muito fácil e agradável a sua leitura. Sendo uma tese de Mestrado é já, no entanto, um texto cientificamente maduro, em que o autor não se furta aos problemas – nem sempre fáceis, *rectius*, por vezes, bem difíceis – suscitados pela figura que analisa (as ações preferenciais sem voto), enfrentando-os, pensando-os e refletindo sobre as soluções mais adequadas, seja na perspetiva do direito constituído ou do direito a constituir. A análise levada a cabo é, por outro lado, exaustiva, compreendendo todas as principais questões que o tema suscita, a começar pela génese e razão de ser da figura (enquanto forma alternativa de financiamento da sociedade e de investimento por parte de sócios), passando pelo regime jurídico aplicável nos ambientes jus-societários de ações com e sem valor nominal; são também abordadas as dificuldades que o regime do pagamento do dividendo prioritário levanta, bem como

as implicações que a existência deste tipo de ações tem no exercício do direito de voto e nas operações de redução e aumento de capital, em especial no que tange ao problemático regime do direito de preferência na subscrição de ações; é igualmente dissecado o regime das novas ações preferenciais sem direito de voto consagradas, em 2015, pelo Decreto-Lei 26/2015, de 6 de fevereiro.

Podendo discordar-se de algumas posições avançadas, não se pode deixar de reconhecer o raciocínio elaborado e a fineza da análise, tornando o texto claramente desafiante e estimulante para o leitor, permitindo-lhe também ter uma visão clara e compreensiva sobre o regime jurídico português aplicável às ações preferenciais sem voto.

E este será, para a *praxis* societária, o grande mérito deste texto, uma vez que, ao identificar e delimitar, de forma rigorosa, as fragilidades e limitações do regime positivo aplicável, alerta os agentes económicos – e sobretudo os respetivos *legal advisers* – para as mesmas, permitindo-lhes avaliar se tais debilidades não são impeditivas do recurso, no caso concreto, à utilização desta particular forma de financiamento com as vantagens e especificidades que lhe estão associadas. Donde, este texto pode ser um importante contributo para que estas ações preferenciais sem voto venham, afinal, contrariando o ceticismo do seu autor, a ser mais utilizadas pelo nosso tecido societário. O que seguramente não é de pouca monta...

Porto, 3 de janeiro de 2021
Paulo de Tarso Domingues

Lista de siglas e abreviaturas

A. – Autor

AA. – Autores

AA. VV. – Vários Autores

AktG – *Aktiengesetz*

al. – Alínea

APsDdV ou ações sem voto – Ações preferenciais sem direito de voto

Art. – Artigo

Arts. – Artigos

CC – Código Civil

Cfr. – Conforme

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM ou CdVM – Código dos Valores Mobiliários

Ed. – Edição

LSC – *Ley de Sociedades de Capital*

Op. cit. – Obra citada

OPA – Oferta Pública de Aquisição

Org. – Organização

p. – Página

pp. – Páginas

ss. – Seguintes

T.U.F – *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*

UE ou EU – União Europeia

Vol. – Volume

«Em face de tudo o que dissemos, compreender-se-á que mantemos uma atitude de cepticismo em relação ao vingar deste novo tipo de títulos mobiliários. Realçámos os dois grandes motivos: primeiro, a grande insegurança que resulta do texto legal, lacunoso e pouco harmónico; segundo, a fraca capacidade atractiva dos privilégios legalmente garantidos, principalmente o exíguo dividendo garantido de 5% do valor nominal. O que fará perder às acções sem voto na comparação com outras alternativas de financiamento por parte das sociedades ou de investimentos por parte dos aforradores. E a atitude mais recente do legislador societário e bolsista parece ser a de fazer proliferar os “produtos” financeiros, pensando talvez que a quantidade ou variedade suprirá os defeitos de qualidade dos já existentes. As acções sem voto são uma realidade no mundo financeiro e comercial contemporâneo. A sua utilidade não está também em questão. Competirá agora às sociedades anónimas portuguesas decidir se delas se servirão».¹

¹ PERES, J. J. VIEIRA, «Acções preferenciais sem voto», in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Ano XXX – 1988 (III da 2.^a Série), Almedina, Coimbra, pp. 398 e 399.

1. Introdução

E decidiram. Versa a presente obra, como cremos que resulta já claro do título, sobre o instituto das ações preferenciais sem direito de voto². A escolha do tema que nos ocupou ao longo da elaboração do nosso trabalho final do Mestrado Orientado para a Investigação apresentou-se como algo natural. Com efeito, o tema não nos era já desconhecido. No contexto da licenciatura em Direito, frequentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, havíamos já realizado um pequeno trabalho, no âmbito da cadeira de Direito Comercial II, subordinado ao tema «Das ações preferenciais sem (direito de) voto. O Decreto-Lei 26/2015, de 6 de fevereiro». A razão que orientou a nossa escolha, um ano volvido desde a elaboração desse trabalho, continuou a mesma. Tendo tomado conhecimento do instituto, a descoberta da figura desde logo captou a nossa máxima atenção porque, e digamo-lo desde já, é um instituto em cuja utilidade acreditamos. Mas sejamos claros! Aquilo em que acreditamos é na figura das ações / participações sociais que se apresentam desprovidas do direito de voto, podendo³ ser acompanhadas de privilégios patrimoniais. Já no que respeita ao regime contemplado no direito positivo português, reduzida será a nossa esperança.

Dito isto, e excluindo a crítica feita ao montante mínimo do dividendo preferencial⁴, própria de quem não poderia adivinhar, em 1988,

² Cujo regime português vem positivado nos artigos 341 a 344.º-A do Código das Sociedades Comerciais.

³ Ou devendo, é o que mais tarde se verá.

⁴ À época 5%.

que daí por menos de 30 anos viveríamos num mundo em que juros negativos são uma realidade, as palavras proferidas por Vieira Peres em 1988 confrontam a nossa convicção na bondade e importância do instituto, como que alertando-nos para o facto de podermos estar a encetar um trabalho sobre um tema que não existe, ou quase não existe, na realidade dos nossos dias.

Persistimos, porém, no nosso intento.

Em primeiro lugar, porque, como dissemos, o que nos move é a figura em si, e não o seu regime atual.

Em segundo, porque se o instituto é útil e a realidade económica dele carece, então é o direito e o regime positivo que têm de se adaptar a este facto, não sendo aceitável que a vida económica dele tenha de desistir, por inadequação de regime.

É esta, assim, uma dissertação que pretende analisar os vários aspetos que subjazem e gravitam em torno da figura, sem nunca nos coirmos de sugerir alterações ao nível do direito positivo português.

Avancemos, pois, com tal intento.

2. Enquadramento histórico

Importa, num primeiro momento, expender algumas palavras acerca da origem da figura que nos propomos analisar. Digno de nota, nesta sede, é o facto de terem sido os Estados Unidos e a Inglaterra os pioneiros na introdução desta figura^{5, 6}.

Já na realidade europeia continental⁷, terá sido o legislador alemão a dar o pontapé de saída, em 1937, seguindo-se o italiano, em 1974⁸, e o francês em 1978⁹.

⁵ Assim, PERES, J. J. VIEIRA, «Acções preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 331.

⁶ MIGNONE, GIANNI, *Le Azioni di Risparmio nel Nuovo Diritto Societario*, 2013, pp. 7 e 8, disponível, a 15.01.2018, em <https://iris.unito.it/retrieve/handle/2318/139944/22544/MIGNONE%20G.%2C%20Le%20azioni%20di%20risparmio%20nel%20nuovo%20diritto%20societario%2C%20versione%20dell%27autore.pdf>, pp. 7 ss., refere que, «Azioni prive del diritto di voto compaiono nella prassi degli Stati Uniti d'America già nella prima metà del 1800, come no-voting stocks; profilo percepito come diverso, e non necessariamente collegato, è quello della presenza di privilegi (preferred stocks), per il cui primato temporale la dottrina fa riferimento ad un caso giurisprudenziale del 1880. In Gran Bretagna, dopo un iniziale periodo in cui la privazione del voto era vista come contraria al principio di parità fra gli azionisti, il Companies Clauses Act del 1845 permette alle società una libera disciplina del diritto di voto, consentendo di conseguenza la previsione di azioni che non ne dispongono».

⁷ Continuamos, neste ponto, fiéis ao apanhado histórico realizado por PERES, J. J. VIEIRA, «Acções preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 331.

⁸ Reporta-se esta data (7 de junho de 1974) à lei n.º 216, de 7 de junho de 1974, que criou as chamadas *azioni di risparmio*. Todavia, como informa Vieira Peres, já eram permitidas pelo Código Civil ações com voto limitado a certo tipo de deliberações, à semelhança do que ainda hoje sucede, como mais abaixo se descreverá.

⁹ Para uma análise realizada em 1987 sobre os regimes das ações preferenciais

Já entre nós, a consagração das ações preferenciais sem direito de voto apenas ocorreu em 1986, com a publicação do Código das Sociedades Comerciais. Diz Vieira Peres¹⁰, nesta sede, que «A existência deste tipo de acções não era, de forma alguma, desconhecida da doutrina portuguesa, que, todavia, na ausência de consagração legislativa expressa, se pronunciava, maioritariamente, pela sua inadmissibilidade *de jure constituto*»¹¹.

sem direito de voto consagrados em França, Brasil, Itália e Alemanha, *vide* COELHO, EDUARDO DE MELO LUCAS, *Direito de Voto dos Accionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Rei dos Livros, Lisboa, 1987, pp. 156 a 170. Também CARPIO, LEOPOLDO JOSE PORFIRIO, «Las acciones sin voto en Bélgica, Holanda, Portugal y Suiza», in *Revista de Derecho Mercantil*, N.ºs 199-200, Enero-Junio, Madrid, 1991, pp. 91 ss. oferece um interessante elemento comparativo entre os regimes jurídicos destas jurisdições, ainda que, quanto à nossa, não mereça a nossa total concordância.

¹⁰ PERES, J. J. VIEIRA, «Acções preferenciais sem voto», *op. cit.*, pp. 331 e 332.

¹¹ Dissemos há pouco que não merecia a nossa total concordância a análise efetuada em CARPIO, LEOPOLDO JOSE PORFIRIO, «Las acciones sin voto en Bélgica, Holanda, Portugal y Suiza», *op. cit.*, pp. 91 ss., no que à jurisdição portuguesa dizia respeito. Com efeito, em contradição clara com a posição que acabamos de reproduzir, defendida por Vieira Peres, sustentava-se neste texto que «*La legislación portuguesa bajo la disciplina del Código comercial de 1888 admitía las acciones sin voto. A esta conclusión se llegaba a partir de una interpretación flexible del artículo 185*». Mais acrescentava ainda que «*En efecto, este precepto disponía que los accionistas que no tuviesen voto y los portadores de obligaciones podían asistir a las Juntas generales y discutir los asuntos previstos en el orden del día sin tomar parte en los acuerdos, siempre y cuando los estatutos no determinasen lo contrario*». Cita o autor, para tanto, a opinião de Assis Tavares. Ora, se bem vemos, o que se lê em TAVARES, ASSIS, *As Sociedades Anónimas*, 1.º Vol., 2.ª Ed., Clássica Editora, Lisboa, p. 159, é a inclusão de Portugal entre a lista de legislações que admitiam ações sem voto, invocando, para tanto, o artigo 185.º do Código Comercial. Não consideramos, porém, ser este um argumento decisivo, remetendo para as anotações feitas aos artigos 183.º e 185.º por FURTADO, J. PINTO, *Código Comercial Anotado*, Vol. II, Tomo II, Almedina, Coimbra, 1979, pp. 474 a 611, onde, se bem vemos, o referido artigo 185.º tinha outro âmbito de aplicação. Assim, veja-se o que diz o autor na p. 511, a propósito de cláusulas estatutárias que exigissem um número mínimo de ações para conferir um voto «Trata-se aqui, como importa assinalar, duma limitação de *voto*; não de *presença* ou mesmo de *voz*, na assembleia geral. Que aquela não acarreta, por si só, qualquer destas duas, resulta

Ainda segundo Vieira Peres, não se poderia obstar a tal conclusão invocando-se o Decreto n.º 1645, de 15 de junho de 1915, que introduziu no nosso ordenamento jurídico a figura das ações privilegiadas¹² pelo simples facto de não se fazer, em tal diploma, alusão à possibilidade de se excluir o direito de voto¹³.

Já Pinto Furtado defendeu, nesta sede, que «Quanto ao silêncio a que o artigo se remete a respeito do que chamamos de *limitações directas*, estamos em crer que ele não poderá ser interpretado senão como recusa da legitimidade sem reservas de *acções sem voto* ou de *voto limitado*»¹⁴. Este aparente desinteresse do legislador, no que à figura que agora nos prende diz respeito, prolongou-se até mesmo ao Projeto do que veio a ser o Código das Sociedades Comerciais de 1986, só não tendo sido vetada à inexistência por este diploma graças à intervenção de António Caeiro. Com efeito, e num exercício de comparação feito pelo próprio entre o Projeto e o Código das Sociedades Comerciais, diz-nos que: «Como se vê, a maior diferença verifica-se no título das sociedades anónimas e radica, fundamentalmente, numa regulamentação mais detalhada do direito à informação dos accionistas [...] e na introdução das acções preferenciais

indubitavelmente do preceituado no art. 185.º, quando pelo contrário expressamente admite que os *accionistas sem voto* (e os próprios *obligacionistas*) “poderão assistir às assembleias gerais e discutir os assuntos dados para ordem do dia”».

¹² Para uma análise sobre a diferença terminológica entre ações privilegiadas e ações preferenciais, vide CUNHA, PAULO OLAVO, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As acções privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, pp. 7 a 9.

¹³ PERES, J. J. VIEIRA, «Acções preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 332.

¹⁴ FURTADO, J. PINTO, *Código Comercial Anotado*, Vol. II, Tomo I, Almedina, Coimbra, 1979, p. 244, após formular a conclusão que citámos em texto, logo acrescenta que «Não nos repugna admitir, contudo, no silêncio da nossa lei, a legitimidade de *acções* que, sendo dotadas de privilégio patrimonial legalmente aceite, o contrabalançam com uma correspondente limitação ou exclusão do direito de voto nas *assembleias ordinárias*. [...] nem se vislumbra, na nossa ordem jurídica, qualquer princípio ou disposição que se lhe oponha ou abertamente a repudie».

sem voto (arts. 341.º a 344.º do C.S.C.), modificações que foram por nós introduzidas na aludida revisão a que procedemos».¹⁵, sendo que já em escrito datado de 1984 dava o autor conta da sua discordância face à omissão de tal figura no Projeto de Código das Sociedades Comerciais¹⁶.

Indiscutível é, porém, que com a aprovação do Código das Sociedades Comerciais de 1986 foi expressamente consagrada a figura designada, à época, por ações preferenciais sem voto. É neste regime de 1986, ainda que com várias alterações, que hoje nos continuamos a mover.

¹⁵ CAEIRO, ANTÓNIO, «A parte geral do código das sociedades comerciais», in *Separata do número especial do Boletim da Faculdade de Direito de Coimbra – Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Afonso Rodrigues Queiró*, 1988, p. 9.

¹⁶ «Ao arrepio da orientação dos sistemas jurídicos mais modernos, o projecto de Código das Sociedades não regula as acções privilegiadas sem voto ou com voto limitado que os especialistas financeiros apontam como instrumentos importantes e atractivos para a dinamização da aplicação das poupanças privadas. Verifica-se, com efeito, que tais espécies de títulos vão aparecendo um pouco por toda a parte, compensando-se a falta ou limitação do direito de voto com certos privilégios económicos (dividendo melhorado ou prioritário, favorecimento da quota de liquidação, etc.)», in CAEIRO, ANTÓNIO, *Temas de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 1984, pp. 134 e 135.

3. As ações preferenciais sem direito de voto como forma de financiamento de sociedades

Dizíamos, na introdução, ser esta uma figura em cuja utilidade acreditamos. Assim é, na verdade. Com efeito, cremos ser facto notório o elevado endividamento das empresas portuguesas. Bastará uma análise à informação estatística divulgada pelo Banco de Portugal para concluir que o endividamento das empresas portuguesas atinge patamares significativos¹⁷.

Poderíamos ser levados a pensar que não faria sentido preocuparmo-nos com o endividamento das sociedades comerciais. De facto, autores houve no passado que defenderam a irrelevância da estrutura de financiamento das empresas. Referimo-nos ao célebre modelo de Modigliani-Miller (M&M)¹⁸. Todavia, é também sabido que a posição inicialmente assumida¹⁹ foi mais tarde revista. De facto, vários são os fatores

¹⁷ Vide, para dados concretos, BANCO DE PORTUGAL, *Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2012-2016*, dezembro 2017, disponível, a 13.01.2018, em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos_da_cb_30_2017.pdf

¹⁸ Franco Modigliani e Merton H. Miller, assim se chamavam os autores da teoria que agora explanamos, publicaram vários artigos em que abordaram o tema a que agora nos referimos, tendo sido galardoados com o Prémio Nobel da Economia. Para um apanhado histórico, em português, sobre esta teoria, veja-se OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate Finance*, 2.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2015, p. 32, nota 40. Para uma análise mais detalhada, vide MODIGLIANI FRANCO/ MILLER MERTON H. , «The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory Of Investment», in *The American Economic Review*, Nr.º 3, Vol. XLVIII, June 1958.

¹⁹ A este propósito, vide OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate Fi-*

que importa considerar na escolha entre o financiamento do ativo com recurso a dívida ou a capital próprio²⁰. Todavia, e no que ora nos interessa, sempre diremos que um recurso excessivo ao financiamento com dívida, sobretudo se dívida de curto prazo que seja suposto estender ou renegociar no termo do prazo:

1 – Apesar de poder contribuir para *disciplinar os gestores*, por constituir um encargo fixo com juros, também coloca, como reverso da medalha, as contas anuais sob pressão, posto que o resultado da atividade terá de ser suficiente para proceder ao pagamento de juros (e, ainda, preferencialmente, para remunerar o capital próprio);

2 – Em alturas de crise financeira, em que haja um corte generalizado no acesso ao crédito, a necessidade de reembolso dos montantes financiados pode tornar-se incomportável.

Isto dito, não será de ignorar que o tratamento fiscal, em sede de tributação da sociedade, conferido ao pagamento de juros (verdadeiro custo fiscal) é claramente mais favorável do que o conferido aos dividendos.

Não é, portanto, em vão que os vários governos têm procurado, justamente, promover a capitalização das empresas com recurso a capitais próprios.

São várias as maneiras de proceder a tal incentivo, e sobre as quais não cabe na economia desta exposição elaborar elenco detalhado. Sempre se diga, porém, que um importante avanço seria o de dar passos firmes no caminho de promover uma neutralidade fiscal entre o financiamento através de capitais próprios e de capitais alheios. Com efeito, já tivemos oportunidade de referir que, do ponto de vista da sociedade, os encargos com juros relevam para efeitos do apuramento do resultado

nance, *op. cit.*, p. 32.

²⁰ Para um breve resumo de alguns dos fatores relevantes, *vide* OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate Finance*, *op. cit.*, pp. 35 ss.

relevante para efeitos fiscais, o que já não acontece, com exceção de alguns regimes especiais, com os dividendos. Remetemos, quanto a este tema, para aquilo que mais abaixo diremos sobre as ações preferenciais sem direito de voto remíveis.

4. A relevância económico-social

Na sequência do que acabou de ser dito, torna-se importante fornecer às sociedades comerciais instrumentos que permitam a captação de capitais próprios.

Sucedem que, como sabemos, o princípio regra, entre nós, é o de um voto por ação, como preceitua o artigo 384.º, n.º 1. Esta ligação indissociável dos votos ao capital é, no caso das sociedades anónimas, particularmente mais rígida do que o é nas sociedades por quotas, em que é permitida a atribuição de voto duplo a, no máximo, 20% do capital social²¹.

Ora, perante tal rigidez de regime, várias são as razões que podem levar à emissão de ações sem voto.

Com efeito, as ações preferenciais sem direito de voto apresentam-se como instrumentos particularmente aptos para a captação de poupanças de sócios que não estão interessados em participar na vida social. Assim, é possível que estas ações sirvam interesses tão díspares como o do pequeno acionista que não está interessado em deslocar-se às assembleias gerais porque, atento o número de ações que detém, o investimento claramente não seria compensado; o do fundo de pensões que está preocupado com a obtenção de rendimentos, estando disposto a sujeitar-se ao risco inerente às participações sociais, mas preferindo abdicar de direitos políticos, que em todo o caso não exerceria, por um grau menor de incerteza; o da sociedade anónima de cariz mais familiar que precisa de chamar capitais de terceiros, mas sem que com isso se

²¹ Art. 250.º, n.º 2 do CSC.

desequilibrem as relações de poder, ou ainda a vontade de atribuir ações a trabalhadores ou outros *stakeholders*, sem, contudo, interferir com as relações de poder na sociedade.

Poderíamos também ver nesta figura uma hipótese de atribuição de voto duplo a um ou vários acionistas²². Poderia até ser esta a razão para se estabelecer, como limite máximo de emissão de ações preferenciais sem direito de voto, a metade do capital social.

Várias coisas se poderiam dizer sobre isto.

Em primeiro lugar, não cremos que a figura do voto duplo seja a melhor comparação que se pode fazer²³. Com efeito, se o voto duplo permite a um sócio, com o mesmo investimento, ter o dobro do poder de voto dos restantes, esta figura permite ter a totalidade do poder de voto com o mesmo investimento²⁴.

Não se nega, porém, que a proibição do voto plural (que engloba, logicamente, a proibição do voto duplo) tem afinidades, na sua *ratio*, com o limite máximo de emissão de APsDdV.

Antecipe-se já, contudo, que não podemos acompanhar os fundamentos em que se escora tal proibição de voto plural. Com efeito, a tutela das minorias, tarefa irrecusável do Direito das Sociedades, deve ser feita

²² Fomos alertados para esta hipótese pelo nosso orientador.

²³ FURTADO, J. PINTO, *Código Comercial Anotado*, Vol. II, Tomo I, *op. cit.*, p. 240, porém, aponta para esta problemática do voto plural, «O que acontece é que, a admitir-se a limitação de voto, sem reservas, implicitamente resultará daí, para as *ações ordinárias*, uma situação de predomínio que pode vir a constituir um privilégio indirecto. Teríamos então uma forma ínvia de fraudar as restrições legais à emissão de *ações privilegiadas* e, em particular, a proibição do *voto plural*». Ora, sobre esta equiparação ao voto plural, nada mais se nos apraz dizer além do que já referimos em texto.

²⁴ Se o sócio A investe 25 000,00€ em ações ordinárias e os sócios B, C, D e E investem, em conjunto, outros 25 000,00€ em ações sem voto, bom estará de ver que o primeiro tem todo o poder de decisão, e os restantes nenhum.

através de mecanismos subsidiários de proteção, e não da limitação, *a priori*, da autonomia privada.

O tema do voto plural, aliás, está aí bem presente, com as ações de lealdade, e não vemos como possam ser negados alguns dos argumentos que usam os seus defensores²⁵.

Mas, mais do que isso, entendemos que a proibição do voto plural está fortemente mitigada no artigo 384.º do CSC. Na verdade, temos até dúvidas sobre qual o grau de utilidade do carácter imperativo do artigo 341.º do CSC à luz desse mesmo artigo 384.º É que, se bem vemos, o regime jurídico português admite, formalmente, a emissão de ações que, na prática, se apresentam desprovidas de direito de voto e não conferem qualquer privilégio patrimonial. Vejamos.

O artigo 384.º, n.º 2, a) do CSC diz que o contrato de sociedade pode: «Fazer corresponder um só voto a um certo número de ações, contanto que sejam abrangidas todas as ações emitidas pela sociedade e fique cabendo um voto, pelo menos, a cada 1000 euros de capital».

Tal valor de capital afere-se, nas ações com valor nominal, pelo valor nominal²⁶.

Ora, se bem vemos, é possível termos uma sociedade anónima com um património inicial²⁷ de, por exemplo, 1 000 000,00€, cinco sócios, e só um deles ter voto.

Com efeito, basta, para tanto, que um sócio possua ações representativas do capital social total menos 999€. Para alcançá-lo basta que

²⁵ Vide, a este propósito, OLIVEIRA, MADALENA PERESTRELO DE, «Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares», in *Revista de Direito das Sociedades*, N.º 2, Ano VII, 2015, Almedina, Coimbra, pp. 435 a 470.

²⁶ Assim, ABREU, J. M. COUTINHO DE, «Comentário ao artigo 384.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. VI, Almedina, Coimbra, 2013, p. 127.

²⁷ Não capital social.

um sócio subscreva, por exemplo, 49 001 ações com o valor nominal de 1€, entrando com 49 001€ mais um prémio de emissão de, por exemplo, 250 999€, e os restantes quatro sócios contribuam para a sociedade com os restantes 999€ de capital social e 699 001€ a título de prémio de emissão. Ora, como se sabe, os prémios de emissão não são contabilizados no capital social ou no valor nominal das ações. É, assim, possível retirar o voto a sócios que, embora não disponham de um número significativo de ações (não podem representar mais de 1 000€ de capital) tenham contribuído com uma relevantíssima parte dos recursos de que a sociedade necessita. Bastará, depois, prever que a distribuição dos lucros se fará segundo uma percentagem que as partes entendam (e que poderá corresponder ao valor das contribuições efetivas), o que o artigo 22.º permite, mais estipulando que, em caso de liquidação, será reembolsado aos sócios o montante dos prémios de emissão, o que o artigo 156.º, n.º 2 permite. E assim se consegue privar uma parte relevantíssima do *capital investido* de direito de voto, sem a obrigatoriedade de conferir quaisquer privilégios patrimoniais ou recuperação do direito de voto.

Usando idêntica fórmula, i.e., o recurso a prémios de emissão, é, aliás, de dificuldade nula conseguir contornar o limite dos 50% do capital previsto no artigo 341.²⁸

E tudo isto, note-se, dentro da completa legalidade formal.

²⁸ Veja-se, a este propósito, FERREIRA, MANUEL REQUICHA, «Comentário às intervenções “Ações Preferenciais: Reforma Anunciada” e “Concorrência de Deveres de Comunicação Relativa à Aquisição de Ações”», in *E Depois do Código das Sociedades em Comentário*, IDET, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 187 ss.

5. *O report on the proportionality principle in the european union*²⁹

Interessante estudo, a que merece fazer referência, neste âmbito, foi um relatório elaborado por três entidades, a saber «*Shearman & Sterling LLP*», «*ISS – Institutional Shareholder Services*» e «*ecgi – european corporate governance institute*».

Tal relatório, partindo do princípio da proporcionalidade (diríamos nós, entre o controlo, dado pelo voto, e o capital investido), analisa com bastante detalhe os «*Control Enhancing Mechanisms*», incluindo as «*non-voting shares*» e as «*non-voting preference shares*»³⁰.

No que respeita às ações sem direito de voto, diz-nos o relatório³¹ que são legalmente admissíveis em 42% dos países participantes no estudo. No que respeita à sua implementação prática, apenas ocorre em 12% destes. Note-se, a este respeito, que como indica o estudo, nos

²⁹ SHEARMAN & STERLING / INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES / EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007, disponível, a 15.01.2018, em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf

³⁰ Note-se, porém, que os países da União Europeia analisados pelo relatório foram apenas: Bélgica, Dinamarca, Estónia, França, Finlândia, Alemanha, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Polónia, Espanha, Suécia e Reino Unido. Fora da União Europeia foram ainda analisados Austrália, Japão e Estados Unidos da América.

³¹ SHEARMAN & STERLING / INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES / EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, *op. cit.*, p. 19.

países em que esta figura pode ser implementada existem, ainda assim, limites à sua emissão. Com efeito, «*For instance, the non-voting shares may not represent more than a certain percentage of the share capital (25% in France and 50% in Italy and Japan)*».

Já no que respeita às ações preferenciais sem voto, diz-nos o estudo que são as mesmas legalmente admissíveis em 84% dos países que participaram no estudo, estando, porém, presentes em 44% de tais países. Dos países analisados, pode concluir-se que os países com maior uso de tais ações eram, em 2006, o Reino Unido (com 50% das sociedades objeto do estudo a usarem este mecanismo); seguido da Irlanda e da Itália (com 30%). Também aqui, porém, informa o estudo existirem limitações ou restrições no âmbito de tais ações, limitações essas que seriam de três tipos, a saber:

1 – Limite máximo de uma percentagem do capital social – 25% em França; um terço na Bélgica e na Estónia; 40% na Grécia e 50% na Alemanha; Espanha; Hungria; Japão; Itália e Luxemburgo;

2 – As ações possuírem direito de voto em determinadas matérias (Bélgica, Luxemburgo ou Austrália) ou;

3 – Preenchendo-se certas condições, tais como o não pagamento de dividendos, os direitos de voto poderem ser restabelecidos (Bélgica; Alemanha; Estónia; Espanha; Luxemburgo e Hungria) ou os seus titulares poderem nomear, pelo menos, dois administradores (Estados Unidos).

Note-se, aliás, e ainda seguindo este relatório³², que as ações preferenciais sem direito de voto são o segundo mecanismo de reforço de controlo mais frequente na Alemanha, e o mais utilizado na Irlanda e no Reino Unido.

³² *Ibid.*, Report on the Proportionality Principle in the European Union, *op. cit.*, tabela 4.9, p. 26.

Apontamento interessante é aquele que nos é dado por este relatório quer acerca das ações sem voto, quer sobre as ações preferenciais sem voto. Focando-nos nas segundas, é referido que: «*Non-voting preference shares exist in 6% of the total sample (they are issued by 29 companies, all of them large). They are mostly present in the UK, Ireland and Italy. They compensate the absence of vote with a preferential dividend and have some of the characteristics of debt instruments.*

*35% of companies with non-voting preference shares also feature other CEMs. In Germany and Italy, non-voting shares are combined with pyramid structures (5 companies). Non-voting preference shares are also combined with voting right ceilings in companies with special structures (Volkswagen in Germany, dual listed companies in the UK, Richter in Hungary)».*³³

6. Confronto com figuras afins

Importa começar, nesta nossa análise, por dar nota de algumas características da figura de que nos ocupamos, por forma a distanciarmos a figura de outras idênticas. Não iremos, porém, tecer qualquer consideração sobre as diferenças entre as ações preferenciais sem direito de voto e as ações ordinárias. Com efeito, tal equivaleria a evidenciarmos as principais especificidades desta categoria de ações, o que faremos mais abaixo.

6.1. As obrigações

O instrumento de financiamento designado por obrigações³⁴ tem o seu regime jurídico, no que à vertente societária³⁵ diz respeito, vertido

³⁴ «As obrigações (“bonds”, “notes”, “Schuldverschreibungen”, “obligations”, “obbligazione”) são valores mobiliários representativos de direitos de crédito». in ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Instrumentos Financeiros*, 3.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2017, p. 114.

³⁵ A análise a que procederemos, neste ponto, versará apenas sobre aspetos jurídicos. Não se nega, porém, que são assinaláveis as similitudes, em termos económicos, com outras figuras. Acompanhamos, e a título de exemplo, o excerto de PEÑAS MOYANO, BENJAMÍN, «Las categorías de acciones en el derecho societario alemán: concepto, tipología y tutela de las mismas», in *Revista de Derecho de Sociedades*, N.º 30, Año 2008-1, Cizur Menor (Navarra), Thomson Aranzadi, 2008, pp. 143 e 144, que, abordando o tema das ações preferenciais sem voto no direito alemão, nos diz que «*las acciones preferentes sin derecho de voto presentan, desde el punto de vista económico, grandes similitudes com las obligaciones com interés variable, reguladas en el artículo 221 de la Aktiengesetz de 1965. La expresión obligaciones con interés variable se aplica a todas aquellas obligaciones que*

nos artigos 348.º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais. A única pista de definição que nos é dada no Código consta, com efeito, do número 1 do artigo 348.º, onde se diz que: «As sociedades anónimas podem emitir valores mobiliários que, numa mesma emissão, conferem direitos de crédito iguais e que se denominam obrigações». Daqui resulta, desde logo, uma importante diferença entre as figuras. De facto, enquanto o titular de uma obrigação detém um direito de crédito, do qual é devedor a sociedade, o acionista preferencial sem direito de voto detém uma participação social. Assim, enquanto titular de um direito de crédito, o obrigacionista pode³⁶ exigir o cumprimento do mesmo, no caso de a sociedade não pagar voluntariamente, podendo, no limite, requerer a declaração de insolvência da sociedade. Já no caso do acionista preferencial sem direito de voto, este apenas poderá, como mais abaixo se verá, exigir o pagamento do dividendo prioritário se e na medida em que as normas sobre distribuição de bens aos sócios o permitam, o que implica, desde logo, a necessidade de existência de lucros. Além disso, e como dissemos, o credor obrigacionista pode exigir o seu direito de crédito que, normalmente, compreenderá o direito a perceber um montante a título de juros, e um montante a título de reembolso do capital investido³⁷, enquanto as ações de que nos ocupamos veem nascer, e na medida em que o vejam, um direito a perceber uma quantia a título de dividendo, acrescido do eventual reembolso do seu valor nominal ou de emissão, ainda eventualmente acrescido da participação na partilha

otorguen a los obligacionistas cualquier tipo de participación en el beneficio de la empresa en lugar de un interés fijo. Las diferencias económicas [...] no se ponen de manifiesto sino en caso de quiebra social, pues los obligacionistas tienen preferencia frente a los accionistas, o al final del vencimiento de la obligación, cuando se restituye el préstamo».

³⁶ Abordamos apenas a figura mais básica de uma obrigação reembolsável em data fixa, com um vencimento de juros também ele periódico e fixo.

³⁷ Não será assim, é certo, no caso de obrigações perpétuas.

do ativo restante. Em consequência, aliás, são, por regra, as obrigações inscritas no passivo, no balanço da sociedade, e as ações preferenciais sem direito de voto no capital próprio, contribuindo o seu valor nominal ou de emissão para a construção da cifra do capital social^{38, 39}.

³⁸ Permitimo-nos, a este propósito, citar uma interessante passagem contida em AURREKOETXEA, JOSU J. SAGASTI, «El régimen jurídico de las acciones sin voto en el Derecho italiano», in *Revista del poder judicial*, 3. Época n.52 (Cuarto Trimestre), Madrid, C.G.P.J., 1998, pp. 360 a 362, a propósito da figura *azione di risparmio*, que mais abaixo analisaremos: «*La determinación de la naturaleza jurídica de las acciones de "risparmio" plantea de nuevo el problema de si se trata de un tertium genus entre las acciones y obligaciones o de una "species" de las primeras o de las segundas. La cuestión probablemente no presente un gran relieve práctico, dado que el legislador contempla, de un lado, la posibilidad de atribuir privilegios especiales o particulares de naturaleza o carácter patrimonial a los nuevos títulos [...] y, del otro, si bien se omite la disposición de la anterior normativa, en base a la cual "las acciones de "risparmio" ...atribuyen los mismos derechos que las acciones ordinarias" [...] cabe entender que, en tanto acciones, siguen gozando también de tales derechos. [...] Sea como fuere, un argumento que parece definitivo para considerar a las acciones de "risparmio" verdaderas y propias acciones es el de que las mismas, a diferencia de las acciones de uso o disfrute, representan una fracción del capital social*». Conclui dizendo «*Por consiguiente, parece plausible, dada la presencia de características tales aptas para configurar un "tertium genus" entre acciones y obligaciones – representado por las acciones de "risparmio" y por las obligaciones convertibles en acciones –, deducir que los títulos en cuestión constituyen una "species" del "genus" acción*».

³⁹ Também interessante, a este propósito, é a informação que nos é dada por PEÑAS MOYANO, BENJAMÍN, «Las categorías de acciones en el derecho societario alemán: concepto, tipología y tutela de las mismas», *op. cit.*, pp. 139 e 140, «*Ha sido un tema clásico en la doctrina científico-mercantil de la Europa continental, y en consecuencia también entre los comentaristas alemanes, la cuestión referida a si las acciones sin voto emitidas por las sociedades por acciones constituyen, dada la inexistencia en el conjunto de la posición jurídica que atribuyen a sus tenedores del derecho de voto en la junta general de accionistas, verdaderas acciones; un suma, si las acciones sin voto atribuyen a sus tenedores la posición jurídica de socio. La doctrina científica alemana, a tal respecto, se manifiesta a favor de considerar a las acciones preferentes sin derecho de voto auténticas acciones, pues forman parte del capital social y conceden a sus titulares todos los otros derechos del accionista; las acciones sin voto constituirían pues verdaderas y propias acciones, que hacen que sus tenedores sean auténticos socios*».

Além da diferença no que ao crédito propriamente dito diz respeito, porém, existem ainda diferenças de monta no que respeita aos próprios direitos dos titulares de ambas as figuras. Com efeito, não se ignora que também os obrigacionistas dispõem de certos direitos que se podem assemelhar aos direitos políticos dos sócios, nomeadamente o de poderem reunir e deliberar em assembleia de obrigacionistas⁴⁰, bem como o de terem, para cada emissão de obrigações, um representante comum, que assiste às assembleias gerais dos acionistas⁴¹. Ademais, não se ignora também a possibilidade de os obrigacionistas, enquanto credores, poderem «opor-se» a determinadas operações⁴² societárias. Ainda assim, existem significativas diferenças face ao regime das ações preferenciais sem direito de voto:

Em primeiro lugar, e como mais abaixo se verá, a regra, no silêncio do contrato, é a de que os acionistas sem voto têm o direito a participar nas assembleias gerais. Em segundo lugar, e no que ao direito português expressamente respeita, mediante a verificação de certas condições, os titulares de ações sem direito de voto adquirem tal direito, o que em caso algum ocorre nas obrigações⁴³. Por último, significativo é também o facto de, segundo cremos, os credores obrigacionistas possuírem apenas os *direitos políticos* expressamente previstos na lei, enquanto os acionistas sem direito de voto possuem, por defeito, todos os direitos políticos que não pressuponham o direito de voto.

⁴⁰ Veja-se o artigo 355.º do CSC.

⁴¹ Veja-se o artigo 359.º, n.º 1, alínea c) do CSC.

⁴² Veja-se o artigo 101.º-C do CSC, que se refere expressamente a credores obrigacionistas, e o artigo 96.º que, embora não se referindo exclusivamente a eles, não os exclui.

⁴³ Inclusive nas obrigações convertíveis. Com efeito, nestas, o que pode acontecer é haver lugar à atribuição de ações aos obrigacionistas, caso em que, se forem ações que confirmam direito de voto, tal direito resulta da titularidade das novas ações que lhes foram atribuídas, e não das obrigações.

6.2. As ações preferenciais remíveis

As ações preferenciais remíveis vêm previstas, no nosso Código das Sociedades Comerciais, no artigo 345.º Enquanto acima procedemos a uma distinção entre as ações preferenciais sem direito de voto e as obrigações, por serem, de facto, duas figuras distintas, neste caso a figura das ações preferenciais remíveis pode coexistir com a das ações preferenciais sem direito de voto. Com efeito, e como logo se apreende no número 1 do artigo, a especificidade desta figura é a de poder, logo na sua emissão, ficar sujeita a remição, ou em data fixa, ou quando a assembleia geral o deliberar. Apenas podem, porém, ficar sujeitas a tal remição as ações que confirmam algum privilégio patrimonial, como é o caso das ações preferenciais sem direito de voto⁴⁴.

Interessante aspeto nas ações preferenciais remíveis é a sua articulação com a figura das ações preferenciais sem direito de voto para efeitos do artigo 23.º do Código do IRC. Com efeito, nos termos do número 7 deste artigo, «Os gastos respeitantes a ações preferenciais sem voto classificadas como passivo financeiro de acordo com a normalização contabilística em vigor, incluindo os gastos com a emissão destes títulos, são dedutíveis para efeitos da determinação do lucro tributável da entidade emitente». Não entraremos, porque não cabe no âmbito da nossa exposição, na análise detalhada desta norma. Diríamos apenas, porém, que parece ser este um caso em que a lei se pretende referir à figura das ações preferenciais sem direito de voto remíveis. Com efeito, apenas em tal situação será de equacionar a hipótese de termos ações preferenciais sem direito de voto contabilizadas no passivo. A querer incentivar-se,

⁴⁴ Note-se, neste âmbito, que o nosso direito apenas permite a remição por funcionamento de termo ou de deliberação da Assembleia Geral. Veja-se, a este propósito, e para regimes em que tal não é assim, MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 345.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. VI, Almedina, Coimbra, 2013, nota 4, pp. 720 ss.

através de «incentivo fiscal», a utilização desta figura, não se percebe o porquê de escolher a situação em que as ações preferenciais sem direito de voto mais se aproximam das obrigações ou, sendo o objetivo o de promover a utilização das ações preferenciais remíveis, não se percebe o porquê de se exigir estarem as mesmas desprovidas de voto.

7. As ações preferenciais sem direito de voto – aspetos nucleares de regime

7.1. Da emissão

As ações preferenciais são, desde logo, uma categoria especial de ações⁴⁵ que, em traços largos, se caracteriza por conferir, em simultâneo, mais e menos direitos quando comparada com as ações ordinárias. Com efeito, apresentam-se desprovidas de direito de voto, mas, ao mesmo tempo, conferem direito a uma prioridade no recebimento do dividendo e no reembolso, em caso de liquidação⁴⁶.

⁴⁵ Veja-se, nesta sede, a classificação doutrinal feita em ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial*, 5.^a Ed., Vol. II, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 215 ss., que nos diz que «Podem ser diversos os direitos inerentes às ações emitidas pela mesma sociedade (art. 302.º, 1). Quando se verifique tal diversidade, haverá duas ou mais *categorias de ações* – integrando-se na mesma categoria as ações que compreendem direitos iguais (art. 302.º, 2; v. também o art. 45.º do CVM). Teremos então, normalmente, ações *ordinárias* e ações *especiais* (ações de uma “categoria especial” ou de várias categorias especiais). Ordinárias são as que compreendem os direitos previstos na lei para as ações em geral. São especiais as ações que compreendem mais, ou menos, ou mais e menos direitos do que os legalmente estabelecidos para as ações em geral».

⁴⁶ Acompanhamos a apreciação sobre a função económica destas ações feita em ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial*, *op. cit.*, p. 216, «estas ações, reguladas nos arts. 341.º-344.º do CSC (não estavam previstas no *Projecto*), são instrumento talhado para a sociedade aumentar os capitais próprios, para alguns sócios (desinteressados ou impossibilitados de participar activamente na vida da sociedade) investirem poupanças, e para outros sócios (com direito de voto, nomeadamente os do grupo de controlo) manterem no essencial o poder societário». Semelhante análise é,

Ora, sendo uma categoria especial de ações, importa clarificar que a sua admissibilidade já decorreria, sem mais, de uma análise conjugada dos artigos 24.º, n.º 4; 272.º, alínea c) e 302.º, todos do Código das Sociedades Comerciais. O que já seria mais difícil de sustentar, porém, na ausência de consagração legal expressa, seria a admissibilidade da criação de ações sem voto. Assim, diga-se, é justamente esta questão que faz com que seja diverso o regime de emissão destas ações, nomeadamente no que respeita à existência de limites máximos de emissão. Com efeito, se entendemos não existir nenhum limite máximo à emissão de ações de categorias especiais⁴⁷, o mesmo não poderá suceder, *de jure constituto*, em caso de privação do direito de voto. Assim é que é tal o que resulta do artigo 21.º, n.º 1, alínea b), que consagra o princípio regra nesta matéria, segundo o qual «Todo o sócio tem direito [...] a participar nas deliberações de sócios, sem prejuízo das restrições previstas na lei», sendo que o único caso previsto na lei societária onde se contempla a possibilidade de privação de direito de voto como algo inerente à própria participação social⁴⁸ é justamente o das ações preferenciais sem direito de voto.

No regime de emissão destacam-se duas notas essenciais, a saber, a autorização, prevista no contrato de sociedade, para a emissão destas

aliás, feita por Elda Marques, em MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012, p. 612 que nos diz que «Dadas as características das ações preferenciais sem voto, ao autorizarem a limitação de direitos sociais políticos ou administrativos (cfr. arts. 341.º, 3 e 343.º, 1) em contrapartida de direitos patrimoniais mais extensos, elas estão vocacionadas primordialmente para permitir às SA uma forma especial de financiamento com capitais próprios, sem que ao mesmo tempo se alterem as relações de maioria da sociedade».

⁴⁷ Podendo existir numa sociedade apenas ações de categoria especial.

⁴⁸ Quando utilizamos a expressão «inerente à própria participação social», queremos excluir outras situações de impedimento ou inibição do direito de voto, nomeadamente as previstas nos artigos 384.º, n.º 6 do Código das Sociedades Comerciais ou 192.º do Código dos Valores Mobiliários.

ações e, em segundo lugar, um limite máximo de metade do capital social. Sendo aparentemente simples tal regime, suscitam-se, porém, nesta sede, algumas questões que importa esclarecer:

7.2. Da necessidade de autorização prévia

A letra do artigo 341.º, n.º 1 diz-nos que «O contrato de sociedade pode autorizar a emissão de ações preferenciais sem direito de voto até ao montante representativo de metade do capital social». Surge, a este propósito, uma interessante questão: a de saber se será possível emitir ações preferenciais sem direito de voto logo no momento de constituição da sociedade⁴⁹.

Entendemos, a este propósito, que a redação da norma traz alguma confusão. Com efeito, pela maneira como está redigida parece supor que terá de haver uma primeira autorização contratual para, apenas num momento subsequente, se poder deliberar a sua emissão⁵⁰. Assim, segundo esta interpretação, parece-nos, para que possamos dizer que uma determinada emissão foi autorizada pelo contrato de sociedade, teríamos de ter, num primeiro momento, o contrato de sociedade a prever tal autorização e, apenas num segundo momento, uma emissão de APsDdV.

⁴⁹ PERES, J. J. VIEIRA, «Ações preferenciais sem voto», *op. cit.*, pp. 347 e 348 diz-nos, a este propósito, que «A letra da lei não ajuda a este respeito, já que a *emissão* de acções se pode reportar às acções iniciais ou resultantes de aumento de capital, embora a palavra *autorizar* inculque estar em causa uma actuação posterior e não constante já do próprio acto que confere a autorização. Parece, no entanto, que, no plano dos interesses, poderão relevar em sede de constituição exactamente aqueles que justificam o aparecimento desta figura num estágio posterior da vida da sociedade».

⁵⁰ A palavra emissão, usada em vários artigos do Código das Sociedades Comerciais (veja-se, a título de exemplo, os artigos 298.º e 304.º, n.º 1) pode, com efeito, visar designar realidades distintas. A este propósito, *vide*, entre outros, CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2016, p. 318.

Que dizer desta questão?

Num primeiro momento, e *de jure condendo*, entendemos não haver qualquer razão para se restringir a possibilidade de recurso a este tipo de ações logo no momento inicial da vida de uma sociedade. Com efeito, a realidade societária e económica que justifica este tipo de ações pode bem dar-se por verificada logo no momento de constituição da sociedade. Sempre se poderia, porém, avançar o argumento de que seria conveniente que os acionistas tivessem já um *histórico* do pagamento de dividendos, por parte da sociedade, para poderem decidir o seu investimento. Ademais, sempre se poderia argumentar que será mais difícil a uma sociedade em pleno início de atividade (primeiros exercícios) conseguir obter lucros distribuíveis para poder proceder ao pagamento do dividendo.

Se isto é assim, sempre se diga, porém, que não optou a legislação portuguesa por consagrar um período mínimo de existência da sociedade para poder haver emissão de APsDdV^{51,52} e, talvez mais do que isso, não seria este o mecanismo apto a dar resposta aos dois argumentos que mencionámos, posto que a deliberação de emissão destas ações poderá, mesmo entendendo-se ser de exigir autorização estatutária prévia, o que não se concede, ocorrer na primeira assembleia geral após a constituição da sociedade.

Uma outra nota que importará talvez ter em conta será o facto de o artigo 272.º se apresentar de difícil compreensão, nesta sede. Com efeito, da sua análise, e note-se que o artigo tem como epígrafe «conteúdo obrigatório do contrato», decorre que, do elenco que se segue a «Do contrato de sociedade devem especialmente constar», não consta qualquer

⁵¹ Ao contrário do que acontece, no regime português, para as obrigações, segundo a regra geral do artigo 348.º, n.º 2.

⁵² Chamando a atenção para este mesmo argumento, PERES, J. J. VIEIRA, «Acções preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 348.

referência à eventual necessidade de autorização para a emissão de APsDdV. Dir-se-á que nem teria de constar, posto que tal autorização seria meramente eventual. Acontece, porém, que se assim é, também a «autorização para a emissão de obrigações»⁵³ terá exatamente o mesmo carácter eventual e, no entanto, figura no artigo. Tal facto, em conjugação com a alínea c) do mesmo artigo, leva-nos a sustentar que se no contrato ficar expressamente referida a existência de um certo número de ações preferenciais sem direito de voto, tal bastará para que se considere que a emissão dessas ações e a sua autorização contratual resultam,

⁵³ O resultado da comparação entre a referência do artigo 272.º à «autorização, se for dada, para a emissão de obrigações» com a ausência da eventual autorização para a emissão de ações preferenciais sem direito de voto causa, com efeito, estranheza. De facto, no regime das ações preferenciais sem direito de voto, onde o artigo 341.º claramente refere a possibilidade de uma autorização estatutária, o artigo 272.º é omissivo, parecendo exigir, contudo, a referência a uma «autorização, se for dada», para a emissão de obrigações. Ora, o que estranhámos, neste ponto, é que o artigo 348.º do CSC refira que «As sociedades anónimas podem emitir valores mobiliários que, numa mesma emissão, conferem direitos de crédito iguais e que se denominam obrigações». Extraímos desta norma, assim, que as sociedades anónimas podem, sem mais, emitir obrigações, desde que verificados os requisitos legais quanto à sua emissão. Uma referência a autorização surge, porém, no artigo 350.º, mas apenas para dizer que «A emissão de obrigações deve ser deliberada pelos accionistas, salvo se o contrato de sociedade autorizar que ela seja deliberada pelo conselho de administração». Arredando desde já outro tipo de considerações que nos saltam à vista perante esta norma, desde logo a falta de neutralidade em termos de órgão competente consoante a sociedade se financie, por exemplo, com crédito bancário, onde dúvidas não há de que estamos perante matéria de gestão, ou com a emissão de obrigações, o que é certo é que apenas aqui se fala numa autorização estatutária. Assim, parece-nos que só a esta autorização poderá esta alínea do artigo 272.º querer referir-se. Sempre se diga, porém, ser assim preceito a revogar, posto que idêntico regime existe em sede de aumento de capital, e não se contém qualquer referência a essa autorização neste artigo 272.º Além disso, e sendo que a primeira frase do artigo é «Do contrato de sociedade devem especialmente constar», referindo-se às sociedades anónimas, nenhuma referência a obrigações aí fará sentido, posto que inexistente qualquer «especialidade» entre as sociedades por quotas e anónimas, em matéria de obrigações.

diretamente, de tal cláusula⁵⁴. Com efeito, aventaria alguém a hipótese de sustentar a nulidade de tal cláusula estatutária por... falta de autorização contratual? Ora, tal leva-nos a concluir ser desnecessária autorização contratual para a emissão de ações preferenciais sem direito de voto no momento de constituição da sociedade. Mas mais.

Mesmo num momento posterior, em caso, por exemplo, de aumento de capital, a necessidade de uma cláusula estatutária que autorize a emissão de ações preferenciais sem direito de voto torna-se dispensável⁵⁵. De facto, implicando a emissão destas ações a alteração dos estatutos, os quóruns constitutivos e deliberativos aplicáveis à emissão de ações sem direito de voto terão forçosamente de ser os mesmos que se aplicam à alteração dos estatutos, pelo que não se vislumbra o que se pretende acautelar com a necessidade de prévia autorização estatutária exigida pelo CSC⁵⁶, que pode dar-se por cumprida com uma alteração prévia aos estatutos no sentido de incluir uma autorização à emissão de APsDdV, seguida da deliberação de emissão das mesmas. É, assim, preceito que, devendo embora ser objeto de clarificação legislativa, se deve interpretar em conformidade com o artigo 272.º, que não faz qualquer referência à necessidade de autorização expressa à emissão de APsDdV. Nesse sentido, e porque seria no mínimo estranho sustentar a consequência da nulidade para a deliberação de emissão de APsDdV, aprovada pela necessária maioria, por ausência de autorização expressa, entendemos dever ser a norma interpretada em sentido literal, como uma possibilidade «pode autorizar», e não como uma exigência. É que, de facto, se não faz qualquer sentido a exigência de expressa autorização prévia, já

⁵⁴ Assim, MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», *op. cit.*, pp. 620 ss.

⁵⁵ Contra, VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992, p. 423. Além de exigir tal cláusula, entende que a mesma deve identificar o montante do dividendo prioritário.

⁵⁶ Assim, MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», *op. cit.*, pp. 632 e 633.

porém pode a mesma revelar-se útil. Assim, e em conformidade, uma cláusula genérica de autorização será, a nosso ver, útil caso se pretenda consagrar a hipótese de novas futuras emissões de ações preferenciais sem direito de voto, como agora se procurará explicar.

Como veremos, os acionistas preferenciais sem direito de voto têm de aprovar deliberações que ponham em causa⁵⁷ os seus direitos especiais. Uma nova emissão de ações preferenciais sem direito de voto que não esteja já ressalvada nos estatutos, existindo já acionistas sem direito de voto, representa, a nosso ver, uma limitação potencial dos seus direitos especiais, já que traz mais acionistas para o concurso ao dividendo prioritário^{58, 59}. Se, porém, tal hipótese estiver já prevista nos estatutos, à data da primeira emissão, a questão não se deverá pôr. A mesma coisa se diga, neste ponto, para o caso de existirem outras categorias especiais cujos direitos possam de alguma forma conflitar com as novas ações a emitir.

A este propósito, importa referir que alguma doutrina entende⁶⁰ que, na situação que acabámos de referir, mesmo que a nova emissão não estivesse já prevista nos estatutos, existiria uma outra forma de evitar ter de reunir a aprovação dos sócios titulares de ações da categoria especial já existente. Tal situação ocorreria no caso de emissão de novas ações da mesma categoria em que os titulares já existentes tivessem um

⁵⁷ Isto é, suprimam ou coartem, assim reza o artigo 24.º, n.º 5 do CSC.

⁵⁸ Exceto se estas novas ações previrem um acesso a tal dividendo e ao reembolso apenas em segunda prioridade.

⁵⁹ Aparentemente contra, CUNHA, PAULO OLAVO, «Os novos direitos especiais: as ações especiais», in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, p. 131, nota 51. Entendemos que a posição que defendemos é a que melhor se coaduna com o artigo 344.º, n.º 1.

⁶⁰ *Vide*, para um elenco de autores que sufragam tal tese, MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», *op. cit.*, nota 127, p. 623.

direito de preferência de 1.º grau⁶¹. Salvo o devido respeito, que é muito, tendemos a não concordar. Se bem vemos, a atribuição de um direito de preferência, destinado a manter o *status quo*, não evita a limitação de um direito especial, posto que o exercício de tal direito pressupõe a existência de recursos para acorrer ao aumento de capital por novas entradas em dinheiro⁶². Pode assim acontecer que o sócio não disponha de meios para, ou simplesmente não queira, ir ao aumento de capital, e nem por isso deixará de estar a ver limitado um seu direito especial⁶³.

Uma outra situação em que tal autorização contratual pode ser útil decorre do facto de admitirmos a possibilidade de a cláusula de autorização prever⁶⁴ que, dentro dos limites por si autorizados, as deliberações de aumento de capital que lhe visem dar execução possam ser aprovadas

⁶¹ O que, aliás, é a regra, como mais abaixo se verá.

⁶² A propósito de questão com alguma afinidade com a presente, VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, *op. cit.*, p. 425 parece ter opinião concordante: «[o]bservemos que o problema não é resolvido pelo direito de preferência conferido, a titular tanto de acções ordinárias como de acções privilegiadas, pelo art. 458.º, n.º 4, pois tal direito não evita que as acções já possuídas por uns e outros sejam afectadas pela nova emissão, e além disso o exercício do direito impõe aos antigos accionistas um novo dispêndio na subscrição do aumento de capital».

⁶³ Isto, claro, sem prejuízo da sindicabilidade da oposição do sócio em sede de deliberações abusivas. Com efeito, não se ignora que o eventual voto contra por parte de sócios em assembleia especial pode levar a uma situação apta a «satisfazer o propósito de um dos sócios de conseguir, através do exercício do direito de voto, vantagens especiais para si ou para terceiros, em prejuízo da sociedade ou de outros sócios ou simplesmente de prejudicar aquela ou estes, a menos que se prove que as deliberações teriam sido tomadas mesmo sem os votos abusivos». O que se pretende sustentar, porém, é que se o voto pode, em concreto, ser abusivo, o que não entendemos é que a necessidade da deliberação de consentimento possa, em abstrato, ser afastada. O facto de o sócio ter a possibilidade abstrata de manter o *status quo* não altera a consequência de poder resultar coartado o direito especial.

⁶⁴ Mas terá de o fazer expressamente!

por maioria simples⁶⁵. Sempre se diga, porém, que se o artigo 386.º, n.º 1 parece dar margem para que o contrato estabeleça uma maioria distinta da prevista na lei, já o número 3 do mesmo artigo parece perentório no sentido de que, nas deliberações de alteração do contrato, a maioria terá de ser a nele prescrita⁶⁶. Não vemos, porém, que tal faça sentido no caso que agora referimos. Com efeito, o interesse que a norma visa proteger é o de impedir que uma qualquer maioria simples altere o *programa contratual* no âmbito do qual as partes aceitaram colocar fundos seus em comum, submetendo-se ao risco de sofrer perdas. Em boa verdade, aliás, se o argumento que acabámos de aduzir pode ser usado para explicar a exigência de maioria qualificada, em detrimento de maioria simples, também se poderá dizer que, ainda assim, muito pensou o legislador em facilitar a vida societária, posto que, como se sabe, no direito privado comum a regra para a alteração dos contratos é a da unanimidade. O que vem de ser dito, porém, não faz sentido no caso de que agora curamos. Com efeito, não estamos aqui perante uma qualquer alteração do *programa contratual* ao qual as partes se submeteram (visto que a cláusula de autorização de emissão de APsDdV consta dos estatutos e, portanto, de tal programa), mas antes uma alteração contratual, sim, posto que se torna necessário alterar o capital social e o número de ações, mas que visa dar cumprimento e execução a uma norma estatutária, a tal que prevê a possibilidade de se emitirem APsDdV até um determinado montante, deliberando, por exemplo, por maioria simples. Da nossa parte, tal argumento bastaria para fundamentar o que vem de ser proposto. Todavia, também a possibilidade conferida pelo legislador, *ex vi* artigo

⁶⁵ Ou, em todo o caso, inferior à prevista no artigo 386.º, n.º 3. Em sentido aparentemente concordante, MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», *op. cit.*, p. 622.

⁶⁶ Referindo apenas a possibilidade de a maioria ser aumentada, nada dizendo sobre uma possível redução, ABREU, J. M. COUTINHO DE, «Comentário ao artigo 386.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. VI, Almedina, Coimbra, 2013, p. 145.

456.º, de o contrato de sociedade poder autorizar o conselho de administração a proceder ao aumento de capital, dispensando, portanto, uma subsequente intervenção da assembleia geral, seja por que maioria for, é mais um argumento no sentido de não se dever proibir os estatutos de preverem que a assembleia geral proceda à deliberação de emissão destas ações por maioria simples.

Fora destes dois casos, e reiterando, entendemos não ser exigível uma cláusula de autorização prévia, mesmo para uma emissão imediatamente subsequente de ações sem voto^{67, 68}.

Uma outra questão que importa também discutir, no que à emissão destas ações diz respeito, prende-se com o cálculo do limite máximo de ações preferenciais sem direito de voto que podem ser emitidas. Não nos demoraremos neste ponto. A interpretação que temos como correta, com efeito, é a de que o limite máximo de metade do capital social se terá de aferir em função do capital social que resultará da emissão das novas ações, i.e. se a sociedade X, S.A. tiver um capital social de 50 000€, existindo apenas ações que confirmam direito de voto⁶⁹, então o limite máximo de ações a emitir será um tal que represente um aumento

⁶⁷ Interessante, neste âmbito, é a posição defendida por VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, *op. cit.*, pp. 424 ss., segundo a qual a alteração estatutária destinada a permitir a emissão de ações preferenciais sem direito de voto teria de merecer o consentimento unânime e individual dos acionistas ordinários com fundamento na violação do princípio da igualdade de tratamento imposta entre acionistas ordinários e acionistas preferenciais pela deliberação de alteração do contrato social. Sem nos alongarmos, diremos apenas que, por não se vislumbrar onde possa estar a violação da igualdade, não sufragamos tal tese.

⁶⁸ Em sentido contrário, ainda que discordando da solução legislativa, MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», *op. cit.*, p. 633, onde refere que «Perante a eventual, mas necessária por força da determinação legal do art. 341.º 1, duplicação de atos deliberativos».

⁶⁹ Podendo, neste ponto, ser ações ordinárias ou de categoria especial, desde que confirmem direito de voto.

máximo de 50 000€ no capital social, por forma a que o capital social resultante de tal emissão se cifre, no máximo, em 100 000€ (50 000 dos quais representados por ações preferenciais sem direito de voto)⁷⁰.

Uma questão interessante, nesta sede, é a de como contabilizar este limite máximo no caso de as ações da sociedade serem desprovidas de valor nominal. Poderá discutir-se, então, se o montante máximo relevante será o de metade do valor de emissão das ações sem valor nominal, ou se, ao invés, deverá ser o de metade do valor do capital social que aquelas mesmas ações sem valor nominal representam⁷¹.

Esta discussão remete-nos, porém, para a articulação da realidade das ações sem direito de voto com a figura das ações sem valor nominal⁷². Justifica-se, neste ponto, a introdução de um capítulo autónomo.

⁷⁰ Assim, PERES, J. J. VIEIRA, «Ações preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 345 e VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas, op. cit.*, p. 428.

⁷¹ Note-se que o regime português das ações sem valor nominal não afastou a existência de capital social.

⁷² Interessante é, nesta sede, a opinião de CUNHA, PAULO OLAVO, «Aspectos críticos da aplicação do regime das ações sem valor nominal», in *Capital Social Livre e Ações sem Valor Nominal*, AA. VV., Org. Maria Miguel Carvalho / Paulo de Tarso Domingues, Almedina, Coimbra, 2011, p. 149, que nos diz que «Em todos os casos em que o valor nominal de uma ação constituía anteriormente padrão de referência de uma qualquer operação – como sucedia com o dividendo preferencial mínimo atribuído às ações sem direito de voto, correspondente a 5% do respectivo valor nominal –, devemos agora reportar a quantificação do mesmo direito ao valor da emissão em causa. Tal surge com particular acuidade no regime das ações preferenciais sem direito de voto, que foi alterado e cujas modificações não são isentas de crítica. Com efeito, os artigos 341º e seguintes (isto é, também os arts. 342º e 345º) sofreram adaptações ao novo regime, vendo substituída, nas ações sem valor nominal, a referência *valor nominal* – até aqui a única – pelo valor de emissão *deduzido* de eventual prémio».

7.3. A situação das ações sem valor nominal

A introdução das ações sem valor nominal impróprias⁷³ no ordenamento jurídico português ocorreu através do Decreto-Lei 49/2010, de 19 de maio. Não cabe, na economia desta exposição, dar larga nota de quais as motivações subjacentes à introdução desta figura, nem aprofundados detalhes sobre o seu regime legal. Todavia, para que tenhamos uma sucinta ideia sobre a finalidade da introdução destas ações, que, cremos, será relevante ter em mente quando mais abaixo nos debruçarmos sobre o direito positivo, faremos nossas as palavras de Paulo Olavo Cunha, que, nesta sede, acompanhamos⁷⁴: «Sucede que, nalguns casos, surgidos depois da crise financeira (global) de 2007-2008, a capitalização bolsista de certas sociedades cotadas sofreu graves quebras, fazendo com que o valor de cotação das acções caísse abaixo do seu valor nominal e sem que correspondesse ao valor contabilístico (de balanço) de cada acção da sociedade que, em geral, se manteve acima do respectivo valor nominal. E se esse valor contabilístico era superior ao valor nominal, a sociedade não podia deliberar a redução do capital porque não registava perdas que justificassem cobertura, uma vez que as perdas resultantes do valor de mercado das participações não seriam relevantes para esse efeito».

Tendo este contexto histórico (e teleológico!) em mente, importa reconhecer que a consagração positiva de tal regime não se apresenta isenta de escolhos. Com efeito, para implementar a realidade das ações

⁷³ Designação atribuída por oposição às verdadeiras ações sem valor nominal, em que, além da inexistência de valor nominal nas ações, inexistente também um capital social. Assim, DOMINGUES, PAULO TARSO, «Traços essenciais do novo regime das acções sem valor nominal», in *Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal*, AA. VV., Org. Maria Miguel Carvalho / Paulo de Tarso Domingues, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 107 e 108.

⁷⁴ CUNHA, PAULO OLAVO, «Aspectos críticos da aplicação prática do regime das acções sem valor nominal», *op. cit.*, p. 141.

sem valor nominal, foram três os conceitos de que se socorreu o legislador, a saber: valor percentual da ação no capital; valor de emissão e valor contabilístico⁷⁵. A este propósito, e como posição que usaremos como ponto de partida, vejamos o que nos dizem Paulo Câmara e Ana Filipa Moraes Antunes⁷⁶, referindo-se, justamente, a estes três conceitos:

«Com abaixo se verá, os dois primeiros conceitos devem ser assimilados, por em ambos os casos o legislador se reportar ao valor que resulta da divisão entre o montante do capital social e o valor das acções emitidas. [...] Para a distribuição de dividendos e nas perdas, o substituto do valor nominal é o valor percentual da participação no capital (22.º). Neste caso, o valor nominal não é substituído por um número certo, mas por uma proporção, entre a participação social e o capital social. [...] A técnica principal de correspondência entre o montante das entradas e o capital social assenta no conceito de valor de emissão. O valor de emissão é a parte de capital representada em cada acção sem valor nominal – ou o valor do capital social correspondentemente emitido, como refere directamente o art. 25.º, n.ºs 2 e 3. Apura-se através da divisão do capital social pelo número de acções emitidas⁷⁷. O artigo 92.º introduz um conceito diverso, ao fazer menção ao valor contabilístico. Trata-se, porém, de um conceito que deve ser assimilado ao de valor de emissão. Dito de outro modo, também este se apura, para efeitos do art. 92.º, através do quociente entre o capital social e o número de acções. Trata-se, assim, do valor homólogo, embora distinto, do valor nominal para as acções sem valor nominal. O valor de emissão consiste numa referência

⁷⁵ Assim, CÂMARA, PAULO/ ANTUNES, ANA FILIPA MORAIS, *Acções sem Valor Nominal*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, p. 107.

⁷⁶ CÂMARA, PAULO/ ANTUNES, ANA FILIPA MORAIS, *Acções sem Valor Nominal*, *op. cit.*, pp. 107 ss.

⁷⁷ Permitimo-nos acrescentar, para que a frase se apresente como verdadeira, «do capital social pelo número de acções emitidas» em cada emissão.

temporalmente circunscrita, que se refere a cada operação de criação dos valores accionistas e que, nessa medida, pode variar de emissão para emissão. Porém, esse valor é tendencialmente estável, dado que a sua variação apenas pode ocorrer por via do aumento ou redução do capital ou do agrupamento ou fraccionamento das acções».

A nossa lei utiliza, de facto, três conceitos operativos distintos. Em nossa opinião, porém, dois deles, sendo semelhantes entre si, são bastante diferentes do outro, se não vejamos.

Tendo em mente a racionalidade subjacente à criação das ações sem valor nominal, não temos dúvidas de que a percentagem representada no capital social coincidirá com aquilo que a lei designa por valor contabilístico, que não se assemelha ao valor de emissão⁷⁸.

O valor de emissão, fixo para uma mesma emissão, corresponde, diríamos por palavras nossas, ao montante do aumento do capital social em cada emissão de ações, dividido pelo número de ações correspondentemente emitidas, montante esse que, nos termos da lei, terá de ser, no mínimo, de um cêntimo por ação emitida.

Já o valor contabilístico, referido no artigo 92.º, não poderá deixar de se assemelhar ao outro conceito de valor percentual da ação no capital social, forçosamente igual para todas as ações⁷⁹. A diferença será, porém, que enquanto o valor percentual se afere em percentagem, o valor contabilístico será um valor absoluto resultante de tal divisão. De facto, e tendo sempre em mente a racionalidade subjacente ao instituto, o que o artigo 92.º nos diz é que havendo aumento do capital social por incorporação de reservas, a tal aumento «corresponde o aumento da

⁷⁸ Na verdade, diríamos até que toda a racionalidade subjacente à criação destas ações é a de permitir que estes dois valores não coincidam.

⁷⁹ *Vide*, a este propósito, DOMINGUES, PAULO DE TARSO, «Comentário ao artigo 92.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. II, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 103 e 104.

participação de cada sócio, proporcionalmente ao seu valor nominal ou ao respectivo valor contabilístico, salvo se, estando convencionado um critério diverso de atribuição de lucros, o contrato o mandar aplicar à incorporação de reservas ou para esta estipular algum critério especial». Deste preceito decorre, portanto, que a lei societária estabelece, salvo estipulação em contrário, uma equiparação entre o critério de repartição dos lucros e o do aumento das participações dos sócios. Assim sendo, e como nos termos do artigo 22.º o critério para a participação nos lucros e nas perdas é a proporção dos valores das respetivas participações no capital, sendo que, nos termos do artigo 276.º, n.º 4, «Todas as ações devem representar a mesma fracção no capital social», a participação dos sócios nos lucros será, na falta de cláusula estatutária em contrário, idêntica à percentagem de ações que detenham, valor que será forçosamente igual, em qualquer caso, entre todas as ações. O valor contabilístico de cada ação será, assim, aquele que nos é dado pela divisão do capital social pelo número total de ações⁸⁰.

Isto dito, relevante, no âmbito de que agora nos ocupamos, e desde logo, é reconhecer que no artigo 341.º, n.º 2, o Código das Sociedades Comerciais manda atender, para efeitos de cálculo do dividendo prioritário, e na falta de valor nominal, ao valor de emissão. É ainda o mesmo valor de emissão, aliás, que determina a medida do direito ao reembolso prioritário dos acionistas sem voto, no caso de ações sem valor nominal. Poderíamos ser, então, tentados a relevar, também neste aspeto, o valor de emissão. Não cremos, porém, que assim seja.

⁸⁰ A Diretiva (UE) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, parece inculcar solução contrária. Com efeito, são vários os preceitos de tal diretiva em que se faz corresponder a designação «valor contabilístico» àquilo que designaríamos por valor de emissão. Ora, do ponto de vista de coerência do sistema nacional, e por força do artigo 92.º, o conceito do legislador nacional de valor contabilístico não pode ser igual ao de valor de emissão.

Primeiro passo, nesta nossa análise, será, e retomando o regime legal das ações sem valor nominal, determinar como se processa o reembolso, em caso de liquidação, das participações sociais numa sociedade com ações sem valor nominal⁸¹. A norma pertinente será, nesta sede, o artigo 156.º, n.º 2, que nos diz que «O activo restante é destinado em primeiro lugar ao reembolso do montante das entradas efectivamente realizadas; esse montante é a fracção de capital correspondente a cada sócio, sem prejuízo do que dispuser o contrato para o caso de os bens com que o sócio realizou a entrada terem valor superior àquela fracção nominal». O que em primeiro resulta da mera leitura da norma é, com efeito, que a mesma não foi escrita a pensar em sociedades com ações sem valor nominal⁸². Com efeito, resulta tal claramente do facto de a primeira parte da norma parecer apontar para o valor de entrada (que está mais próximo do valor de emissão, que constitui limite mínimo do primeiro), enquanto a segunda aponta para o valor contabilístico⁸³. A solução à primeira vista seria óbvia: reembolsa-se (resulta do próprio verbo) o que cada sócio colocou na sociedade, e, na partilha do restante, utilizar-se-á o critério de repartição dos lucros.

Não cremos que assim seja.

Com efeito, dúvidas não se põem no caso de as ações terem todas o mesmo valor de emissão. Mas vejamos o que sucede no caso de ações com diferentes valores de emissão. Uma sociedade, A, S.A., apresenta

⁸¹ O porquê de ser este, em nossa opinião, o primeiro passo a dar será explicado mais abaixo.

⁸² CUNHA, PAULO OLAVO, «Aspectos críticos da aplicação do regime das ações sem valor nominal», *op. cit.*, p. 150, diz-nos que «Suscita-se, pois, a este propósito a dúvida natural sobre o critério a aplicar no reembolso. Se há que procurar o montante efectivamente despendido pelo sócio, podemos deparar com dificuldades insuperáveis devido à fungibilidade das participações, reconduzindo-as todas a um mesmo valor de reembolso. Trata-se, assim, de preceito legal a rever».

⁸³ Tendo em conta o artigo 276.º, n.º 4.

um capital social de 1 000 000€ dividido por 1 000 000 de ações e um património de 1 000 000€ no momento inicial da sua atividade. Fruto de vicissitudes várias, 4 anos depois, tendo passado entretanto a ser cotada em bolsa, e ainda que sem registar perdas, a sua capitalização bolsista totaliza 500 000€, vendo-se a sociedade na necessidade de levantar no mercado mais 500 000€, isto é, tanto quanto a sua capitalização bolsista. Imaginando que os sócios não estão disponíveis para acorrer ao aumento de capital, que deliberaram fazer, e que há um investidor não sócio interessado, bom estará de ver que o novo sócio não estará interessado em subscrever as novas 500 000 ações com o mesmo valor de emissão de 1 €, podendo fazê-lo por metade do preço em mercado secundário. Com efeito, fazendo-o estaria a investir 500 000€ e a ficar titular de participações cujo valor de cotação seria de 250 000€, admitindo que o preço por ação em mercado secundário não se alteraria. A situação que acabámos de descrever, aliás, representa uma das situações típicas que justificam a existência de ações sem valor nominal. Assim, o razoável é que os atuais e o futuro sócios pretendam começar em *pé de igualdade*, situação que se conseguirá se as novas ações tiverem um valor de emissão (e de entrada!) de 0,50€, caso em que o novo sócio entraria com 500 000€ e ficaria titular de 1 000 000 de ações com capitalização bolsista de 500 000€⁸⁴. Deste momento em diante, e na vida da sociedade, velhos e novo sócios serão tratados como iguais, visto ser idêntico o valor contabilístico de todas as ações. Ora, supondo que numa eventual futura liquidação o património social seria de 2 000 000€, não entendêssemos nós assim e a tal situação de igualdade seria quebrada, recebendo os velhos sócios 1 250 000€ e o novo 750 000€. Não nos parece que faça sentido. Os sócios preexistentes, quando aceitaram que o novo valor de emissão fosse inferior, estavam, ou deviam estar, conscientes de que estavam a assumir

⁸⁴ Ignoramos, para efeitos de raciocínio, eventuais e muito prováveis alterações no valor de cotação em bolsa.

uma perda⁸⁵. Não entendêssemos nós assim, e a consequência direta e imediata de tal facto seria que os novos sócios iriam exigir um valor de emissão significativamente mais baixo, numa tentativa de, obtendo lucros superiores, compensar o valor que lhes é injustamente retirado em sede de liquidação.

Em termos de racionalidade económica, portanto, tendemos a equiparar a emissão de novas ações com um valor de emissão mais baixo a uma *assunção de perdas* para os sócios já existentes, posto que estes passarão a ter exatamente os mesmos direitos que os novos, tendo pago mais pelos mesmos direitos.

Argumento que nos parece particularmente impressionante, nesta sede, seria, e ainda no exemplo referido, o tratamento conferido às ações desta sociedade, no que à cotação das ações diria respeito. É que, com efeito, ou bem que todas as ações partilham dos mesmos direitos em caso de reembolso, ou ficamos com um problema de difícil resolução. Na verdade, sendo as ações admitidas à negociação em mercado regulamentado *bens fungíveis*, ou bem que defendemos que cada emissão com um diferente valor de emissão constitui uma categoria especial de ações, o que em momento algum vimos defender, ou então tornar-se-á impossível cotar estas ações em bolsa.

Chegando a esta conclusão acerca do reembolso do valor das participações sociais, em caso de sociedades com ações sem valor nominal, estamos agora em condições de fazer a aplicação deste regime ao caso concreto das ações preferenciais sem direito de voto.

Em primeiro lugar, começaríamos por classificar como de difícil compreensão a decisão do legislador de estabelecer como critério de reembolso prioritário o valor de emissão. Tendo já visto que o critério

⁸⁵ A uma situação ainda mais chocante assistiríamos se a liquidação fosse feita logo após o aumento de capital, posto que teríamos, então, uma transferência de parte do valor acabado de entrar na sociedade dos sócios novos para os já preexistentes.

relevante em termos de reembolso deverá ser o do valor contabilístico, esta *indexação* ao valor de emissão pode levar a um favorecimento injustificado no caso de o valor de emissão da concreta emissão das ações preferenciais sem direito de voto ter sido superior ao atual valor contabilístico das ações, ou a um tratamento claramente desfavorável no caso contrário. Esta solução legislativa é, assim, pouco sensata e deve, em nossa opinião, ser alterada, prevendo-se que as ações preferenciais sem voto conferem direito ao reembolso prioritário do seu valor contabilístico.

A mesma coisa, aliás, seria de defender, na coerência do sistema, no que respeita ao critério para determinação do dividendo preferencial, que se deveria, assim, fixar por referência ao valor contabilístico⁸⁶. Bem sabemos, é certo, que tal indexação causa importantes problemas em caso de aumento ou redução do valor contabilístico. Nesse caso, as adaptações a sofrer pelas ações preferenciais sem direito de voto não se apresentam diferentes daquilo que em seguida veremos para as ações com valor nominal, para onde remetemos.

Continuando a nossa análise sobre o montante máximo de emissão, relembremos que o argumento que sistematicamente vemos ser avançado para a defesa do limite à emissão de APsDdV é o de impedir que o controlo da sociedade esteja dissociado do risco num limite superior a um valor que se considera tolerável⁸⁷. Com efeito, pretender-se-ia evitar situações em que uma pequena minoria tivesse um poder decisório

⁸⁶ Ainda que, confessemos, aqui não sejamos tão assertivos na defesa desta posição, visto que existe alguma independência entre o regime do reembolso prioritário (que deve acompanhar a lógica do reembolso em geral) e o do dividendo prioritário, em que já se admite que o legislador possa, se para isso tiver argumentos sólidos, fixar um outro critério.

⁸⁷ Veja-se, entre outros, ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial*, *op. cit.*, p. 216, ainda que falando em investimento, e não em risco, e MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», *op. cit.*, pp. 633 ss.

excessivamente superior ao risco que vê o seu investimento correr⁸⁸. Nesse sentido, o valor do «risco» para este efeito só poderá ser aferido tendo por base o tratamento do sócio em caso de liquidação da sociedade, tratamento esse que, vimos já, é indissociável do valor contabilístico.

Assim, e entendendo nós, como entendemos, que o critério de reembolso e partilha do ativo restante, no caso de ações sem valor nominal, assenta, salvo disposição estatutária, no valor contabilístico⁸⁹, é nossa opinião que o montante de metade do capital social relevante nesta sede deverá ser calculado em função do mesmo critério. Assim, as ações preferenciais sem direito de voto não poderão representar, pelo seu valor contabilístico, mais de metade do capital social⁹⁰.

Reconhecendo, porém, que a nossa posição no que respeita ao valor do dividendo prioritário e do reembolso prioritário redundava numa interpretação *contra legem*, já não assim no montante máximo de emissão,

⁸⁸ Não nos iremos alongar na crítica ao limite máximo fixado por lei para a emissão destas ações, que se cifra em 50% do capital. Se o objetivo é aquele que temos vindo a referir, então falha a lei. Como tivemos oportunidade de referir mais atrás neste nosso trabalho, é possível que o valor nominal constitua uma realidade completamente diferente do montante investido, através dos prémios de emissão. E nem se diga, nesta sede, que tal montante dos prémios de emissão não deve ser tido em conta, porque não é algo que o sócio arrisque, pois que não releva para a distribuição dos lucros ou para o reembolso em sede de liquidação, porque já antes tivemos oportunidade de desconstruir tal tese.

⁸⁹ Ou, no caso da partilha do ativo restante, para sermos mais corretos, na percentagem de ações detidas, que é o mesmo que dizer na percentagem detida em relação ao valor contabilístico total.

⁹⁰ Assim, MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», *op. cit.*, p. 636. Não percebemos, porém, como fundamenta Elda Marques este raciocínio, atenta a posição que defende a propósito do direito ao reembolso das ações. De facto, e se bem interpretamos, entendendo a autora que o reembolso se processa, mesmo em geral para todas as ações sem valor nominal, pelo valor de emissão, não vemos como fundamenta que um limite baseado no risco se apresente desconexo do próprio risco do investimento.

em que estaremos, a nosso ver, perante a existência de uma lacuna que importará integrar da maneira que propugnamos.

7.4. Das características patrimoniais inerentes a estas ações

Várias eram, com efeito, as discussões e posições doutrinárias acerca dos direitos conferidos por estas ações antes da alteração legislativa de 2015, algumas das quais se mantêm mesmo após tal alteração, sendo que outras houve até que foram por ela suscitadas⁹¹.

Procuraremos, em seguida, sintetizar as principais características patrimoniais que, em nossa opinião, se associam a este tipo de ações.

7.4.1. Do direito ao dividendo prioritário

Característica essencial da figura que agora analisamos é a da existência de um dividendo prioritário. Com efeito, o legislador português apenas admite a existência de ações sem direito de voto se, em compensação, estas conferirem determinados privilégios patrimoniais, um dos quais terá de ser um dividendo prioritário⁹² – «As ações sem direito

⁹¹ Vide, a propósito destas alterações, MARQUES, ELDA, «As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro», in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 7, Vol. 13, março, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 219 a 246.

⁹² Chama-se a atenção para a inconsistência técnico-jurídica aqui presente. Com efeito, a lei assume que, nas ações sem valor nominal, é possível deduzir ao valor de emissão um prémio de emissão. Como se detalhou *supra*, isto é uma impossibilidade jurídica porque, segundo a própria definição legal, o prémio de emissão, a existir, é sempre um *plus* face ao valor de emissão. Repare-se que o artigo 289.º, n.º 1 refere que «É proibida a emissão de acções abaixo do par ou, no caso de acções sem valor nominal, abaixo do seu valor de emissão». Faria sentido que o prémio de emissão (que, por definição, é um *plus* em relação ao montante levado a capital social) fizesse parte do

de voto conferem direito a um dividendo prioritário não inferior a 1% do respetivo valor nominal ou, na falta deste, do seu valor de emissão, deduzido de eventual prémio de emissão, retirado dos lucros que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º, possam ser distribuídos aos acionistas e ao reembolso prioritário do seu valor nominal ou do seu valor de emissão na liquidação da sociedade». (Abrir nova nota da rodapé indicada em novo comentário.)

Diga-se, porém, que este dividendo prioritário não representa, ou melhor, não tem de representar, um dividendo acrescido⁹³. Com efeito, o que é, isso sim, é um dividendo prioritário^{94, 95}. O que as caracteriza, portanto, é uma sujeição em menor medida ao risco de penúria de resultados, posto que, havendo lucros distribuíveis, terão os mesmos de ser prioritariamente distribuídos até ao montante suficiente para pagar o dividendo prioritário⁹⁶.

montante mínimo que os sócios terão que desembolsar pela emissão de cada ação? Qual a diferença, em tal caso, entre montante mínimo e máximo?

⁹³ Antes da reforma de 2015, autores havia que defendiam o contrário. Era o caso de CUNHA, PAULO OLAVO, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas*, *op. cit.*, p. 159, que nos dizia que «Apurados os dividendos que caibam às acções preferenciais, o restante lucro distribuível, se ainda existir, será partilhado igualmente por todas as acções, nele participando em pé de igualdade com as acções ordinárias as acções preferenciais, agora no exercício de um direito geral (art. 341.º, n.º 3)». Entendemos, porém, que a reforma de 2015 introduziu um ponto final nesta discussão, com a nova redação dada, justamente, ao artigo 341.º, n.º 3.

⁹⁴ Assim, MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», *op. cit.*, p. 659.

⁹⁵ Prioridade essa que, note-se, tem valor económico intrínseco, posto que importa uma redução do risco.

⁹⁶ VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, *op. cit.*, pp. 431 e 432, refletindo sobre as situações em que «o contrato de sociedade atribua a certas pessoas o direito a uma participação nos lucros (por exemplo, remuneração variável dos administradores) e não seja expressa a ordem de satisfação dos respectivos direitos» conclui que «se há lucro distribuível – e supõe-se que há, pois o problema é o de saber *quem* primeiro é pago por eles – o dividendo das acções sem voto é prioritário».

O dividendo prioritário mínimo é, desde a reforma de 2015, 1% do valor nominal das ações ou, na sua falta, do seu valor de emissão. Elda Marques⁹⁷ afirmou, a este propósito, que se podia ter «ido mais longe e deixado à disponibilidade da sociedade emitente a fixação do modo e/ou base de cálculo ou do quantitativo do dividendo prioritário anual, em termos de ser calculado por referência, não só ao valor das ações, mas, em alternativa, a uma taxa de juro (legal ou de um produto financeiro) fixa ou variável, ou em termos de corresponder mesmo a uma importância certa, tendo apenas em qualquer caso o quantitativo do dividendo de ser objetivamente determinável». Percebemos a posição da autora, mas entendemos dever ser dito algo mais. Com efeito, este problema concreto permite, de forma bastante nítida, dar conta do conflito de interesses que pauta, e deve pautar, toda a construção do regime da figura das APsDdV. De facto, tal figura tem, a um só tempo, de procurar reunir as notas características e essenciais para que se possa considerar uma participação social⁹⁸, tendo, ao mesmo tempo, de ser dotada de versatilidade suficiente para competir num outro mercado, que também é o seu, a saber, o dos instrumentos financeiros. Assim, se a última dimensão aconselharia a que pudéssemos indexar a determinação do dividendo prioritário a uma taxa de juro, ou mesmo a um qualquer outro índice, não será menos verdade que a doutrina tem vindo a entender que será necessária a existência de um dividendo prioritário mínimo para, sendo um privilégio patrimonial, compensar a inexistência de direito de voto. Assim, se nos limitássemos a prever a indexação, por exemplo, à Euribor a seis meses, o que aconteceria caso essa taxa se tornasse negativa? Passaríamos a ter um dividendo prioritário mínimo de 0%? Ou teria,

⁹⁷ MARQUES, ELDA, «As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro», *op. cit.*, p. 225.

⁹⁸ Voltaremos ao tema mais abaixo.

em todo o caso, de se consagrar um mínimo legal abaixo do qual o dividendo prioritário não poderia descer?

Esta temática, porém, está umbilicalmente ligada ao problema de saber se será imperativa a necessidade de existência de um dividendo prioritário ou se, pelo contrário, deverão as ações das sociedades anónimas poder, como acontece em outras jurisdições, ser desprovidas de direito de voto sem conferirem qualquer privilégio patrimonial ou, pelo menos, sem que o privilégio patrimonial seja determinado, quanto ao seu conteúdo, pela própria lei. Remetendo para o que mais à frente nesta dissertação diremos, sempre será verdade que não conseguimos fugir ao facto de, *de jure condito*, ser essencial a existência de um dividendo prioritário⁹⁹ para que determinadas ações possam estar desprovidas de voto. Não se ignora, porém, e na sequência dos alertas que fomos já fazendo para este tema, que o recurso a prémios de emissão em lugar de aumentos do valor do capital social será mecanismo particularmente apto a relativizar a imperatividade do dividendo prioritário, reduzindo-o a um valor irrisório.

A doutrina nacional que se debruçou e tem debruçado sobre o tema que agora tratamos apontava, tradicionalmente, duas questões a propósito do tema do dividendo prioritário. Passaremos a analisá-las em seguida.

7.4.2. Do carácter meramente prioritário do dividendo e da sua ordem de pagamento

A doutrina que analisou o aspeto dos dividendos prioritários à luz da redação anterior a 2015 problematizava a questão de saber qual a

⁹⁹ Além, é claro, do reembolso prioritário e da possibilidade de atribuição do direito de voto.

relação entre o dividendo prioritário e os restantes dividendos, i.e., se o dividendo prioritário deveria ser configurado como um dividendo adicional, a acrescer ao que, anualmente, fosse deliberado distribuir aos acionistas¹⁰⁰, ou se, pelo contrário, era apenas um dividendo com prioridade no seu recebimento¹⁰¹. Como já foi por nós referido, face à redação atual do artigo 341.º, número 3, dúvidas não haverá, e citando Vieira Peres¹⁰², de que «dividendo prioritário não é *mais* dividendo: é dividendo *antes*». Assim, a ordem de pagamento de dividendos será:

1 – Havendo lucros que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º¹⁰³ possam ser distribuídos aos sócios, os acionistas preferenciais sem voto têm direito ao recebimento do seu dividendo prioritário.

¹⁰⁰ Era esta a posição de Paulo Olavo Cunha, já aludida *supra*, sendo também, se bem interpretamos, a posição de OLAVO, CARLOS, «O dividendo prioritário nas ações preferenciais sem voto», in *O Direito*, ano 127, III-IV (julho-dezembro), Almedina, Coimbra, 1995, p. 376, «Daqui decorre que o dividendo prioritário *acresce* (“além de”) ao dividendo que for distribuído às ações ordinárias, em concretização do inerente direito a quinhoar nos lucros».

¹⁰¹ Assim, e sem preocupações de ser exaustivo, CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, «Ações preferenciais sem voto», in *Problemas do Direito das Sociedades*, IDET, Almedina, Coimbra, 2008 (reimpressão da edição de 2002), p. 304; MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, *op. cit.*, pp. 658 e 659; PERES, J. J. VIEIRA, «Ações preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 371, e VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, *op. cit.*, p. 438.

¹⁰² PERES, J. J. VIEIRA, «Ações preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 371.

¹⁰³ A lei fala, a este propósito, de «lucros», remetendo para os artigos 32.º e 33.º Situação que pode suscitar dúvidas é a da inexistência de lucros do exercício, mas em que existam reservas livres suficientes para satisfazer o dividendo prioritário. Se nos termos da conjugação dos artigos 32.º e 33.º as reservas livres, desde que verificados certos pressupostos, são distribuíveis aos sócios, já a palavra «lucros» poderia, numa interpretação restritiva, apontar apenas para os lucros do exercício. De um ponto de vista do direito positivo, não cremos que assim seja, e socorremo-nos, a este propósito, da fundamentação invocada por GOMES, FÁTIMA, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 2011, p. 372, nota 894, «A prioridade também incide sobre a repartição de reservas que se venham a incluir nos

2 – Os lucros que, eventualmente, forem deliberados distribuir aos sócios além do necessário para pagar o dividendo prioritário deverão ser canalizados para pagar aos restantes acionistas até ao concurso do montante que cada acionista sem voto recebeu, por ação, a título de dividendo prioritário.

3 – O montante que for deliberado distribuir¹⁰⁴ além do necessário para a realização dos passos 1 e 2 deverá ser repartido entre todos os acionistas, em função da percentagem de cada um nos lucros da sociedade.

Só assim não será, porém, se o contrato de sociedade atribuir ao dividendo das APsDdV a natureza, além de prioritário, de adicional. Nesse caso, após a realização do passo 1, o montante que seja deliberado distribuir e que exceda o necessário para pagar o dividendo prioritário e adicional deverá ser repartido por todos os sócios¹⁰⁵.

lucros distribuíveis, por força do art. 32.º do CSC, para o qual a lei remete, uma vez que a lei não define a prioridade pelo conceito de lucro do exercício distribuível mas por uma realidade mais ampla – a de lucros repartíveis nos termos dos arts. 32.º e 33.º, que incluem a repartição de reservas como lucros acumulados». Isto dito, porém, não terá aplicação no caso de reservas estatutárias que sejam, nos termos dos próprios estatutos, indistribuíveis, ou distribuíveis apenas em determinadas situações.

¹⁰⁴ Note-se, a este respeito, que entendemos que a metade relevante para efeitos do artigo 294.º inclui já o montante pago a título de dividendo prioritário. Assim, se os lucros de exercício distribuíveis se cifram em 500 000€ e o montante destinado a dividendos prioritários é de 250 000€, poderão os sócios, por maioria simples, deliberar não distribuir qualquer quantia a título de dividendos. Se, porém, o montante de dividendos prioritários fosse de 150 000€, uma deliberação que previsse, além do pagamento dos dividendos prioritários, a distribuição de menos de 100 000€, teria de ser aprovada pela maioria qualificada exigida por lei.

¹⁰⁵ Note-se, a este propósito, que não rejeitamos a possibilidade de existir uma solução intermédia, que consista em definir-se que o dividendo, além de prioritário, será majorado, ainda que não na sua totalidade, em relação aos restantes acionistas. Assim, por exemplo, poderíamos ter um dividendo prioritário de 2%, mas adicional em apenas 1%.

Um outro tema, nos antípodas do dividendo adicional, levantado pela reforma de 2015, e a propósito do dividendo prioritário, consiste na possibilidade de se convencionar que o dividendo, além de prioritário, será o único dividendo que o sócio terá direito a receber, funcionando, nesse caso, como dividendo máximo. Em nossa opinião, tal possibilidade existia já antes da reforma de 2015. Com efeito, não vislumbrávamos na redação vigente até então qualquer obstáculo, além de não vislumbrarmos qualquer razão ou interesse que aconselhasse uma restrição à autonomia privada, nesta sede^{106, 107}. Todavia, após 2015, o artigo 341.º, n.º 4, diz-nos que no caso da nova categoria de ações sem direito de voto, introduzida justamente pela reforma de 2015, «o contrato de sociedade pode prever que as mesmas apenas conferem direito ao dividendo prioritário previsto no contrato de sociedade, não participando do remanescente dos dividendos a atribuir a todas as ações».

O que dizer desta alteração? Parece-nos não poder, por qualquer expediente interpretativo, fugir a que a articulação deste número, aplicável apenas à nova categoria de ações, com o número anterior, aplicável a todas as ações, resulta em ser manifesto ter sido intenção do legislador restringir esta possibilidade de convencionar o dividendo como dividendo máximo ao caso das ações sem direito de voto subscritas exclusivamente por investidores qualificados¹⁰⁸. *De jure constituto*, assim, nada haverá a

¹⁰⁶ O número 3 do artigo 341.º, na sua redação à época, não constitui qualquer obstáculo ao que agora defendemos. Com efeito, o dizer que as ações preferenciais sem voto conferiam todos os direitos inerentes às ações ordinárias, com exceção do direito de voto, em nada obsta ao que propomos. É que a consagração de um dividendo máximo não exclui o direito ao dividendo, sendo aliás certo que o critério de repartição dos lucros pode ser objeto de modelação pelos sócios.

¹⁰⁷ Em sentido aparentemente contrário, MARQUES, ELDA, «As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro», *op. cit.*, p. 228.

¹⁰⁸ Nos termos da reforma de 2015, note-se, estas ações com regime mais flexível

acrescentar a este aspeto. *De jure condendo*, porém, e como dissemos, não consideramos haver razão para, na ponderação entre autonomia privada e tutela de eventuais interesses relevantes, que aqui se não vislumbram, proibir que se convençione que o dividendo prioritário será também o dividendo máximo¹⁰⁹. Obstar a tal possibilidade apenas pode

têm não só de ser exclusivamente subscritas por investidores qualificados como não podem também ser admitidas à negociação em mercado regulamentado. Em texto, porém, a elas nos referiremos, de forma abreviada, como ações exclusivamente subscritas por investidores qualificados.

¹⁰⁹ O que já nos parece muito difícil de sustentar é a posição de MARQUES, ELDA, «As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro», *op. cit.*, pp. 228 ss., ao pronunciar-se sobre o novo número 4 do artigo 341.º Diz a autora que «O n.º 4 introduzido ao art. 341.º tem verdadeiro carácter inovador entre as alterações ao regime das ações preferenciais sem direito de voto. [...] Vem, assim, permitir que os estatutos possam conferir às ações preferenciais sem direito de voto tão-somente o direito a um dividendo prioritário, mas privando tais ações do dividendo participante na distribuição dos lucros de exercício restantes (i.e, dos lucros sobrantos depois de atribuído ou destinado o dividendo prioritário). **Por um lado, admite-se que seja estatutariamente excluído o direito prioritário ao reembolso do valor das ações preferenciais sem direito de voto, na liquidação da sociedade, afastando, quanto a tais ações, a imperatividade da concomitância de ambos os direitos prioritários de natureza patrimonial para a privação (suspensão) do direito de voto. Assim interpretamos o emprego do advérbio “apenas” no texto legal**». – negrito nosso. Continua a autora dizendo que «Por outro lado, a 2.ª parte do aditado n.º 4 do art. 341.º consagra ações preferenciais sem direito de voto com direito prioritário ao dividendo mas sem o chamado dividendo participante na distribuição dos lucros de exercício remanescentes». Ora, se nada temos a dizer sobre esta segunda dimensão identificada pela autora, já quanto à primeira parte da interpretação propugnada parece-nos, salvo o devido respeito, não ser a mesma de acompanhar. Com efeito, tal 1.ª conclusão, revolucionária no contexto da figura de que tratamos, partindo de um argumento pura e simplesmente literal, assenta numa interpretação literal que entendemos ser incorreta. O número 4 deste artigo surge em clara sequência do número 3, que se reporta, exclusivamente, ao dividendo prioritário, dizendo que o tal dividendo prioritário apenas atribui uma prioridade no dividendo, salvo se os estatutos lhe atribuírem um carácter adicional. Ora, é em sequência que se insere o número 4, ao dizer, e ainda no domínio do dividendo prioritário, que, no caso especial das novas ações preferenciais sem direito de voto consagradas com a reforma, o dividendo prioritário pode ser,

assentar numa conceção errada do que seja a proteção dos investidores não qualificados, subtraindo-lhes o direito de escolha entre subscrever ou não subscrever ações (deste ou de qualquer tipo) consoante as suas características lhes interessem ou não. É, assim, número para revogar.

7.4.3. A execução específica – breve referência

Interessante questão de que se impõe dar nota é, com efeito, a alteração introduzida pelo legislador, em 2015, ao artigo 342.º Nos termos do novo número 5 deste artigo, «Existindo lucros distribuíveis, a sociedade é obrigada a proceder ao pagamento do dividendo prioritário, sendo o direito ao recebimento deste último suscetível de execução específica».

A primeira parte da norma é clara ao afirmar que, havendo lucros distribuíveis¹¹⁰, a sociedade é obrigada a proceder ao pagamento do dividendo. Ora, se isto é assim, a única consequência que se pode tirar neste âmbito é a de ser este um caso em que tem plena aplicação o artigo 31.º, n.º 1, 1.ª parte, assim se permitindo a distribuição de bens (dividendos) aos acionistas sem voto mesmo sem qualquer deliberação. Todavia, a lei acrescenta depois que o direito ao recebimento é suscetível de execução específica. Assim sendo, pergunta-se: Que direito ao recebimento? O direito de crédito à quantia pecuniária que já terá nascido nos termos da primeira parte deste novo número? Ou afinal a primeira parte é um mero processo de intenções dependendo, ao fim e ao cabo, de deliberação da assembleia geral o pagamento do dividendo prioritário?

Fosse esta última hipótese a correta, o que não concedemos, a formulação da letra da lei não faria sentido, visto que o que seria objeto de

simultaneamente, um dividendo máximo. É por oposição ao carácter participante do dividendo que se usa o tal advérbio «apenas».

¹¹⁰ Evidenciados pelas últimas contas aprovadas.

execução específica seria a deliberação de distribuição, e não qualquer direito ao recebimento.

Todavia, em nosso entender, correto será o raciocínio segundo o qual¹¹¹ o direito ao recebimento nasce com a mera aprovação das contas. Com efeito, é para nós claro que tal deliberação de distribuição não é, em relação aos acionistas preferenciais sem direito de voto, constitutiva do seu direito ao concreto dividendo prioritário, termos em que fazemos nossas as palavras de Filipe Cassiano Santos, ainda que proferidas a outro propósito, com as necessárias adaptações «a distribuição prevista no n.º 1 do art. 294.º opera sem necessidade de qualquer deliberação, ainda que só declarativa, pois a melhor interpretação do art. 31.º, n.º 1, é a de que os casos “expressamente previstos” de dispensa de deliberação para distribuir bens aos sócios são aqueles em que a deliberação não é constitutiva da distribuição. Pode-se, assim, traçar uma conclusão central: a distribuição prevista no art. 294.º, n.º 1, opera sem necessidade de qualquer deliberação, seja constitutiva, seja declarativa»¹¹².

O direito à execução específica será aqui, portanto, o direito a recorrer à execução forçada do direito de crédito já existente na esfera do sócio.

7.4.4. Da participação nas reservas / partilha do ativo restante

Questão pertinente, e a que dedicaremos agora a nossa atenção, prende-se com as situações em que, por qualquer razão, não foram distribuídos quaisquer dividendos além dos necessários para proceder ao pagamento do dividendo prioritário ou, tendo sido, não foram, porém,

¹¹¹ Conclusão que aliás resulta da primeira parte da norma.

¹¹² SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS, *A Posição do Accionista Face aos Lucros de Balanço*, Coimbra Editora, Coimbra, 1996, p. 104.

em medida suficiente para que acionistas com e sem voto ficassem iguados no montante recebido. Assim, entendemos dever ser de ponderar a questão de como se processará a distribuição de importâncias retidas a título de reservas ou de resultados transitados¹¹³ ou mesmo partilha do ativo restante após a operação de reembolso. Com efeito, vimos antes que o dividendo preferencial será obrigatoriamente prioritário, mas não tem de ser adicional. Assim, se por qualquer razão for deliberado distribuir uma reserva que, entretanto, havia sido acumulada, parece-nos que poderá ser incorreto proceder à sua distribuição segundo a percentagem de participação nos lucros, que, por regra, é igual para todos os sócios. A mesma coisa se diga, aliás, no caso de se proceder a um aumento de capital por incorporação das referidas reservas, ou de haver a distribuição de tais reservas em sede de operação final de partilha do ativo restante.

¹¹³ Em nossa opinião, não assiste razão a CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 6.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2016, p. 269, quando refere, «As reservas livres são constituídas por todos os lucros distribuíveis que não são oportunamente, aquando da aplicação de resultados de cada exercício, atribuídos aos sócios – isto é, a parte dos lucros do exercício que a sociedade não distribui aos seus sócios e que não está afeta a uma finalidade específica – e podem, em nossa opinião, resultar também de libertação de excesso de reservas legais». Em nosso entender, e ainda que não existam significativas diferenças de um ponto de vista prático, a consideração de uma quantia na rubrica reservas livres pressupõe um ato volitivo / deliberativo expresso nesse sentido. É assim que, e ainda que ressalvando estarmos perante uma obra de contabilidade, e não jurídica, concordamos com o entendimento expresso em BORGES, ANTÓNIO / RODRIGUES, AZEVEDO / RODRIGUES, ROGÉRIO, *Elementos de Contabilidade Geral*, 26.^a Ed., Áreas Editora, Lisboa, 2014, p. 887, que nos diz, a propósito das reservas livres, que «Esta conta, relativamente às demais reservas, pode ser tomada em sentido residual, tanto mais que não tem nota explicativa; não obstante, entendemos que deve prevalecer o entendimento de que estas reservas são constituídas por livre deliberação dos accionistas (sócios) em assembleia geral», ao contrário, por exemplo, do que sucede com os resultados transitados, em que podemos ler no mesmo local, a p. 888, que «Nesta conta são registados, por transferência no início do ano imediato, os lucros ou prejuízos apurados no exercício anterior e evidenciados na conta 81 – Resultado líquido do período. A aplicação dos lucros / cobertura de prejuízos (...) implica movimento a débito / crédito da conta 56 em contrapartida designadamente das contas 26 e 89».

A solução está, parece-nos, nos estatutos da sociedade. Nesta sede, ainda que admitamos que, nada se prevendo em contrário, não existirá expediente jurídico que permita solucionar esta questão, já não levantamos obstáculos a aceitar que haja uma cláusula estatutária que preveja que a distribuição de reservas se faça de acordo com a percentagem de participação de cada categoria de ações para essas mesmas reservas.

Não entendêssemos nós assim, note-se, e tal equivaleria a dizer que sempre que não fosse distribuído aos restantes sócios um montante igual ao do dividendo prioritário, sendo o montante em falta levado a reservas, o dividendo das APsDdV seria, na verdade, pelo menos parcialmente adicional, posto que tais acionistas receberiam o montante que lhes cabia a título de dividendo prioritário, e receberiam, em igualdade de circunstâncias, a parte que lhes caberia na divisão de tais reservas, atribuindo assim o carácter adicional à parte do dividendo prioritário cujo montante os restantes sócios abdicassem de receber, levando-o a reservas¹¹⁴.

Isto dito, ressalve-se, porém, que se os estatutos consagrarem o dividendo como adicional, então nada haverá que salvaguardar.

Uma observação que nos podia ser formulada, procurando demonstrar inconsistência na posição que defendemos, era a de que estamos a defender que o critério de participação nas reservas deve ser um tal que atenda à *efetiva contribuição* para a sua formação, mas aderimos atrás à posição que defende que a prioridade do dividendo prioritário pode ser *exercida* mesmo em relação às reservas que existam. Ora, se o argumento para sustentarmos a nossa tese de que a distribuição de reservas deve poder basear-se na efetiva contribuição de cada categoria de ações é o de que tal evita que se desincentive a constituição de reservas quando o valor de dividendos distribuído aos sócios com voto seja

¹¹⁴ Não existe este problema, note-se, sempre que o montante distribuído a todos os sócios com voto seja suficiente para igualar o dividendo recebido pelos sem voto.

inferior ao valor do dividendo prioritário pago, posto que os sócios com voto seriam prejudicados, em sede de repartição de reservas; a mesma coisa se poderia apontar quanto à possibilidade de os sócios sem voto poderem ir exercer a prioridade no dividendo contra reservas para as quais poderão nada ter colaborado.

Sucedem, porém, que o princípio de que partimos, a saber, o de que o dividendo prioritário, segundo o regime regra da nossa lei, é apenas dividendo antes, e não mais dividendo, só tem plena concretização prática no caso de não existir penúria de resultados, e de os lucros distribuíveis permitirem pagar, pelo menos, tanto aos sócios com voto como o que antes se pagou, a título de dividendo prioritário, aos sócios sem voto. Não ocorrendo tal, o dividendo é, de um ponto de vista económico, *acrescido* na parte que os sócios sem voto recebam a mais do que os com voto. Tal carácter *acrescido* em caso de penúria de resultados é particularmente evidente no regime consagrado no artigo 342.º, n.º 2. Em caso de penúria de resultados, o dividendo preferencial é, portanto, adicional, o que explica que possa ser exercido *contra* reservas distribuíveis, mesmo em medida maior do que a contribuição dos sócios sem voto para tais reservas¹¹⁵. Não faria, aliás, sentido algum que se permitisse aos sócios com voto distribuir reservas existentes, impedindo os sócios sem voto de exercer a sua *prioridade* no dividendo contra as mesmas, para depois impedir os sócios com voto de retirarem fundos dos resultados líquidos do período até pagos os dividendos prioritários em atraso.

O que vem de ser dito, porém, aplica-se apenas à quantia necessária para perfazer o dividendo prioritário. Não haverá qualquer prioridade no recebimento no caso, por exemplo, de uma distribuição de reservas após já ter sido pago o dividendo prioritário do ano em causa, sendo, em

¹¹⁵ Admitimos, porém, que tal dividendo prioritário seja imputado, primeiramente, à parte das eventuais reservas para a qual os sócios sem voto tenham «contribuído».

tal cenário, a reserva partilhada consoante os critérios especiais previstos nos estatutos, ou segundo o critério supletivo da lei¹¹⁶.

7.4.5. Da prioridade atribuída em caso de liquidação da sociedade

O outro privilégio patrimonial atribuído a estas ações é, com efeito, o da prioridade no seu reembolso, em caso de liquidação da sociedade. Assim, se, por exemplo, o património social, após pagos os credores, apenas chegar para reembolsar o valor nominal ou (em nossa opinião) contabilístico das ações preferenciais sem direito de voto, receberão os seus titulares o valor total, não recebendo os restantes acionistas qualquer montante. Note-se, porém, que esta prioridade apenas se aplica à operação de reembolso, não se aplicando à operação de atribuição aos sócios do que sobrar, distribuição que se deverá fazer, em nossa opinião, segundo o critério definido para a repartição dos lucros e para a distribuição das reservas¹¹⁷.

¹¹⁶ MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», *op. cit.*, p. 665, refere que «Em caso de adiantamento de lucros (nos termos do art. 297.º), ou da distribuição isolada de reservas disponíveis (cfr. art. 32.º), a participação dos acionistas sem voto no adiantamento ou na repartição de reservas não parece poder deixar de ser igualmente prioritária (até à satisfação da percentagem do dividendo privilegiado anual conferido)». Parecendo defender a existência de prioridade em caso de distribuição isolada de reservas, VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas, op. cit.*, p. 438.

¹¹⁷ A este propósito, e com posição que não acompanhamos na totalidade, LACERDA, MAURÍCIO ANDERE VON BRUCK, «Ações preferenciais sem voto uma abordagem da atual realidade portuguesa», in *Estudos em memória do Prof. J.L. Saldanha Sanches*, Org. Paulo Otero / Fernando Araújo / João Taborda da Gama, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, p. 622, onde se pode ler que «Se após o reembolso do valor nominal das ações a todos os acionistas da sociedade houver saldo positivo a ser dividido, em respeito à norma do artigo 156.º, n.º 4, do CSC, tais valores devem ser repartidos entre todos os acionistas na mesma proporção aplicável à distribuição de lucros. Os acionistas preferenciais, portanto, terão direito a 5% do valor nominal das ações, cabendo aos

7.4.6. A prioridade no reembolso e a redução do capital social para cobertura de perdas

Um outro aspeto que suscitou a nossa reflexão foi a difícil conciliação entre a prioridade no reembolso, em caso de liquidação da sociedade, e o regime da redução do capital social para cobertura de perdas. Sobre este tema, permitimo-nos reproduzir o seguinte trecho:

«O art. 35.º da Diretiva do Capital estabelece que a redução do capital fica subordinada à aprovação da mesma, através de uma votação separada, pelas assembleias das diferentes categorias de ações. Esta aprovação apenas é exigida, porém, relativamente às ações “cujos direitos sejam afectados pela operação”. Por isso, quando existam categorias especiais de acções, se a redução incidir proporcionalmente sobre todas as acções, não será necessária qualquer assembleia especial de accionistas – destinada à aprovação da operação –, dado que todos eles manterão a sua posição relativa na sociedade».¹¹⁸

Não podemos, antecipe-se já, concordar com o excerto, quando aplicado às ações preferenciais sem direito de voto.

Como vimos, é por referência ao valor nominal (vamos cingir-nos, no nosso raciocínio, às ações que o têm) que se calculam quer o dividendo prioritário, quer o montante do reembolso prioritário. Ao diminuir tal valor nominal, ou ao extinguir, pura e simplesmente, ações, estar-se-á a coartar um direito especial desta categoria, que não vemos como possa não necessitar da sua aprovação, em assembleia de acionistas da(s) categoria(s) afetada(s).

demais o valor remanescente, se houver».

¹¹⁸ DOMINGUES, PAULO DE TARSO, «Comentário aos artigos 94.º a 96.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. II, 2.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2015, p. 113.

Não se entendesse assim, e estaríamos a fazer, através de uma redução do capital social, aquilo que a lei expressamente impede em sede de liquidação: repercutir as perdas de forma exatamente igual entre acionistas com e sem voto. Com efeito, entendemos que o direito ao reembolso prioritário visa atribuir a estes acionistas o mesmo efeito económico que um verdadeiro direito de postergação nas perdas¹¹⁹.

Concordamos, por isso, com Elda Marques, quando nos diz que:

«A regra geral, estatuída no art. 94.º, 2, determina que a redução (através de redução do valor nominal, reagrupamento ou extinção – cfr. art. 94.º, 1, b)), incide igualmente sobre todas as ações, mas sendo admissível que a redução não atinja proporcionalmente todas as ações, nem sequer todas as ações nas modalidades de reagrupamento ou extinção de ações, devendo nesse caso ser especificadas as ações sobre as quais a operação incidirá. Ora, incidindo a redução do capital social igualmente sobre todas as ações, com ou sem voto, os direitos prioritários dos acionistas sem voto resultam suprimidos (redução por extinção de todas as ações) ou coartados (redução através de diminuição do valor, nominal ou fracional, ou de reagrupamento de ações), pelo que à luz do art. 24.º, 5, será necessário o respetivo consentimento prestado por assembleia especial».¹²⁰

¹¹⁹ Em todo o caso, entendemos não dever autonomizar, como direito especial destas ações, e ao contrário do que mais abaixo se verá para o direito espanhol, um direito a postergação nas perdas. Sempre se diga, porém, que tal autonomização é para nós mais formal-dogmática do que se reveste de interesse prático. Mesmo entendendo não fazer sentido autonomizar um direito a postergação nas perdas, o que é certo é que diminuindo o valor absoluto do dividendo e reembolso prioritários sempre teria de haver aprovação em assembleia especial.

¹²⁰ MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário, op. cit.*, pp. 678 e 679.

Por forma a contornar esta necessidade de consentimento, sugere Elda Marques várias soluções, além da possibilidade da exclusão estatutária da necessidade de autorização¹²¹:

«Outra alternativa pode passar por atribuir às ações preferenciais sem voto adicionalmente um privilégio à postergação nas perdas (que apenas poderá operar na redução por reagrupamento ou por extinção de ações). Este privilégio garante aos acionistas que, em caso de redução do capital para cobertura de prejuízos, as respetivas ações sem voto só serão atingidas pela redução (por extinção ou reagrupamento) se esta não for plenamente absorvida pelas ações ordinárias»¹²².

Em relação à via da redução do capital social através da redução do valor nominal das ações que, lembre-se, tem de ser igual em todas as ações, diz-nos a autora que, nesses casos, a solução «passaria pela reconfiguração (aumento) formal do dividendo prioritário de forma a garantir que, não obstante a redução do capital (aqui já por qualquer modalidade: diminuição do valor nominal, ou na sua falta, fracional ou contabilístico; extinção; ou reagrupamento), os acionistas continuarão a receber o mesmo, em termos absolutos»¹²³. Note-se, ademais, que quanto ao direito ao reembolso prioritário, a autora parece entender, se bem interpretamos a sua posição, que este corresponderá à entrada do acionista, independentemente de eventuais variações futuras no capital social.

O que dizer de tudo isto?

¹²¹ Assumiremos, no nosso raciocínio, que tal exclusão estatutária, admissível nos termos do artigo 24.º, n.º 5, não existe.

¹²² MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, op. cit., p. 680.

¹²³ MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, op. cit., pp. 680 e 681.

Começando pelo aspeto que referimos em último lugar, e que consideramos ser um dado prévio importante para abordar a questão, não consideramos que, havendo alteração no valor nominal das ações preferenciais sem voto, permaneça inalterado o montante do reembolso prioritário. Com efeito, no caso de redução do valor nominal das participações sociais com consentimento dos sócios, e nada se dizendo em contrário, entendemos dever resultar desta operação que os sócios sem direito de voto quiseram, voluntariamente, submeter-se às perdas entretanto verificadas, pelo que a única forma de o fazerem é sujeitando-se, também, a um reembolso prioritário menor.

A mesma coisa se diga, em sentido contrário, do aumento do valor nominal das participações sociais, em caso de aumento de capital. Aqui, aliás, existe ainda um outro argumento, que consideramos ser particularmente relevante, qual seja o de não dever a forma produzir variações significativas e carecidas de racionalidade sobre a substância, se não vejamos. Havendo intenção de aumentar o capital social, por exemplo, por incorporação de reservas, os sócios estão, nessa operação, a canalizar reservas que, em princípio¹²⁴, lhes seriam distribuíveis para, numa *nova entrada*, abdicarem de perceber tais montantes, reinvestindo-os na atividade societária, ato cujos efeitos se prolongam no futuro. Com efeito, ao aumentar o capital social, aumenta a cifra de retenção, daqui resultando que se alguma vez no futuro quiserem *recuperar* esta quantia investida só o poderão fazer através da liquidação da sociedade ou de uma redução do capital social. Assim, havendo um novo investimento, também ele associado a uma ação sem direito de voto, entendemos que, a haver racionalidade na obrigação de existir um dividendo e um reembolso prioritários, e qualquer que ela seja, verificar-se-á também aqui. Ademais, e era

¹²⁴ Dizemos em princípio, pois não podemos ignorar que o montante destinado à reserva legal é indistribuível aos sócios, mas já poderá ser utilizado para incorporação no capital social, nos termos do artigo 296.º do CSC.

a isto que nos referíamos quando falávamos da forma, é claro que se em vez de optarem pelo aumento de capital via aumento do valor nominal das participações sem voto já existentes o fizerem através da emissão de novas ações sem direito de voto, resulta de imposição legal a necessidade de atender a este novo somatório de valores nominais para aferir do direito ao dividendo e reembolso prioritários. Não se entendendo assim, e teríamos de extrair daqui que os direitos mínimos obrigatórios inerentes às ações preferenciais sem direito de voto dependeriam da forma como a obrigação de entrada foi *financiada*, o que em momento algum tem apoio na lei e nem se percebe que racionalidade poderia servir. Não podemos, assim, não exigir que, em relação a cada ação, se tenha de verificar o montante do dividendo e do reembolso prioritários.

Assim sendo, e retomando a operação de redução do capital, mesmo redefinindo-se o valor do dividendo prioritário, no que à sua percentagem diz respeito, também aqui os acionistas sem voto teriam de consentir na operação, a não ser que se redefinisse também o montante do reembolso prioritário¹²⁵.

Como corolário do que vimos de dizer, acrescentaríamos que nutrimos simpatia pela solução do legislador espanhol no instituto homólogo do direito nosso vizinho, prevista no artigo 100.º da *Ley de Sociedades de Capital* «*Privilegio en caso de reducción de capital por perdidas*»¹²⁶.

Todavia, como se disse, o nosso direito não consagra um direito autónomo de postergação nas perdas, chegando-se, porém, a tal resultado através do regime das limitações à coartação de direitos especiais.

¹²⁵ Não vemos como obstáculo a esta sugestão a ordem prescrita no artigo 156.º do CSC. Assim, entendemos ser possível estipular que os acionistas sem direito de voto terão o direito a ser reembolsados, com prioridade, por montante superior ao seu valor nominal, antes do reembolso do valor nominal dos restantes acionistas.

¹²⁶ Cfr. Anexo I.

Assim, é nossa opinião que, seja qual for a forma por que se opere a redução do capital social, os acionistas sem voto só poderão ficar sujeitos ao mesmo se nisso consentirem, em assembleia especial¹²⁷. Não consentindo¹²⁸, restará aos acionistas ordinários extinguir ou reagrupar, exclusivamente, as suas ações¹²⁹, ou, pelo contrário, redefinir o montante do dividendo e reembolso prioritários, por forma a que nenhum direito especial resulte coartado¹³⁰.

¹²⁷ A não ser na medida da redução que exceda já o valor nominal de todas as outras ações.

¹²⁸ E havendo razões que justifiquem essa ausência de consentimento, pois que terá aqui plena aplicação o controlo da validade das deliberações, em concreto no que respeita ao seu eventual carácter abusivo.

¹²⁹ Em sentido contrário, CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, «Acções preferenciais sem voto», in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 60, Vol. III, dezembro 2000, disponível, a 16.01.2018, em <https://portal.oa.pt/upl/%7B8c77a70e-8c97-4f43-ba34-d44e9a9eee13%7D.pdf>, pp. 1053 ss. Informa o autor ser aliás entendimento dominante na Alemanha a não dependência da redução do capital social para cobertura de perdas de aprovação em assembleia especial: «No fundamental, estes Autores explicam que na redução do capital não há uma deliberação directamente dirigida contra direitos especiais; a vantagem dos preferenciais sem voto não é atacada enquanto tal; apenas se sujeita às contingências que, por igual, atinjam todo o ente societário». Continua o autor dizendo que «Existe uma doutrina minoritária, subscrita por BEZZENBERGER, que entende ser necessário o consentimento dos preferenciais para reduzir o capital social. Não chega, todavia, a responder aos argumentos da doutrina dominante. Designadamente: como poderiam os preferenciais, necessariamente em minoria, bloquear uma deliberação de redução necessária aprovada pelos accionistas ordinários?». Salvo melhor interpretação, a pergunta não deve ser assim formulada. Os acionistas sem direito de voto só terão de consentir na operação se e na medida em que os seus direitos especiais resultem afetados. Assim sendo, caso o montante do dividendo e reembolso prioritários resultem reconfigurados para se manterem inalterados, em valores absolutos, nenhum consentimento haverá a pedir. Além disso, não tem entre nós cabimento a afirmação segundo a qual os preferenciais estão «necessariamente em minoria». Com efeito, o limite máximo de emissão de APsDdV é de 50% do capital.

¹³⁰ Caso não se pretenda redefinir os direitos patrimoniais destes acionistas, poderíamos ainda ter outra alternativa para evitar ter de reunir o seu consentimento, em

Situação particularmente difícil é a que ocorre caso, em virtude da redução do capital social, se exceda o limite máximo de 50% do capital social representado por APsDdV. Com efeito, este limite deve ser respeitado não só no início como em toda a vida da sociedade. Vejamos o que nos diz, a este respeito, Elda Marques, ao pronunciar-se sobre o tema: «Contudo, a ultrapassagem da proporção-limite na sequência de uma redução do capital, da extinção de ações próprias ou de amortização compulsiva de ações nas hipóteses mencionadas não é causa de nulidade da operação, pois que não viola diretamente o disposto no art. 341.º, 1, que impõe esse limite em operação de emissão [...] Parece-nos que o n.º 1 do art. 341.º conduz a que determinada quantidade (a que seja necessária para repor a proporção-limite) de ações preferenciais sem voto passe automaticamente a conferir o direito de voto».¹³¹

Não cremos que seja a melhor solução¹³². Com efeito, que ações, dentro da quantidade necessária para refazer o rácio máximo, passariam a conferir voto? Manifestamos a nossa simpatia pela solução consagrada nos direitos espanhol e italiano e a que mais abaixo voltaremos. Cremos que a melhor solução passaria por a lei conferir um prazo máximo para

caso de redução do capital através de redução do valor nominal. Com efeito, restaria, na medida em tal seja possível respeitando as regras aplicáveis à redução do capital social, reduzir o capital em medida maior do que as perdas para, com o excesso da redução face ao património, emitir novas ações sem voto a entregar aos acionistas sem voto, colocando-os exatamente com o mesmo valor nominal total que possuíam antes da redução.

¹³¹ MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, op. cit., p. 368.

¹³² Também não concordamos com a posição de VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, op. cit., p. 429, quando nos diz que «Na falta de preceitos específicos e pormenorizados como os desta Lei italiana, penso ser de adoptar entre nós a solução da doutrina germânica» que, ensina o autor, é a de que «a proporção deve manter-se no caso de redução do capital social, sob pena de nulidade da respectiva deliberação e actos subsequentes».

que a sociedade repusesse esse rácio. Findo tal prazo, porém, não cremos que a dissolução seja *remédio* adequado, por não considerarmos tal violação como suficientemente grave para levar a uma tão extrema consequência. A solução que propugnamos, e por forma a atender a todos os interesses, seria a de sancionar tal comportamento com a atribuição do direito de voto a todas as ações sem voto, mantendo-se, todavia, o direito ao dividendo prioritário, até à reposição da percentagem máxima permitida por lei¹³³.

Caso diferente deste que acabámos de tratar, porém, é o de saber se deve ser atribuída alguma prioridade aos sócios sem voto em caso de redução do capital para libertação de capital exuberante. Sendo que aderimos à expressão de que tomámos conhecimento através de Rui Pinto Duarte¹³⁴ segundo a qual este tipo de redução do capital social é uma espécie de liquidação parcial da sociedade, somos levados a refletir sobre se deveria ser aplicado, nesta operação, algum tipo de prioridade.

¹³³ Não ignoramos a possibilidade de esta situação poder agradar particularmente aos acionistas sem voto, que manteriam os privilégios patrimoniais e o voto, podendo, por isso, opor-se ao necessário aumento de capital para fazer prolongar a situação. A resposta a este cenário estará, porém, no controlo em sede de deliberações abusivas.

¹³⁴ DUARTE, RUI PINTO, «A redução de capital social "para libertação de excesso"», in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 6, Vol. 12, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 120 e 121, onde se poder ler que: «Caracterizo a redução do capital social para "libertação de excesso" como: — Uma operação inversa da subscrição e realização de capital social; — Uma operação análoga a uma liquidação parcial.» Mais continua o autor: «No que toca ao segundo aspeto, chamo a atenção para a analogia da redução de capital social para libertação de excesso de capital com a liquidação resultante da dissolução voluntária. Nesta última, pago o passivo, o ativo restante é atribuído aos sócios, a título de reembolso dos valores nominais das participações, independentemente dos valores de realização (salvo cláusula em contrário) e, havendo saldo, a título de lucros (finais) – art. 156 de CSC.

Na medida em que permite aos sócios reaverem parte dos valores por eles investidos, a redução do capital para libertação de excesso é, pelo menos do ponto de vista económico, algo de semelhante a uma antecipaçãõ parcial da liquidação.»

Com efeito, se, por um lado, entendemos que por força de estarmos perante uma liquidação parcial da sociedade bem se poderia dar por verificada a *ratio* que justifica a atribuição de uma prioridade em sede de liquidação¹³⁵, por outro lado, talvez uma análise mais maturada nos leve a concluir que a verdadeira razão pela qual é atribuída uma prioridade no reembolso é a vontade de sujeitar as ações preferenciais sem direito de voto a um menor risco do que o das ações ordinárias, objetivo que é, aliás, comum à prioridade no dividendo. Assim sendo, estando a sociedade a proceder a uma libertação de capital exuberante, e confiando que os elementos contabilísticos de que parte são confiáveis, razão não haverá para se conceder qualquer benefício a estes acionistas. Mas mais.

É que vislumbramos, nesta questão, um outro prisma em tensão com a eventual concessão de prioridade em caso de redução do capital social para libertação de capital exuberante. Como vimos, é nosso entender que em caso de redução de valor nominal das participações, e a não ser que os estatutos expressamente se adaptem, é correspondentemente alterado quer o dividendo prioritário, quer o reembolso prioritário, ambos calculados por referência ao valor nominal das ações¹³⁶. Assim, em rigor, uma redução de capital social sem a inerente adaptação no montante do dividendo prioritário¹³⁷ será, em nosso entender, uma coarctação dos direitos especiais dos acionistas sem direito de voto, tendo, portanto, de merecer aprovação em assembleia especial.

Por tudo isto, somos levados a concluir que não haverá que atribuir qualquer prioridade aos acionistas preferenciais sem voto numa operação de redução do capital para libertação de capital exuberante.

¹³⁵ O único caso em que a letra da lei atribui uma prioridade.

¹³⁶ Das que o tiverem, bem entendido.

¹³⁷ Não fará sentido invocar, a este propósito, uma eventual limitação ao montante do reembolso prioritário, posto que o reembolso prioritário diminuirá pelo simples facto de ter já ocorrido por efeito da redução do capital.

7.4.7. Dos outros direitos patrimoniais

A redação dada ao artigo 341.º do Código das Sociedades Comerciais veio introduzir uma nova discussão em sede de determinação dos outros direitos de natureza patrimonial inerentes a estas ações. Com efeito, onde na redação anterior a 2015 se lia, no artigo 341.º, n.º 3, que «As ações preferenciais sem voto conferem, além dos direitos previstos no número anterior, todos os direitos inerentes às ações ordinárias, excepto o direito de voto», lê-se agora, no n.º 5, que «As ações preferenciais sem direito de voto conferem, além dos direitos de natureza patrimonial previstos nos números anteriores, todos os direitos de natureza não patrimonial inerentes às ações ordinárias, com exceção do direito de voto». Esta alteração suscitou já na doutrina pelo menos uma interpretação que não podemos acompanhar, a saber: «Em face da nova redação do n.º 5 do art. 341.º, as ações preferenciais sem direito de voto não compreendem quaisquer direitos com conteúdo patrimonial imediato legalmente consagrados para as ações em geral, com exceção dos direitos patrimoniais nos termos constantes dos n.ºs 2 a 4 do mesmo dispositivo. [...] Não obstante o direito prioritário ao reembolso do valor das ações preferenciais sem direito de voto “clássicas” atribuir uma prioridade no recebimento do reembolso do valor das ações face aos demais acionistas, os titulares de tais ações preferenciais sem direito de voto estão, contudo, perante a nova redação do n.º 5 do art. 341.º, excluídos de participar no lucro final ou de liquidação (cfr. art. 156.º, 4), em igualdade de condições com os demais acionistas, depois de reembolsado com prioridade o valor das ações preferenciais sem direito de voto e, seguidamente, o valor das demais ações; gozam apenas do direito prioritário ao reembolso do valor das respetivas ações, uma vez que o saldo ou lucro final de liquidação (se o houver) é repartido apenas entre estas últimas ações. O n.º 5 do art. 341.º afasta a norma geral do n.º 4 do art. 156.º [...] Nesta conformidade, com exceção dos direitos de natureza patrimonial, nos termos dos n.ºs 2 a 4 do art. 341.º, as ações preferenciais sem direito de voto (independentemente da sua configuração) estão privadas de todos os direitos de

conteúdo patrimonial. É o caso do direito legal de preferência na subscrição de novas ações em aumento de capital por entradas em dinheiro (cfr. art. 458.º)».¹³⁸

Não concordamos com a interpretação que a autora faz deste novo (e porventura infeliz) número 5. Para fundamentar a sua posição, refere a autora que «o intérprete que, como nós, desconhece o pensamento legislativo que esteve na base de tais modificações do texto do preceito, é levado a indagar, numa leitura mais atenta, se o propósito legislativo terá sido o de apenas clarificar o sentido da norma e, num tal caso, o legislador revelou-se infeliz na veste textual que para o efeito escolheu, ou se a intenção legislativa foi a de excluir os acionistas preferenciais sem direito de voto de todos os direitos de natureza patrimonial, com exceção dos direitos patrimoniais prioritários»¹³⁹.

Porém, como a própria autora reconhece, a conclusão que extrai segundo a qual foi intenção do legislador privar as ações preferenciais sem direito de voto de todos os outros direitos patrimoniais não resulta expressamente da lei, mas de um argumento *a contrario* que, parece-nos, tira da letra mais do que foi intenção do legislador¹⁴⁰.

Com efeito, cremos que o próprio espírito das alterações de 2015 afasta tal interpretação, se não veja-se. Conforme tivemos oportunidade de referir *supra*, e como a autora também expressamente afirma, do número 4 do artigo 341.º resulta claramente que as ações preferenciais sem direito de voto que não sejam subscritas exclusivamente por investidores

¹³⁸ MARQUES, ELDA, «As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro», *op. cit.*, pp. 234 e 235.

¹³⁹ MARQUES, ELDA, «As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro», *op. cit.*, p. 232.

¹⁴⁰ Vide, a este propósito, BAPTISTA, DANIELA FARTO, «Ações preferenciais sem voto (em particular, as detidas por investidores qualificados)», in *IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 422 ss.

qualificados não podem ficar privadas de aceder ao dividendo que seja deliberado distribuir que exceda o que já receberam a título de dividendo prioritário. Ora, faria algum sentido que, nesta lógica, depois se viesse afastar os acionistas de participarem na partilha do ativo restante, após o reembolso das ações? Impõe-se que acedam aos dividendos *sobrantes* em vida da sociedade, mas afasta-se a sua participação, em caso de liquidação, na divisão de um excedente que, se tivesse sido distribuído, teria ido também em parte para os acionistas sem voto? Haverá coerência interna em tal alteração? Não cremos.

É nossa opinião, portanto, que a nova redação do artigo 341.º, n.º 5 consubstancia uma intervenção infeliz do legislador. Deve, por isso, tal artigo ser interpretado como está redigido, isto é, as ações sem direito de voto conferem todos os direitos de natureza não patrimonial, com exceção do direito de voto. Quanto aos direitos de natureza patrimonial, conferirão, além dos expressamente previstos para as ações sem direito de voto, todos os previstos em geral para quaisquer ações.

7.4.8. Do aumento de capital por incorporação de reservas

Um outro tema que temos visto ser discutido na doutrina é, com efeito, o de como proceder em caso de aumento de capital por incorporação de reservas. João Ferreira Rebelo diz, a este respeito¹⁴¹: «No caso de um aumento de capital por incorporação de reservas, existindo na sociedade mais do que uma categoria de ações, devem as novas ações ter as características inerentes às categorias existentes, devendo estas ser atribuídas em modo conforme à titularidade das antigas.

¹⁴¹ REBELO, JOÃO FERREIRA, «As ações preferenciais sem voto no ordenamento jurídico português», in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 3, Vol. 6, outubro, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 246 ss.

Se no momento do aumento de capital existirem na sociedade APsV, os accionistas titulares das mesmas verão aumentado o valor da sua participação ou receberão novas acções. Em todo o caso, a manutenção das relações entre os accionistas levará a uma adaptação dos privilégios patrimoniais existentes, de modo a adequar os privilégios à nova realidade na respectiva proporção. Esta adaptação resulta directamente da deliberação de aumento de capital, não sendo exigível qualquer alteração estatutária neste sentido, uma vez que a operação em causa mais não é do que um cálculo aritmético resultante do aumento do capital social».

Também Osório de Castro diz¹⁴² que: «Existindo antes da operação de aumento de capital acções preferenciais sem voto, os repectivos titulares verão o valor nominal das suas participações aumentado, ou receberão novas acções sem voto, consoante o que indicar a tal respeito a deliberação de aumento. A manutenção das relações recíprocas entre os accionistas exigirá, porém, uma adaptação dos privilégios patrimoniais das acções. Assim, se as acções preferenciais sem voto atribuírem um dividendo prioritário de 5% do respectivo valor nominal e o direito ao reembolso prioritário desse valor na liquidação da sociedade, será mister que ambos os privilégios passem a reportar-se a metade do valor nominal, se o capital for aumentado para o dobro em resultado da incorporação de reservas». Acrescenta ainda o mesmo autor que «essa adaptação resulta *ipso jure* da deliberação de aumento e da sua execução, sem necessidade, pois, de uma específica alteração dos estatutos».

Ainda que não se referindo ao caso concreto das ações preferenciais sem direito de voto, mas apenas e só ao caso de aumento de capital por incorporação de reservas, diz Paulo de Tarso Domingues que «Ora, por forma a assegurar a manutenção do *status socii*, se for deliberado o aumento por emissão de novas participações, estas deverão ser criadas de

142

CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, «Ações preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 295.

modo a garantir que os direitos dos sócios se mantêm inalterados após o aumento, o que implica que, havendo várias categorias de acções, deverão emitir-se proporcionalmente acções das diferentes categorias»¹⁴³.

Analisemos alguns aspetos aqui subjacentes.

Percebemos a necessidade de não condicionar os aumentos de capital por incorporação de reservas da sociedade a um aumento do esforço com o pagamento de dividendos prioritários.

Ademais, entendemos também o argumento segundo o qual em caso de aumento de capital por incorporação de reservas na modalidade de aumento do valor nominal das participações, não poderá deixar de se manter inalterada a categoria das ações detidas. Já achamos, porém, que não resulta de nenhum preceito legal, pelo menos diretamente, que, em caso de aumento de capital por incorporação de reservas mediante a emissão de novas ações a entregar aos sócios, as novas ações tenham de ser da mesma categoria das anteriores.

O que não conseguimos perceber, porém, e pegando no exemplo reproduzido *supra*, é como é que se pode propor que, em caso de aumento de capital para o dobro, seja por aumento do valor nominal, seja pela atribuição de novas ações, os privilégios patrimoniais se passem a reportar a metade do valor nominal. Com efeito, do ponto de vista económico, descontando o efeito fiscal, é para nós absolutamente idêntica a realização de uma operação de distribuição de dividendos e de um subsequente aumento de capital mediante novas entradas em dinheiro, em que os sócios utilizem o dinheiro que receberam a título de dividendos, ou uma operação de aumento de capital por incorporação de reservas. Em ambos os casos, os sócios (a maioria necessária para deliberar) abdicam de uma massa monetária que, em abstrato, poderia vir a ser sua, para, em troca, receber novas participações sociais. Essas participações sociais, note-se, têm autonomia entre si. Em especial no caso das ações,

¹⁴³

DOMINGUES, PAULO DE TARSO, «Comentário ao artigo 92.º», *op. cit.*, p. 100.

um acionista titular de 1 000 ações será titular de 1 000 participações sociais, podendo até ser representadas em 1 000 papéis distintos, que o acionista pode alienar ou onerar individualmente e que podem, até, conferir direitos especiais diversos, integrando, portanto, diversas categorias de ações. Porque assim é, quando se emitem novas ações sem voto num aumento de capital por incorporação de reservas, é nosso entender que tais ações, sendo novas ações, só poderão apresentar-se desprovidas de direito de voto caso confirmem os privilégios que a lei, mal ou bem, exige para autorizar a perda do direito de voto. A solução que Osório de Castro defende redundaria, cremos, na possibilidade de emissão de novas ações sem voto que não confirmem qualquer privilégio patrimonial. Com efeito, ocorrendo a tal adaptação nos direitos prioritários de que gozam tais ações, o que na prática se faz é expurgar as novas ações de quaisquer direitos especiais. O que o autor também não explica é como é que entende poder, no exemplo que dá e que reproduzimos acima, o valor do dividendo prioritário ser redefinido para metade quando, no exemplo que nos fornece, estava já no mínimo legal de 5%¹⁴⁴. Com efeito, mesmo que se admitisse que as novas ações não vêm desprovidas de privilégios patrimoniais, visto que continuam, por exemplo, a conferir dividendo prioritário, mas apenas de metade, então sempre seria a deliberação de aumento de capital nula por violação de preceito legal imperativo, a saber, o que impunha, à época, o dividendo mínimo de 5%. Com efeito, importa ter em conta que com a emissão de novas ações surgem novas participações sociais, que, na sua individualidade e singularidade, têm de obedecer a todos os preceitos legais, pois que representam, verdadeiramente, o produto de uma *nova entrada* do sócio para a sociedade.

Ademais, uma outra ilegalidade que julgamos estar presente nesta proposta é a do reembolso ser apenas parcial, no que respeita ao valor nominal pós aumento, posto que cremos ter o reembolso prioritário de

¹⁴⁴

Note-se que o autor escreve ao abrigo do regime que vigorou até 2015.

corresponder à totalidade do valor nominal, pelo que, mesmo que o dividendo prioritário *corrigido* em proporção do aumento se apresentasse superior ao mínimo legal, sempre a tese nos pareceria ser de rejeitar pela questão do reembolso.

Afastada que está, em nossa opinião, a solução de se readaptar os privilégios patrimoniais à nova realidade societária, ficamos, porém, com um problema por resolver.

De um ponto de vista do interesse social, tudo aconselha a que a sociedade possa, em caso de aumento do capital social por incorporação de reservas, optar por emitir ações ordinárias a favor dos acionistas sem voto, como forma de obviar a um aumento das responsabilidades com o dividendo prioritário, ou, atendendo à especificidade associada a estas ações, e mediante previsão estatutária, até mesmo optar por entregar as reservas em dinheiro a estes acionistas, excluindo-os, assim, do aumento de capital.

7.5. Do direito de voto e dos direitos de participação política

Tema central na análise dos direitos inerentes às ações de que nos ocupamos é, com efeito, a ausência de direito de voto. Conexa com este tema surge a questão de saber se, por estarem desprovidas de tão fundamental direito, permitem que ainda possamos identificar como nota característica de uma sociedade anónima o exercício em comum de uma atividade. Abordaremos esse tema mais abaixo. O que agora pretendemos transmitir é ser esta a nota mais essencial da figura de que tratamos. Esta característica, porém, não é um elemento que exista sempre, posto que, em certos casos, as ações preferenciais sem direito de voto ganham, ou podem ganhar¹⁴⁵, o direito de voto, se não vejamos.

¹⁴⁵

Voltaremos a esta questão mais abaixo, mas diga-se, desde já, que entendemos

O código das sociedades comerciais contempla, no que às ações preferenciais sem direito de voto não exclusivamente subscritas por investidores qualificados diz respeito, dois números de suma importância no que respeita à atribuição do direito de voto, a saber, os números 2 e 3 do artigo 342.º do Código das Sociedades Comerciais.

Destes dois números resultam dois importantes traços do regime desta figura, a saber: o dividendo prioritário, não sendo pago num ano, não se extingue, o que acontece apenas findos três exercícios após aquele em que não foi pago, e isto se o contrato de sociedade não previr um período de tempo maior; se o dividendo prioritário não for pago durante dois exercícios sociais, as ações preferenciais sem direito de voto ganham tal direito¹⁴⁶.

Diga-se, porém, que as situações de que curamos aqui são aquelas em que, verdadeiramente, não existem recursos para pagar, no todo ou em parte, o dividendo prioritário. Com efeito, existindo lucros distribuíveis, não caberá à sociedade a escolha de pagar ou não o dividendo prioritário, e tal era assim mesmo antes da reforma de 2015¹⁴⁷.

A propósito da primeira característica, apontaríamos apenas que não percebemos qual a razão para não poderem os estatutos prever um número de exercícios inferior, para cumulação do dividendo em atraso. Mais uma vez, entramos numa linha de protecionismo legislativo que não compreendemos nem acompanhamos. E note-se, aliás, que se era já difícil sustentar tal possibilidade à luz da redação do artigo 342.º, n.º 2, que apenas referia a possibilidade de os estatutos poderem estabelecer

ser mais fiel retratar a realidade destas ações como estando à partida desprovidas de direito de voto, podendo ganhá-lo mediante a verificação de certos requisitos, ao invés de entender serem ações com voto suspenso.

¹⁴⁶ Não atentaremos, para já, no novo regime consagrado em 2015.

¹⁴⁷ No mesmo sentido, CUNHA, PAULO OLAVO, *Os Novos Direitos Especiais: As ações especiais*, *op. cit.*, p. 129.

um número de exercícios superior, mais difícil é agora que o legislador, a propósito das ações subscritas exclusivamente por investidores qualificados, nos diz que (essas) podem «afastar ou regular de forma diversa» o regime previsto no número 2. É, em nossa opinião, um aspeto do regime que deveria ser expurgado de *paternalismo*.

Debate interessante que detetámos na doutrina foi o de qual a melhor interpretação para o artigo 342.º, n.º 3.

Com efeito, Vieira Peres¹⁴⁸ apresenta, nesta sede, três possíveis interpretações, a saber:

- a) Entender-se que se a sociedade deixar de pagar, por duas vezes, o dividendo prioritário, seja em que exercícios for, se recupera o direito de voto.
- b) Entender-se que se a sociedade estiver dois anos consecutivos sem cumprir na íntegra os dividendos prioritários, quaisquer que eles sejam, haverá recuperação do direito de voto.
- c) Entender-se que se a sociedade incumprir, durante dois exercícios seguidos, o pagamento de um concreto dividendo prioritário, haverá lugar à recuperação do direito de voto.

Diga-se, desde já, que, em concordância com o autor, rejeitamos a primeira hipótese por entendermos que não corresponde à teleologia da norma. Com efeito, entendendo nós assim, se o segundo não pagamento ocorresse dez anos depois do primeiro haveria lugar a imediata atribuição do direito de voto, o que nos parece, de todo em todo, não consentâneo com a margem de tolerância de um exercício social que, cremos, foi intenção do legislador conceder.

Restam, portanto, as duas últimas interpretações. Na doutrina, o que apreendemos foi uma maior simpatia pela hipótese b)¹⁴⁹. Com efeito,

¹⁴⁸ PERES, J. J. VIEIRA, «Acções preferenciais sem voto», *op. cit.*, pp. 379 ss.

¹⁴⁹ Assim, sem preocupação de ser exaustivo, MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 342.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge

e à parte elementos de cariz mais literal, um dos principais argumentos utilizados para sustentar esta tese é o de que, optássemos nós pela *c*), e seria possível que a sociedade mantivesse em atraso, *ad eternum*, um dividendo prioritário, não havendo lugar à atribuição do direito de voto. Com efeito, desde que o dividendo em atraso de um ano fosse pago no ano seguinte, nunca um concreto dividendo teria estado dois exercícios sociais sem ser pago. É uma argumentação pertinente. Ademais, deve também relevar – e agora entrando no domínio dos argumentos literais –, que a letra da lei refere «o dividendo prioritário», e não «um dividendo prioritário»¹⁵⁰. Parece, assim, o texto normativo apontar no sentido de se dever exigir, para a atribuição do direito de voto, que durante dois exercícios sociais consecutivos não tenham sido completamente pagos todos os dividendos prioritários que o devessem ter sido.

Ainda nos termos do mesmo artigo, havendo atribuição do direito de voto, os acionistas «só o perdem no exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos todos os dividendos prioritários em atraso».

Impõe-se que teçamos algumas considerações sobre a interpretação preconizada para a primeira parte do artigo, bem como sobre a perda do direito de voto.

Não temos dúvidas de que *de jure condito* parece ser a anteriormente designada interpretação *b*) a mais consentânea com o texto da

M. Coutinho de Abreu, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 694 ss., CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, «Ações preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 307, PERES, J. J. VIEIRA, «Ações preferenciais sem voto», *op. cit.*, pp. 379 ss.

¹⁵⁰ PERES, J. J. VIEIRA, «Ações preferenciais sem voto», *op. cit.*, pp. 382 e 383, escreve, a este respeito, que «Existem argumentos extraídos da letra da lei utilizáveis por ambas as interpretações. Assim, sempre se poderia dizer que se o legislador pretendesse consagrar a hipótese B, não teria usado o advérbio “durante”, o qual pressupõe uma certa continuidade na identidade do sujeito, antes se servindo da preposição “em”. A isto, todavia, poder-se-á retorquir que também teria sido fácil optar por C e evitar a confusão, se se tivesse preferido o artigo indefinido “um” ao artigo definido “o”».

lei. Todavia, nutrimos mais simpatia pela interpretação *c*). Com efeito, e literalismos à parte, o que é manifesto é ter sido intenção do legislador dar alguma tolerância à sociedade por forma a ser preciso algo mais do que um incumprimento pontual para a atribuição do direito de voto, tanto mais que, como já referimos e escarpelizaremos em seguida, só no exercício social seguinte ao pagamento se regularizará a situação. Assim, se o dividendo prioritário que ficou em atraso do exercício anterior vem a ser totalmente pago no ano seguinte, eventualmente até acrescido de um pagamento parcial do dividendo do próprio ano, parece-nos não dever existir, nestes casos, atribuição do direito de voto. Não nos esquecemos do argumento que referimos acima segundo o qual, com esta posição, estaríamos a permitir que a sociedade permanecesse, *ad eternum*, com um dividendo prioritário em atraso. Não podemos, é certo, afirmar que tal possibilidade não existe, mas, parece-nos, há que confiar nos mecanismos de *incentivo* que a própria lei fornece para que tal não aconteça. Com efeito, é o artigo 342.º, n.º 2, que nos diz que o dividendo prioritário que não seja integralmente pago num determinado exercício social «deve ser pago nos três exercícios seguintes, antes do dividendo relativo a estes, desde que haja lucros distribuíveis». Assim, resulta claro que enquanto existir um cêntimo de dividendos prioritários em atraso os sócios com voto não poderão receber qualquer montante a título de dividendos, o que nos parece estímulo suficiente para que a sociedade não permaneça *ad eternum* com um dividendo em atraso.

O outro tema que entendemos merecer um apontamento é o da perda subsequente do direito de voto.

Resulta claro da lei que a perda do direito de voto apenas ocorre no exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos os dividendos prioritários em atraso¹⁵¹. Parece resultar da lei, portanto, que se no ano 2010

¹⁵¹ Assim, CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, «Ações preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 308, «Este último direito, por outra via, é perdido no primeiro dia do “exercício se-

houver atribuição do direito de voto, e em 2012, no final do exercício, se apurar a existência de dividendos distribuíveis em montante suficiente para pagar os dividendos em atraso, sendo tais contas e pagamento de dividendos aprovados na assembleia geral anual referente ao exercício de 2012, que se realizará em 2013, os acionistas sem voto perderão o direito de voto em 1 de janeiro de 2014¹⁵².

De jure condendo temos as maiores objeções a esta solução. Com efeito, a atribuição do direito de voto parece-nos dever ser estritamente delimitada, na sua duração, pelo atraso no pagamento do dividendo. Assim, nutriríamos simpatia por uma formulação de direito positivo idêntica à adotada no ordenamento espanhol, a saber: «*Mientras no se satisfaga el dividendo mínimo, las participaciones y acciones sin voto tendrán este derecho en igualdad de condiciones que las ordinarias y conservando, en todo caso, sus ventajas económicas*».

É assim nossa opinião que, *de jure condendo*, o direito de voto deveria cessar assim que fossem colocadas à disposição dos acionistas sem direito de voto as quantias em atraso, ainda que a título de adiantamento sobre lucros. Com efeito, não se percebe a que título podem os acionistas sem direito de voto votar quando nenhum dividendo em atraso exista já¹⁵³.

guinte àquele em que tiverem sido pagos os dividendos prioritários em atraso”». Refere ainda o autor que, em concordância com Vieira Peres, na obra que temos vindo a citar, «admitimos que essa perda do direito de voto possa ser antecipada através do recurso a adiantamentos por conta dos lucros do exercício».

¹⁵² Assumindo que a sociedade em causa não fez uso da faculdade que lhe é conferida pelo artigo 9.º, n.º 1, i).

¹⁵³ Tendo identificado nesta questão um aspeto a carecer de intervenção, tentámos ver se seria possível, por via interpretativa, aproximar o regime positivo daquilo que nos parece ser a melhor solução *de jure condendo*. O artigo 342.º refere, quanto ao direito de voto entretanto atribuído, que só o perdem no exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos os dividendos preferenciais em atraso, ressalvando em seguida a possibilidade de adaptar este regime em relação às novas ações introduzidas em 2015,

Tendo falado da perda do direito de voto, importa também referir um outro aspeto, qual seja o de saber o momento exato a partir do qual ocorre a sua atribuição. Parecendo ser relativamente claro que tal ocorrerá a partir do momento em que se verifique o não pagamento do dividendo prioritário por dois anos consecutivos, pode discutir-se, por exemplo, se na assembleia geral em que se proceder à aprovação de contas que revelem a impossibilidade de pagar o dividendo prioritário pela segunda vez nasce logo o direito de voto, ao ponto, por exemplo, de os acionistas sem voto poderem votar nas deliberações seguintes dessa mesma assembleia¹⁵⁴. É claro que tal discussão adquire relevância,

e de que ora não curamos. Tentámos, assim, ensaiar uma construção que passaria por considerar que os dividendos cuja distribuição se delibera, por hipótese, na assembleia geral anual de 2015 se reportam ao ano económico de 2014. Com efeito, é com base no balanço a 31 de dezembro de 2014 que se afere a existência de lucros distribuíveis, ainda que sem prejuízo, claro está, do artigo 31.º, n.º 2, a). Assim sendo, por se reportar o dividendo deliberado distribuir em 2015 ao ano económico de 2014, com a deliberação de aprovação de contas a evidenciar, a 31 de dezembro de 2014, lucros bastantes para sanar o atraso nos dividendos, o direito de voto cessaria no dia de tal deliberação. Sucede, porém, que a formulação do artigo, ao adotar uma lógica de *caixa*, remetendo-nos para o momento do pagamento, e não para o momento em que se mostrem existir lucros distribuíveis, não nos deixa margem para interpretações conformes ao que nos parece ser a melhor solução. Com efeito, o artigo parece até fazer tábua rasa da possibilidade de recorrer, havendo lucros distribuíveis, à execução específica, erigindo como único momento relevante o efetivo pagamento. O que nos parece pacífico, porém, é uma interpretação da expressão pagamento no sentido de nela ver uma *colocação à disposição*, evitando assim conferir relevância a quaisquer situações de mora do credor.

¹⁵⁴ PERES, J. J. VIEIRA, «Acções preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 384, começa por afirmar que só na assembleia geral seguinte é que os acionistas sem voto «se encontrarão em pé de absoluta igualdade com os accionistas ordinários». Todavia, afirma o autor que entende poderem estes acionistas votar em deliberações subsequentes caso a sessão tenha sido suspensa nos termos do artigo 387.º Conclui o autor dizendo «Quanto a deliberações tomadas na mesma reunião, temos dúvidas sobre se as deliberações se tornarão definitivas somente após o encerramento da sessão ou da reunião, e, assim sendo, dificilmente se poderia perspetivar a hipótese de plena participação dos accionistas preferenciais nas deliberações subsequentes».

estamos em crer, apenas nos casos em que os estatutos não proibam a participação dos acionistas sem voto na assembleia geral. Com efeito, nos termos do artigo 343.º, e nada dizendo o contrato, os sócios sem voto poderão continuar a participar na assembleia geral. Estando tal participação proibida, e estando tais acionistas representados por representante comum, não fará sentido a discussão, salvo no caso de, eventualmente, ser a assembleia geral suspensa após a aprovação de contas, com continuação em data posterior.

Com efeito, os sócios sem direito de voto que possam participar nas assembleias gerais podem, a partir do momento em que são colocadas à sua disposição as contas da sociedade, em momento prévio à assembleia geral anual, tomar conhecimento de que, nessa assembleia geral, se aprovarão as contas, e que a proposta de contas a aprovar gerará a atribuição do direito de voto. Não vemos, assim, razões de monta para que não possam votar logo nas deliberações subseqüentes à da aprovação das contas¹⁵⁵.

No caso de estar vedada a participação dos sócios sem direito de voto na assembleia geral, como os mesmos não são convocados, não será possível a sua participação nas deliberações que se sigam à aprovação de contas. É tal, portanto, uma situação que leva a que, em bom rigor, os sócios já tenham, na sua esfera jurídica, o direito de voto¹⁵⁶, mas, por razões práticas, estejam impossibilitados de o exercer. Seria possível, através de uma intervenção legislativa, corrigir o problema. Com efeito, seria razoável introduzir-se uma norma, no artigo 343.º, que previsse que, no caso de assembleias gerais anuais nas quais fosse expectável,

¹⁵⁵ Reconhecendo-se, embora, que em caso de impugnação da deliberação social de aprovação de contas, por exemplo por falsidade das mesmas, existindo, na realidade, montantes distribuíveis, tal poderá ter repercussões em todas as deliberações tomadas com os votos dos acionistas preferenciais sem direito de voto.

¹⁵⁶ Pelo menos para quem entenda que tal atribuição é automática, aspeto que será abordado de seguida.

em virtude da proposta de contas a ser levada a votação, que ocorresse a atribuição do direito de voto, os acionistas sem direito de voto também teriam de ser convocados, tendo direito a estar presentes na assembleia geral, sem voto, até que houvesse lugar à atribuição do mesmo ou à rejeição das contas.

7.6. Do direito de preferência

Tema de central importância é também o do funcionamento do direito de preferência¹⁵⁷ no caso destas ações. Já nos referimos a este direito *supra*, a propósito da posição defendida por Elda Marques, da qual nos distanciámos. Se na altura nos distanciámos de tal entendimento por entendermos que, em sede interpretativa, não era a melhor opção, no caso concreto deste direito há ainda uma outra nuance, que consiste no facto de, em nossa opinião, não ser um direito de cariz estritamente patrimonial. Bem sabemos, é certo, que há um forte pendor patrimonial associado a este direito. Tanto assim é que os direitos de subscrição são até valores mobiliários, que podem ser transacionados em mercado¹⁵⁸. Todavia, na génese do direito de preferência está, cremos, a preocupação do legislador com que os sócios possam manter o seu *status quo*. Ora, sucede que esta manutenção do *status quo* tem, em nossa opinião, menos que ver com questões patrimoniais do que com a manutenção do peso em termos de exercício de direitos políticos, sobretudo do direito de voto. Assim, e também por isto, entendemos não se poder extrair da

¹⁵⁷ Vide, sobre o direito de preferência dos sócios em aumentos de capital, ALBUQUERQUE, PEDRO DE, *Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas*, Almedina, Coimbra, 2004.

¹⁵⁸ «Os direitos destacáveis são valores mobiliários representativos de posições jurídicas inerentes a outros valores, suscetíveis de destaque e dotadas de homogeneidade e negociabilidade», in ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Instrumentos Financeiros*, op. cit., p. 143.

nova redação dada pelo legislador ao artigo 341.º, n.º 5 a intenção de excluir o direito de preferência. Nem se oponha a tal entendimento o argumento de que se entendemos ser a manutenção do *peso político* o objetivo mais importante, tal não teria aplicação no caso das ações preferenciais sem direito de voto. Com efeito, as ações preferenciais sem direito de voto conferem, nos termos que em seguida se analisarão, direito de voto em assembleia especial, pelo que a manutenção do *status quo* entre os acionistas sem voto, em caso de emissão de novas ações sem direito de voto, é também relevante nesta sede.

O grande problema na operacionalização de tal direito, no caso das ações preferenciais sem direito de voto, estará, cremos, em aumentos de capital por novas entradas em dinheiro, através da emissão (apenas) de ações ordinárias.

Vejamos o que nos diz, a este respeito, o artigo 458.º, nos seus números 1 e 4:

«1. Em cada aumento de capital por entradas em dinheiro, as pessoas que, à data da deliberação de aumento de capital, forem acionistas podem subscrever as novas ações com preferência relativamente a quem não for acionista».

«4. Havendo numa sociedade várias categorias de ações, todos os acionistas têm igual direito de preferência na subscrição das novas ações, quer ordinárias, quer de qualquer categoria especial, mas se as novas ações forem iguais às de alguma categoria especial já existente, a preferência pertence primeiro aos titulares de ações dessa categoria e só quanto a ações não subscritas por estes gozam de preferência os outros acionistas».

O problema que nos surge, nesta sede, nada tem que ver com pouca clareza na forma como o legislador se expressou. Pelo contrário, a forma clara como o legislador se expressou, a este respeito, além de evidenciar a existência de um problema, torna particularmente difícil a sua resolução em sede interpretativa.

Vejamos, para já, o que resulta claro deste artigo.

Um dos aspetos que mais claro se torna será o de que, no caso de emissão de novas ações preferenciais sem direito de voto¹⁵⁹, por se tratar de uma categoria especial de ações, e caso existam já na sociedade ações deste tipo que confirmam exatamente os mesmos direitos das novas ações a emitir, os acionistas sem direito de voto já existentes terão um direito de preferência, em primeiro grau. Trata-se, como já atrás tivemos oportunidade de referir, de uma preocupação por parte do legislador em que seja mantido o *status quo*, mesmo dentro das diversas categorias de ações, desde que, é claro, os direitos das novas ações a emitir sejam exatamente idênticos aos de uma categoria de ações já existente¹⁶⁰.

Onde, porém, surgem as maiores dificuldades é, justamente, no caso de emissão de novas ações ordinárias. Tal problema é, aliás, tanto mais grave, visto que a doutrina já dele se tinha apercebido, e sobre ele havia debatido longamente, antes da reforma de 2015, e o legislador acabou por não dizer uma palavra sobre este aspeto¹⁶¹. Com efeito, põe-se

¹⁵⁹ Mediante novas entradas em dinheiro.

¹⁶⁰ Não o sendo, estaremos perante a emissão de ações de uma nova categoria, na qual terão preferência, em igualdade de circunstâncias, todos os sócios da sociedade.

¹⁶¹ A não ser, claro, que perfilhemos a tese defendida por Elda Marques de que terá sido intenção do legislador abolir o direito de preferência até então atribuído às ações preferenciais sem direito de voto. Porém, sendo embora clara a posição da autora no sentido de defender ter sido tal a intenção do legislador, já será pouco clara a posição da autora onde parece defender a possibilidade de haver leis de duvidosa legalidade, quando, como no caso ora em apreço, não estamos perante qualquer lei de valor reforçado, se não vejamos, MARQUES, ELDA, «As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro», *op. cit.*, p. 235, «A exclusão do direito legal de preferência, que se retira da letra do n.º 5 do art. 341.º, permite atingir o resultado a que chegam as interpretações restritivas do n.º 4 do art. 458.º, bem assim a que chega a solução por nós proposta. Porém, decorrendo do n.º 5 do art. 341.º uma supressão total do direito abstrato de preferência, independentemente da categoria de ações emitidas (ações ordinárias ou de categoria especial), e impedindo não apenas o exercício da preferência em 1.º, mas também em 2.º grau, uma tal exclusão é de duvidosa legalidade em face das condições de que depende a limitação ou

a questão de como proceder em caso de aumento de capital por novas entradas em dinheiro, em sociedades em que existam já ações preferenciais sem direito de voto, mas em que o capital social vá ser apenas aumentado com o recurso a emissão de novas ações ordinárias. Com efeito, parece resultar claro da redação dada pelo número anteriormente reproduzido que, em tal caso, sócios com e sem voto terão igual direito de preferência na subscrição de novas ações.

Tal resultado, estamos em crer, põe em grave crise todo o instituto das ações preferenciais sem direito de voto. Com efeito, resulta claro que a principal finalidade económico-social que estas ações visam concretizar é a de obter novos fundos para a sociedade sem que os sócios preexistentes vejam diluída a sua participação, no que aos direitos políticos diz respeito. Ora, atribuir aos sócios sem direito de voto direito de preferência, em *pé de igualdade*, no acesso a ações que confirmam direito de voto é a negação do próprio instituto. Urge, portanto, corrigir tal interpretação, e é de lamentar que o legislador não tenha tentado solucionar tal problema.

Várias têm sido as tentativas de resolução aventadas pela doutrina. Elencamos, em seguida, aquelas que nos parecem mais relevantes¹⁶²:

Elda Marques:

«Apenas o regime previsto no art. 458.º, 4, 1.ª parte, conferindo o direito de preferência “misto” de ambas as categorias, ordinárias e sem voto, sobre as novas ações ordinárias tem de ser excluído parcialmente quanto aos acionistas sem voto, quando o capital seja aumentado através da emissão proporcional de ações de ambas as categorias. Uma tal

supressão do direito de preferência em concreto, nos termos consignados no art. 460.º» – sublinhado nosso.

¹⁶² Recorreremos, quanto a este tema, a amplas citações das posições defendidas pelos autores. Entendemos, de um ponto de vista metodológico, que se torna imperativo estabelecer um diálogo com as posições avançadas pela doutrina, por forma a podermos concluir com a nossa própria posição.

exclusão dos acionistas sem voto de concorrerem em 1.º grau às novas ações ordinárias permite que estas sejam subscritas preferencialmente em 1.º grau exclusivamente pelos acionistas ordinários – ou seja, garante um direito de preferência de categoria aos próprios acionistas ordinários. A referida exclusão do direito de preferência de 1.º grau dos acionistas sem voto em relação às novas ações ordinárias (emitidas conjuntamente com as novas ações sem voto na mesma proporção) não coarta os direitos especiais dos acionistas sem voto, que poderão subscrever em primeira linha todas as novas ações sem voto. Por outro lado, aquela exclusão não viola o princípio da igualdade de tratamento, pois se está a tratar diferentemente os acionistas em função das diferenças existentes, além de que, de uma perspetiva material, aquele princípio justifica mesmo a funcionalização do direito de subscrição preferencial ao interesse fundamental dos acionistas (aqui ordinários, mas sem prejuízo para os acionistas sem voto) na conservação da sua posição relativa e assim entre todos, concretizado legalmente em várias disposições do CSC e prosseguido pela atribuição do próprio direito legal de preferência».

Acrescenta a autora, porém, entender ser «admissível a exclusão estatutária do direito de preferência relativamente a um concreto aumento de capital que os estatutos prevejam, em conformidade com a regra geral consagrada no art. 9.º, 3. Assim, o direito de preferência de 1.º grau dos acionistas sem voto relativamente às ações ordinárias pode ser excluído nos estatutos quanto a um aumento de capital em concreto ou inclusive quanto a todos os aumentos de capital por entradas em dinheiro através da emissão proporcional de ações ordinárias e de ações sem voto iguais às já existentes. Parece-nos que, em qualquer dos casos, não está em causa uma supressão total do direito abstrato de preferência, mas ainda uma supressão do direito concreto de preferência e unicamente de 1.º grau, dado a exclusão estar concretamente delimitada quanto aos sujeitos e às características do aumento de capital em que será feita valer e os acionistas sem voto poderem concorrer em 2.º grau

às ações ordinárias não subscritas pelos acionistas detentores de ações desta categoria»¹⁶³.

Já Vieira Peres¹⁶⁴ refere, a este propósito, que «Ora, o funcionamento do direito de preferência pode, em certos termos abalar este “apartheid”, ou então onerar pesadamente as responsabilidades com o dividendo prioritário. Senão vejamos: uma sociedade nestas condições necessita de chamar até si novos fundos próprios; ficará no dilema de ou emitir ações ordinárias, permitindo a entrada de novos sócios votantes e arriscando um *bouleversement* das relações de controlo, ou emitir só ações sem voto, o que poderá ser contraindicado atendendo à especial carga de dividendos que é necessário garantir.

Responder-se-á imediatamente que a melhor solução será a de emitir ações das duas categorias, respeitando a proporção existente entre estas. Assim se conseguirá o desejado reforço da liquidez sem qualquer efeito secundário nefasto. Analisemos tal hipótese, fazendo-lhe aplicar o artigo 458.º, n.º 4. A parte do aumento de capital representado por novas ações sem voto cai sob a alçada da parte final da norma, pelo que devem ser oferecidas em preferência aos accionistas sem voto. No entanto, a parte representada por ações ordinárias parece não poder furtar-se à aplicação da parte inicial do art. 458.º, n.º 4 e estará sujeita à preferência igualitária de todos os accionistas. Ou seja o desiderato pretendido não seria obtido, pois os accionistas sem voto continuariam a poder subscrever ações com voto.

Não vemos as coisas assim. O bom senso indica que não existe razão justificada para impedir a emissão proporcional com direitos de preferência estanques, ao menos parcialmente. Defender esta ideia é que já se afigura mais penoso. [...] Perfeitamente aceitável parece ser uma

¹⁶³ MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, op. cit., pp. 631 e 632.

¹⁶⁴ PERES, J. J. VIEIRA, «Ações preferenciais sem voto», op. cit., pp. 391 ss.

outra linha de raciocínio. O regime do n.º 4 do artigo que vimos a estudar não está mal; o que não consegue é ser adequado para aqueles aumentos de capital em que não são emitidas acções de uma só categoria, mas de várias». Acaba assim o autor por defender que, sendo emitidas acções apenas de uma categoria, deverá funcionar em pleno o preceito, que foi pensado para tais situações. Já se forem emitidas acções de várias categorias, e através de uma interpretação restritiva da norma, haverá uma lacuna que será de integrar da maneira acima referida. Tal solução, diz o autor, «É a que melhor se harmoniza com a filosofia do instituto, respeitando ainda o princípio da igualdade dos accionistas, já que, neste aspecto, todos eles terão uma preferência proporcional à fracção de capital detida, concorrendo os accionistas ordinários às acções ordinárias e os preferenciais sem voto às acções privilegiadas. Se qualquer destes grupos de accionistas não esgotar a subscrição das acções disponíveis, os accionistas da outra ou outras categorias ainda terão preferência sobre terceiros não sócios».

Particularmente difícil de aceitar é a primeira possibilidade de solução aventada por Osório de Castro¹⁶⁵: «Vamos, pois, que numa sociedade metade das acções são preferenciais sem voto, e as restantes “ordinárias”. A sociedade delibera um aumento de capital por novas entradas, mediante a emissão de acções de ambas as categorias, na mesma proporção. [...] As coisas simplificam-se enormemente caso se aceite a nossa ideia de que, existindo acções preferenciais sem voto, também às acções dotadas do direito de voto corresponde um direito especial, consubstanciado na detenção de um poder de influência que excede o que resultaria de um critério de mera proporcionalidade, baseado na fracção de capital representado. Pois que, sendo ao cabo e ao resto *especiais*

¹⁶⁵ CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, «Acções preferenciais sem voto», *op. cit.*, pp. 297 a 300.

ambas as categorias de acções, o funcionamento da preferência acaba por ser decidido pela intervenção exclusiva do art. 458.º, n.º 4, 2.ª parte».

Todavia, o mesmo autor avança ainda uma outra possibilidade de solução:

«É que, salvo o caso de limitação ou supressão validamente deliberada, o direito de preferência (de 1.º grau) de cada accionista tem sempre por objecto uma quantidade das novas acções proporcional à daquelas de que for titular, sem distinção de categorias (art. 458.º, n.º 2, al. a), do CSC). Esta é a regra relativa à vertente quantitativa do direito de preferência, e que, para nós, *não conhece quaisquer excepções*. A 2.ª parte do art. 458.º, n.º 4, refere-se exclusivamente ao lado qualitativo do direito de preferência, prevendo que os titulares de acções de certa categoria têm de servir-se de acções iguais que porventura sejam emitidas para satisfação da sua preferência de 1.º grau em toda a medida do possível – no que desfrutarão de primazia, face aos titulares de acções de categorias diversas.

Daqui flui que, quando a subscrição pelos accionistas sem voto das novas acções dessa categoria esgota a sua preferência de primeiro grau [...] não se vislumbra na verdade outra solução possível que não passe por reservar as outras acções aos restantes sócios, como quer que se categorizem as acções com voto. Mais: se o número de novas acções sem voto for superior à quantidade de acções a cuja subscrição preferencial os sócios dessa categoria têm direito, exigir-se-á que as novas acções sem voto “em excesso” sejam oferecidas à subscrição pelos outros accionistas».

O que dizer de tudo isto?

Em primeiro lugar, não nos parece ser de aceitar que nada haverá a fazer quando se emitam, apenas, acções ordinárias.

Em segundo lugar, notar que apenas uma das posições acima citadas resolve tal problema. Referimo-nos, com efeito, à solução que passaria por considerar serem dotadas de um direito especial (constituindo, em consequência, uma categoria especial de acções) as acções ordinárias de uma sociedade em que existam acções sem direito de voto. Sucede,

porém, que tal argumentação é de difícil sustentação, por falta de quaisquer apoios em sede legislativa. As ações que não confirmam nem mais nem menos direitos que os previstos *por defeito* na lei são ações ordinárias, tendo até o artigo 389.º, n.º 3 do CSC o cuidado de frisar que «Não há assembleias especiais de titulares de ações ordinárias».

Em nossa opinião, há que traçar aqui duas linhas de ação. A primeira, a de promover, assim que possível, uma alteração legislativa destinada a clarificar o tema. A segunda, a de tentar, em sede interpretativa, corrigir a situação.

Fomos levados por Vieira Peres, que refere, em suporte da sua tese, a 2.ª Diretiva em matéria de sociedades¹⁶⁶, a analisar a parte de tal diploma relevante para este tema. Esta Diretiva, que foi entretanto substituída pela Diretiva (UE) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de junho de 2017¹⁶⁷, contém a seguinte redação, no seu artigo 72.º, números 1 e 2:

«1. Em todos os aumentos do capital subscrito por entradas em dinheiro, as ações devem ser oferecidas com preferência aos acionistas, proporcionalmente à parte do capital representada pelas suas ações.

2. Os Estados-Membros podem:

a) Não aplicar o disposto no n.º 1 às ações com um direito limitado de participação nas distribuições, nos termos do artigo 56.º, e/ou na partilha do património social, em caso de liquidação; ou

b) Permitir que, quando, numa sociedade em que existam várias categorias de ações, dotadas de diferentes direitos no tocante ao voto, à participação nas distribuições, nos termos do artigo 56.º, ou à partilha do património social em caso de liquidação, o capital subscrito for aumentado pela emissão de novas ações de uma dessas categorias, o exercício

¹⁶⁶ PERES, J. J. VIEIRA, «Ações preferenciais sem voto», *op. cit.*, pp. 391 ss.

¹⁶⁷ Disponível, a 09.01.2018, em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L1132&qid=1515490758034&from=EN>

do direito de preferência pelos acionistas das outras categorias só possa ser efetivado depois de os acionistas da categoria correspondente às novas ações emitidas terem exercido o seu direito de preferência».

Nestas matérias, urge que se diga o seguinte. A regra geral é a prevista no número 1, sendo que o legislador europeu deu liberdade aos Estados-Membros para consagrarem soluções distintas, devendo, contudo, tais soluções diversas ser exatamente as admitidas em alguma das alíneas. É, diga-se, importante a função de harmonização que se pretende nestas matérias, e tal harmonização exige que um cidadão europeu saiba que num país da União Europeia, em matéria societária e, em concreto, no que respeita ao direito de preferência em aumentos de capital por novas entradas em dinheiro, a solução adotada pode ser a geral ou (apenas e só) exatamente uma das disposições especiais permitidas.

Bom estará de ver que a ressalva que o legislador português entendeu por bem aproveitar foi a da alínea *b*)¹⁶⁸ que, aliás, tentou transpor para o número 4 do artigo 458.º Só que, ao tentar fazê-lo, falhou no objetivo, o que, em nossa opinião, além de justificar a tal intervenção legislativa por nós preconizada, leva também a que seja necessário interpretar a disposição portuguesa em conformidade com a Diretiva. Vejamos:

O artigo 302.º do Código das Sociedades Comerciais diz-nos, no seu número 2, que «As ações que compreendem direitos iguais formam uma categoria». Assim, numa sociedade onde coexistam ações ordinárias e ações que confirmam quaisquer direitos diversos dos das ações ordinárias teremos, com efeito, várias categorias de ações, não deixando, porém, as ações ordinárias de representar, também elas, uma categoria de ações.

¹⁶⁸ Que tinha redação idêntica na primeira versão da 2.ª Diretiva, que o legislador português certamente teve em conta aquando da elaboração do Código das Sociedades Comerciais. Em tal primeira versão correspondia ao artigo 29.º

O artigo 389.º, aliás, tendo como epígrafe «Assembleias especiais de acionistas», fixa as regras pelas quais se regem as assembleias que congregam sócios com ações de uma determinada categoria e tem a necessidade de dizer, no seu número 3, que «Não há assembleias especiais de titulares de ações ordinárias». Mais uma vez, reitera tal ponto o entendimento de que as ações ordinárias são uma categoria de ações, daí que o legislador tenha tido necessidade de a elas se referir¹⁶⁹.

Resulta, assim, claro que o acrescentar da palavra «especial» na redação do artigo 458.º, n.º 4 redundava em que se chegasse, no caso que agora nos propomos analisar, a um resultado manifestamente incompatível com a própria *ratio* da figura do direito de preferência, além de, cremos, ser também um resultado incompatível com o texto da própria Diretiva. Com efeito, e aplicando-se a formulação usada pela Diretiva, havendo diferentes categorias de ações, que confirmam (no caso de que agora curamos) diferentes direitos (patrimoniais e de voto¹⁷⁰), o direito de preferência das restantes categorias apenas poderia ser exercido «depois de os acionistas da categoria correspondente às novas ações emitidas terem exercido o seu direito de preferência». Tal interpretação conforme à Diretiva¹⁷¹, além de resolver a situação em que sejam emitidas, propor-

¹⁶⁹ Não assiste, portanto, e salvo o devido respeito, que é muito, razão a Raúl Ventura, em VENTURA, RAÚL, *Estudios Vários sobre Sociedades Anónimas*, op. cit., p. 415 quando diz que «Mas o art. 389.º, n.º 3 dispõe “Não há assembleia de titulares de ações ordinárias”, o que implica que, pelo menos para esse efeito, as ações ordinárias não constituem uma categoria». É preciso, cremos, não confundir ser uma categoria com ser uma categoria especial. As ações ordinárias, não sendo uma categoria especial, serão, inequivocamente, uma categoria.

¹⁷⁰ Na nossa interpretação, a formulação «diferentes direitos» deve ser interpretada como querendo significar diferentes entre si, e não diferentes por oposição às ações ordinárias.

¹⁷¹ Segundo a qual o artigo 458.º, n.º 4 deveria rezar assim: Havendo numa sociedade várias categorias de ações, todos os acionistas têm igual direito de preferência na subscrição das novas ações, mas se as novas ações forem iguais às de alguma categoria

cionalmente ou não, ações sem e com voto, resolveria também situações nas quais sejam emitidas apenas ações ordinárias. Com efeito, soluções que assentem na necessidade de a sociedade ter de optar entre permitir que acionistas sem voto prefiram na emissão de ações com voto ou aumentar, cada vez que queira chamar novo capital, a responsabilidade com o dividendo prioritário, parecem-nos, salvo o devido respeito, insatisfatórias. Além disso, também não nos parece ser possível que, entendendo que por via interpretativa não conseguimos resolver o problema, se possa obter solução através de uma regra estatutária que preveja que, emitindo-se novas ações com e sem voto, o direito de preferência dos acionistas sem voto se cinja, no que à preferência em primeiro grau diz respeito, apenas às ações sem voto. Com efeito, tal norma estatutária não deixará de ser uma limitação ao direito abstrato de preferência, o que o artigo 460.º expressamente proíbe.

Assim, soluções que assentem em disposições estatutárias não podem, em nossa opinião, ser tidas como corretas.

Defender um critério quantitativo, no exercício do direito de preferência, por forma a que os acionistas sem voto, preferindo na emissão destas ações, esgotariam a *proporção de ações* em relação às quais teriam direito a subscrição preferencial assenta no pressuposto de que os acionistas sem voto não poderiam escolher não preferir nas ações sem voto e optar por preferir nas ordinárias, o que em momento algum é precludido. A solução está, reiteramos, não em comprimir o direito de preferência dos acionistas sem voto, mas em atribuir um direito de preferência de categoria (não especial, mas pura e simplesmente de categoria) aos acionistas.

já existente, a preferência pertence primeiro aos titulares de ações dessa categoria e só quanto a ações não subscritas por estes gozam de preferência os outros acionistas.

Interessante questão, que não gostaríamos de deixar de referir, prende-se com a supressão do direito de preferência em aumentos de capital.

O regime da limitação ou supressão do direito de preferência vem previsto no artigo 460.º do CSC. Dele resulta, em suma, a necessidade de aprovação, em assembleia geral, da limitação ou supressão do direito de preferência em uma concreta emissão de novas ações por novas entradas em dinheiro.

O problema a que gostaríamos de fazer referência, com efeito, é o da supressão do direito de preferência que, nos termos da lei, seja atribuído a acionistas preferenciais sem direito de voto. Com efeito, como proceder se a sociedade pretender emitir ações de uma nova categoria ou, *inclusive*, mais ações preferenciais sem direito de voto, sem conceder direito de preferência aos acionistas sem voto¹⁷². Ora, sabemos já que a competência deliberativa para tal pertence à assembleia geral. A questão que se poderá pôr, porém, é a de saber se será de exigir o consentimento dos acionistas preferenciais sem direito de voto, em sede de assembleia especial, para tanto.

Ponto assente na discussão é, em nossa opinião, o de que apenas será de exigir tal consentimento em sede de assembleia especial caso se esteja a suprimir ou coartar algum direito especial da categoria de ações de que nos ocupamos.

Não cremos que seja o caso.

Com efeito, o direito de preferência não é um direito especial desta categoria de ações. Numa interpretação mais elaborada, é certo, e visto

¹⁷² Dizemos sem conceder preferência aos acionistas sem voto por uma questão de simplificação. Na verdade, o que queremos dizer é sem conceder preferência a quaisquer acionistas. Com efeito, vemos com maus olhos uma eventual limitação do direito concreto de preferência em função de categorias de ações. O princípio da igualdade de tratamento dos sócios exigiria que apenas com uma especialmente exigente fundamentação fundada no interesse social se pudesse, eventualmente, admitir tal.

que o direito de preferência de primeiro grau na emissão de novas ações da mesma categoria pertence aos sócios dessa categoria, poderíamos ser tentados a defender que, por ser um direito atribuído em exclusivo àquela categoria, seria um direito especial. Assim, os acionistas preferenciais sem direito de voto teriam um direito especial traduzido na preferência, em primeiro grau, na emissão de novas ações dessa categoria.

Sucedo, porém, que tal argumento ignora que o direito a preferir, em primeiro grau, na emissão de novas ações de uma categoria a que já se pertence é um direito atribuído a todas as categorias de ações – incluindo a das ações ordinárias¹⁷³ –, termos em que, não sendo um direito especial, não será, em nossa opinião, de exigir o consentimento dos sócios¹⁷⁴.

¹⁷³ Pelo menos ao abrigo da interpretação conforme à Diretiva que atrás propusemos.

¹⁷⁴ Isto pela supressão do direito de preferência. Mantemos, porém, o que dissemos *supra* sobre a necessidade de consentimento para a emissão de novas APsDdV sem ressalva prévia nos estatutos.

8. Da admissibilidade da exclusão estatutária do direito de voto

Aspeto de crucial relevo na nossa dissertação, e que nos ocupará nas próximas páginas, será, com efeito, o de saber, numa lógica de coerência do sistema, como enquadrar as ações sem direito de voto –, ainda que dotadas de privilégio especial –, bem como tentar perceber se fará sentido existir uma limitação ao número máximo de ações sem voto que podem existir numa sociedade. Tentaremos ainda perceber se será razoável a exigência de que sejam tais ações acompanhadas de um privilégio patrimonial.

O Professor Ferrer Correia¹⁷⁵, ainda que escrevendo antes do Código das Sociedades Comerciais, escrevia que «O voto é um daqueles direitos do sócio em que se desdobra o de participar nas assembleias gerais da sociedade. Todo o sócio ou accionista tem o direito – de que não pode ser privado – de assistir às assembleias gerais, de discutir os assuntos constantes da ordem do dia, de propor quanto a tais assuntos o que tiver por conveniente. É porém certamente o voto o mais importante de todos esses direitos, a manifestação mais proeminente do direito de intervenção do associado na administração da sociedade, o primeiro entre todos os seus direitos extrapatrimoniais: pois é exercendo o voto que o sócio mais eficazmente concorre para a definição do interesse comum, que ele directamente contribui para a formação da vontade da assembleia, o órgão supremo da corporação.

¹⁷⁵ CORREIA, A. FERRER, *A Representação dos Menores Sujeitos ao Pátrio Poder na Assembleia Geral das Sociedades Comerciais*, Coimbra Editora, Coimbra, 1962, pp. 65 a 67.

No rigor dos princípios, o direito de voto aparece como elemento absolutamente essencial do *status* de sócio, como fundamental prerrogativa a ele inerente. Na realidade, porém, as coisas não se desenham inteiramente assim, e antes o princípio da atribuição do referido direito a todo o sócio ou accionista sofre determinadas atenuações ou mesmo derrogações. [...]

Digamos, a concluir, que o direito de voto nas sociedades anónimas é *inderrogável* e mesmo *irrenunciável* – mas isto (o ser ele irrenunciável) sem prejuízo de poderem os estatutos exigir a posse de um número mínimo de acções como condição do exercício do mesmo direito.

A fora esta limitação, cremos que outras não pode sofrer a regra da irrenunciabilidade – salvo na medida em que porventura seja de admitir a criação de acções privilegiadas sem voto». Sublinhado nosso. Sobre o tema, acrescenta ainda, em nota de rodapé: «É claro que a permissão de acções privilegiadas sem voto tão-pouco afectará o princípio da inderrogabilidade deste direito, mas apenas o da sua irrenunciabilidade. E parece-nos ainda que da mera possibilidade de existência daquelas acções não poderá partir-se sem mais para a negação deste último princípio, como privilégio geral do nosso direito vigente. Na verdade, a recusa do voto às referidas acções vai ligada à concessão do privilégio (patrimonial) e justifica-se tão-só pelas circunstâncias especialíssimas que neste caso ocorrem: pela necessidade de defesa (necessidade essa intimamente correlacionada com a existência do privilégio) dos accionistas portadores de acções comuns. A hipótese seria, pois, de todo em todo excepcional e fora dela continuaria a não ser lícito estipular nos estatutos a não atribuição do voto a determinados accionistas».

Também Pinto Coelho¹⁷⁶ concluía que: «Se por outro lado pensarmos em que a privação de voto é consentida pelo próprio accionista, que

¹⁷⁶ COELHO, JOSÉ GABRIEL PINTO, «Estudo sobre as acções de sociedades anónimas», Separata da *Revista de Legislação e Jurisprudência*, anos 88.º-89.º, n.ºs 3056 a 3093,

o troca por certas vantagens de ordem económica, quer essa situação se estabeleça no momento da constituição da sociedade, quer em momento ulterior, quando são emitidas as acções de privilégio económico (pois a subscrição implica aceitação), não sentiremos repugnância absoluta pela modalidade que estamos examinando. A sua criação parece caber na liberdade de estipulação das partes, e a frequência com que este tipo de acções se vê acolhido (quer na modalidade pura, quer na de voto limitado) será mais um argumento no sentido da sua regularidade».

Também António Caeiro¹⁷⁷ procedeu à realização de um estudo que, ainda que ancorando-se no direito pretérito, se apresenta de extrema utilidade e atualidade por toda a análise e por todas as conclusões em que, partindo embora do direito positivo, dele se afasta para deambular pelo mundo dos princípios e do dever ser. O problema de que trata o autor é, com efeito, o de saber se será de admitir a exclusão estatutária do direito de voto nas sociedades por quotas. Permitimo-nos reproduzir algumas das conclusões formuladas pelo autor:

«Como primeira nota, afigura-se-nos que a irrenunciabilidade do direito de voto não é característica essencial do contrato e da relação de sociedade. No Projecto de Código Civil, define-se sociedade no artigo 980.º, como o contrato “em que duas ou mais pessoas se obrigam a contribuir com bens ou serviços para o exercício em comum de certa actividade económica, que não seja de mera fruição, a fim de repartirem os lucros resultantes dessa actividade”. [...] Daqui, da definição de contrato de sociedade, nada se retira para a estruturação jurídica do organismo social, para o modo como há-de ser regulamentado o exercício da actividade económica a levar a cabo em comum pelos sócios ou

Coimbra Editora, Coimbra, 1957, pp. 160 a 162.

¹⁷⁷ CAEIRO, ANTÓNIO AGOSTINHO, «A exclusão estatutária do direito de voto nas sociedades por quotas», Separata do Vol. XVIII do Suplemento ao *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Coimbra Editora, Coimbra, 1966, pp. 79 ss.

para os termos da sua intervenção na vida social. Elemento essencial do contrato, no que agora nos importa – isto é, na definição dos limites em que se há-de mover a autonomia da vontade das partes – é o intuito lucrativo, o fim de se repartirem os lucros resultantes dessa actividade por *todos os sócios*». ¹⁷⁸

«No fundo, o voto tem apenas uma função instrumental em relação ao fim último dos sócios – o lucro, é o meio por que o sócio procura intervir na orientação da actividade social, por definição destinada à produção de lucros». ¹⁷⁹

«Justificar-se-á, todavia, o princípio segundo o qual a cada sócio deve caber, pelo menos, um voto? Não nos parece. Cremos que um tal princípio encerra mais resquícios de conceitualismo que protecção efectiva dos sócios, visa salvar a face antes que encarar frontalmente e resolver de modo adequado o problema. Qual é, afinal, a força de dez sócios, dispondo de 1 voto cada, contra 2 sócios, tendo um (A) 70 votos e o outro (B) 50?». ¹⁸⁰

Identifica o autor, assim, como direitos irrenunciáveis o direito à quota de liquidação, o direito de pedir a anulação de deliberações, de pedir informações sobre o estado da sociedade e os negócios sociais, de pedir inquérito aos livros da sociedade, de ser convocado e de assistir às assembleias gerais, de discutir as propostas nelas apresentadas e de apresentar propostas.

Ainda de interesse para a análise e discussão que nos propomos fazer de seguida é o seguinte excerto:

¹⁷⁸ CAEIRO, ANTÓNIO AGOSTINHO, «A exclusão estatutária do direito de voto nas sociedades por quotas», *op. cit.*, p. 79.

¹⁷⁹ CAEIRO, ANTÓNIO AGOSTINHO, «A exclusão estatutária do direito de voto nas sociedades por quotas», *op. cit.*, p. 81.

¹⁸⁰ CAEIRO, ANTÓNIO AGOSTINHO, «A exclusão estatutária do direito de voto nas sociedades por quotas», *op. cit.*, p. 82.

«Propendemos, todavia, a considerar ilícita a privação do direito de voto arbitrária, não compensada por alguma justa vantagem (de tipo económico ou outro) ou não fundamentada em razões objectivas. Deste modo, consideramos ilícita, por contrária aos bons costumes, a privação estatutária do direito de voto dum sócio, possuidor dum quota de montante igual ao de outros (às quais cabe o direito de voto geral, não se exigindo aos respectivos detentores uma qualificação ou competência particular para o exercerem), sem que lhe seja estatutariamente concedida uma vantagem a compensar devidamente aquela privação ou sem que esta seja objectivamente fundada».¹⁸¹

O autor vai ainda mais longe, e pronuncia-se expressamente sobre a situação das sociedades por quotas de estrutura personalista: «[a]inda que se aceite a ilicitude da privação do voto na sociedade em nome colectivo, não se pode concluir, sem prévia indagação da *ratio* dessa solução, a sua aplicabilidade à sociedade por quotas. Para nós, o motivo determinante reside antes na ilimitação da responsabilidade dos sócios da sociedade em nome colectivo (sendo, portanto, intolerável que um sócio responda solidária e ilimitadamente pelas dívidas sociais, sem poder intervir com o seu voto na formação da vontade colectiva) e não tanto no vínculo de confiança que os une ou deve unir. Sendo assim, não haverá razão para proibir a cláusula de exclusão do voto numa sociedade por quotas de estrutura personalista pois, nesta hipótese, o sócio não responde pelas dívidas da sociedade».¹⁸²

Feito este apanhado, impõe-se, porém, que antes de prosseguir na análise da admissibilidade, ou não, da privação do direito de voto, se diga o que nos leva a debruçarmo-nos sobre aparentemente tão óbvia

¹⁸¹ CAEIRO, ANTÓNIO AGOSTINHO, «A exclusão estatutária do direito de voto nas sociedades por quotas», *op. cit.*, p. 84.

¹⁸² CAEIRO, ANTÓNIO AGOSTINHO, «A exclusão estatutária do direito de voto nas sociedades por quotas», *op. cit.*, p. 86.

questão que, ademais, parece ter solução expressamente consagrada na lei.

O artigo 980.º do Código Civil diz-nos que «Contrato de sociedade é aquele em que duas ou mais pessoas se obrigam a contribuir com bens ou serviços para o exercício em comum de certa actividade económica, que não seja de mera fruição, a fim de repartirem os lucros resultantes dessa actividade».

Não se nega que tal definição vem vertida no Código Civil, sendo, portanto, a definição do que seja o contrato de sociedade civil. Não se ignora, também, que são várias as especificidades das sociedades civis, quando confrontadas com as sociedades comerciais. Com efeito, várias têm sido as alterações ao regime destas últimas, que as afasta das primeiras. Basta pensar, por exemplo, na possibilidade de se constituírem sociedades unipessoais, o que, *per definitionem*, não pode ocorrer por contrato. Todavia, Pedro Maia¹⁸³ diz-nos, a este respeito, que «Com efeito, a opinião dominante da nossa doutrina vai no sentido de que os requisitos do contrato de sociedade estabelecidos no art. 980.º do Código Civil valem também para as sociedades comerciais, o que implica, designadamente, que o preenchimento do tipo sociedade anónima imponha o preenchimento (prévio) do tipo contratual sociedade».

Raúl Ventura¹⁸⁴, referindo-se à temática que por ora nos ocupa refere que: «É, contudo, esta privação do direito de voto a causadora do problema da natureza jurídica. É o direito de voto que consubstancia nas sociedades anónimas o *exercício em comum* da actividade social, requisito essencial específico do contrato de sociedade, pois o accionista nenhuma outra intervenção tem que possa ser considerada *exercício* da actividade. Sem direito de voto, é lícito perguntar se o accionista ainda será *sócio*». O

¹⁸³ MAIA, PEDRO CANASTRA DE AZEVEDO, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, Vol. I, Coimbra, 2009 (não publicado), p. 104.

¹⁸⁴ VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, *op. cit.*, p. 451.

autor parece concluir dizendo não fazer sentido pôr em causa tal qualificação «para fazer prevalecer algum prurido dogmático».

Uma hipótese de solução, que nos permitia pôr termo a esta questão, seria a de considerar que nenhum obstáculo havia a que se entendesse ser o direito de voto um direito fundamental, posto que estas ações de que agora curamos apenas teriam o seu direito de voto suspenso ou condicionado. Assim fazem, Pedro Maia¹⁸⁵ e Elda Marques¹⁸⁶.

Não concordamos com esta opção. As ações de que curamos parecem-nos, com efeito, ser ações desprovidas de direito de voto. De facto, e a entender-se, como nos parece ser mais correto, que existe aqui uma atribuição em função do não pagamento atempado dos dividendos prioritários, tal construção deverá ser a seguinte:

- 1 – As ações nascem sem conferir direito de voto;
- 2 – Assim permanecendo, mesmo que haja um incumprimento pontual do pagamento do dividendo prioritário;
- 3 – Apenas após o não pagamento do número de dividendos necessário, de acordo com o previsto na lei ou nos estatutos, haverá a **atribuição** do direito de voto às ações;

¹⁸⁵ MAIA, PEDRO CANASTRA DE AZEVEDO, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, op. cit., p. 124: «A consagração das ações preferenciais sem voto, atento o regime a que estão sujeitas, não permite, portanto, afirmar que, no nosso direito, possa ser *suprimido o direito de voto* ou que o direito de voto *não seja inerente à qualidade de sócio*. Simplesmente, esse direito pode ficar sujeito a uma *condição negativa*, o não pagamento do dividendo preferencial. E não se trata, em rigor, de “dividendo em troca de votos” – de uma supressão do voto em troca de mais dividendo –, porque só em parte é que um substitui o outro».

¹⁸⁶ MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, op. cit., p. 617: «Não se tratam, portanto, de ações definitivamente desprovidas do direito de voto, mas de ações em que este direito está suspenso, podendo ser exercido quando a sociedade não efetua o pagamento do dividendo prioritário durante dois exercícios, o que é suficiente para reconhecer ao titular de ações sem voto a qualidade de sócio e, por inerência, a natureza jurídica de verdadeiras ações a estes valores».

4 – Tal atribuição é feita tendo em vista, dentro da lógica do próprio instituto, a sua extinção futura;

5 – Tal atribuição do direito de voto é uma situação patológica, sendo que o desejável é que, dentro da lógica do instituto, não ocorra nunca;

6 – Na vida de uma sociedade com ações preferenciais sem direito de voto é possível que as ações sem direito de voto nunca venham a ganhar tal direito. O contrário já não é verdade, visto que pelo menos desde o momento em que são emitidas até ao momento em que se verifica o não pagamento dos dividendos prioritários necessários para tal, tais ações apresentar-se-ão obrigatoriamente desprovidas de voto;

7 – Por último, e nesta posição o colocamos por entendermos ser o argumento com menos relevância, também o argumento literal aponta nesse sentido, se não vejamos:

«ações preferenciais sem direito de voto»¹⁸⁷; «As ações preferenciais sem direito de voto conferem [...] todos os direitos de natureza não patrimonial inerentes às ações ordinárias, com exceção do direito de voto»¹⁸⁸; «as ações preferenciais passam a conferir o direito de voto [...] e só o perdem»¹⁸⁹; «Prever um número de exercícios sociais diverso do previsto no número anterior [...] para efeitos de atribuição do direito de voto por falta de pagamento integral do dividendo prioritário».¹⁹⁰

Ora, entendendo que o que sucede com as ações preferenciais sem direito de voto é que, em verdade, as mesmas não conferem direito de voto, resta-nos procurar apreender uma forma de conciliar tal

¹⁸⁷ Artigo 341.º, n.º 1.

¹⁸⁸ Artigo 341.º, n.º 5.

¹⁸⁹ Artigo 342.º, n.º 3.

¹⁹⁰ Artigo 342.º, n.º 4, alínea *d*).

característica com a característica do exercício em comum da atividade, por forma a manter coerência no sistema.

Coutinho de Abreu¹⁹¹ parte da definição de sociedade consagrada no artigo 980.º do Código Civil para tentar alcançar uma definição que abrangesse as diversas *espécies societárias*. Tal definição seria, diz-nos o autor: «*sociedade é a entidade que, composta por um ou mais sujeitos (sócio(s)), tem um património autónomo para o exercício de actividade económica, a fim de (em regra) obter lucros e atribuí-los ao(s) sócio(s) – ficando este(s), todavia, sujeito(s) a perdas*».

Nesta definição, note-se, não consta o exercício em comum de tal atividade económica¹⁹². Todavia, pronunciando-se especificamente sobre o elemento do exercício em comum da atividade económica, diz-nos o autor que «Ainda assim, acrescentaremos que o “exercício em comum” não significa que os sócios (exceptuados os de indústria) hão-de intervir directamente na actividade social. Significa apenas que os sócios poderão participar na condução (directa, ou indirecta – nomeadamente através da designação dos titulares do órgão de administração) ou, ao menos, no controlo dessa actividade (direitos de informação, de impugnação de deliberações sociais, de acção de responsabilidade contra administradores, etc.)».

Muito interessante, a este propósito, é a construção trazida por Pedro Maia.

Começando por dedicar algumas páginas¹⁹³ em que aborda a ligação entre o exercício em comum da atividade e o exercício do direito de

¹⁹¹ ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial*, op. cit., pp. 19 ss.

¹⁹² Desde logo, é certo, porque a definição procura abranger a realidade das sociedades unipessoais.

¹⁹³ MAIA, PEDRO CANASTRA DE AZEVEDO, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, op. cit., pp. 102 ss.

voto¹⁹⁴, apresenta-nos o autor uma outra possibilidade, que passamos a reproduzir em seguida para, imediatamente, sobre ela tecer algumas considerações:

«Mas também se poderia contrapor à ligação, que estabelecemos, entre direito de voto e a própria noção de sociedade, o argumento de que não se mostra necessário que todos os sócios tenham a possibilidade de participar na actividade societária *através do voto* – para assim determinarem, ainda que indirectamente, o exercício da actividade comum –, podendo, ao invés, considerar-se como suficiente para o preenchimento daquele elemento do tipo contratual uma qualquer participação na condução da actividade societária, designadamente através da *supervisão* ou do *controlo* dessa mesma actividade, *maxime*, através do exercício do direito à informação». ¹⁹⁵

Tal converteria, refere-nos o autor, o direito dos sócios à informação num elemento «nuclear da sociedade e da própria qualidade de sócio e, de certo modo, conduz a que o direito à informação surja como um *sucedâneo* do direito de voto».

¹⁹⁴ Dizendo que «Uma vez que um dos elementos definidores do tipo contratual sociedade previsto no Código Civil consiste no “exercício em comum de uma actividade económica, que não seja de mera fruição”, compreende-se a importância que o direito de voto assume nos casos em que os sócios não exercem “pessoalmente” a actividade económica social e, mais ainda, nos casos em que os sócios não possam sequer, por imposição da própria lei, exercer essa actividade directamente. Na medida em que, especialmente neste segundo grupo de casos, o exercício do direito de voto parece constituir a única via para se poder imputar aos sócios o exercício da actividade económica social [...] parece evidente a implicação que o regime do direito de voto pode ter, afinal, sobre a própria noção de sociedade – ou, encarando o problema do ângulo inverso, a implicação que a noção de sociedade pode ter sobre o regime do voto». MAIA, PEDRO CANASTRA DE AZEVEDO, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, *op. cit.*, p. 105.

¹⁹⁵ MAIA, PEDRO CANASTRA DE AZEVEDO, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, *op. cit.*, p. 109.

Como argumento mobilizável para apoiar tal tese, refere o autor que, na versão primitiva do Código das Sociedades Comerciais, – que consagrava já, como vimos, a admissibilidade das acções sem voto –, se impunha a universalidade do direito à informação¹⁹⁶.

Dizendo embora que não recusa, à partida, tal visão, logo o autor lhe aponta como obstáculo que «A doutrina e também a jurisprudência vêm recusando a qualificação de sociedade à *associação em participação* e ao *consórcio*, essencialmente com o fundamento de que, mesmo existindo uma partilha dos ganhos e das perdas da actividade exercida em consórcio ou pelo associante, esta não é, em tais casos, exercida “em comum”»¹⁹⁷.

Segue-se a apresentação de vários argumentos no sentido de que, existindo ou podendo existir em tais figuras poderes de controlo, desde logo previstos contratualmente, atribuídos aos participantes em ambas as figuras, «a doutrina, ao recusar-lhes a qualificação como sociedades, está a pressupor, quanto a nós bem, que a informação (ou o direito à informação) não consubstancia o exercício *em comum* de uma actividade: e, se a informação a que, por exemplo, o associado tem direito não serve para lhe atribuir a qualidade de sócio – nem torna a associação em participação uma sociedade –, então também a informação de que os accionistas beneficiem não permite, só por si, dar como preenchido

¹⁹⁶ Note-se que, como informa o autor, a redação do artigo 288.º, n.º 1 começava, na versão primitiva do código, assim: «1 – Qualquer accionista pode consultar, na sede da sociedade, ou exigir que lhe sejam facultados».

¹⁹⁷ MAIA, PEDRO CANASTRA DE AZEVEDO, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, op. cit., p. 113.

aquele elemento típico das sociedades (o exercício em comum de uma actividade)»^{198, 199}.

Aduzindo ainda mais um argumento no sentido de não poder tal informação preencher o conceito de exercício em comum de uma atividade, diz-nos o autor que «tal poder de controlo, de supervisão ou de fiscalização também poderá justificar-se, *directamente e só por si*, com a existência de um fundo patrimonial comum»²⁰⁰.

Estas afirmações formuladas pelo autor são, de facto, pertinentes e interessantes, e importa considerá-las.

Conjugando o que dissemos até agora com o que foi dito para trás, quatro hipóteses haveria para compatibilizar o regime das ações preferenciais sem direito de voto com a definição de sociedade que nos é apresentada no artigo 980.º do Código Civil. A primeira (1), que seria considerar que tais ações não são verdadeiras ações sem voto, foi já por nós oportunamente afastada. Resta-nos (2) abdicar da definição do artigo 980.º, dizendo que, no tipo societário sociedade anónima, não se

¹⁹⁸ MAIA, PEDRO CANASTRA DE AZEVEDO, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, op. cit. p. 119.

¹⁹⁹ O autor mobiliza ainda um outro argumento ao qual, salvo o devido respeito, que é muito, não podemos aderir. Diz o autor que, atento o facto de, nas sociedades anónimas, a informação não ser facultada a todos os sócios em termos iguais, posto depender da detenção de uma determinada percentagem do capital social, com mais fortes razões se haveria de excluir que, por si, o reconhecimento de tal direito à informação chegasse para qualificar o ente como sociedade e, acrescentamos nós, o sujeito como sócio. Por ora, diremos apenas que o que não podemos é utilizar tal argumento como parece, ainda que fiquemos com dúvidas em virtude de excertos aparentemente contraditórios, fazer o autor, para abonar que o elemento mínimo essencial para que se possa considerar haver exercício em comum da atividade seja o direito de voto. De facto, é sabido que o artigo 384.º, n.º 2, a) do CSC permite que se exija um número mínimo de ações para que se atribua um voto, podendo chegar-se a exigir a posse de ações representativas de 2% do capital social.

²⁰⁰ MAIA, PEDRO CANASTRA DE AZEVEDO, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, op. cit., pp. 115 e 116.

exige o exercício em comum de uma atividade económica, pois que tal exercício em comum apenas poderia ser levado a cabo, e ainda assim mediatamente, através do voto, que não existe nestas ações; (3) conceder que as ações preferenciais sem direito de voto não são verdadeiras participações sociais, o que já foi por nós rejeitado; ou (4) entender que o exercício em comum da atividade não pressupõe o direito de voto.

Vejamos.

Com efeito, na nossa maneira de apreender o que seja a sociedade comercial, acompanhamos a afirmação *supra* reproduzida, da autoria de António Caeiro, quando nos dizia que, nas sociedades em nome coletivo, a obrigatoriedade da existência de direito de voto estaria associada ao regime de responsabilidade dos sócios em tais sociedades. *A contrario*, acrescentamos nós, não ocorre tal justificação nos casos em que não haja responsabilidade ilimitada dos sócios. Pronunciando-nos agora especificamente sobre as sociedades anónimas, convém lembrar ser este o tipo societário em que, entendêssemos nós ser o exercício em comum da atividade operável através do voto, mais limitado estaria o exercício em comum de tal atividade, visto que, contrariamente ao que acontece entre nós nas sociedades por quotas²⁰¹, nas sociedades anónimas os sócios não podem, em princípio, deliberar sobre matérias de gestão²⁰².

Excluindo o direito de voto que, como visto, se admite poder ser retirado em troca de privilégios patrimoniais, importa ver com que direitos

²⁰¹ Vide o artigo 246.º

²⁰² Vide o artigo 373.º, n.º 2. Entendemos porém, nesta sede, dever o n.º 3 deste artigo ser lido em conjugação com o n.º 2, de onde resultaria, em nossa opinião, poder o contrato de sociedade submeter alguns pontuais aspetos de gestão à deliberação dos sócios, desde que justificados pela sua particular relevância no contexto da vida societária. Para maiores desenvolvimentos sobre esta tema, numa exposição em que, no essencial, nos revemos, vide ABREU, J. M. COUTINHO DE, «Comentário ao artigo 373.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. VI, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 20 ss.

ficamos que nos permitam fundamentar a existência do exercício em comum de uma atividade. Uma boa maneira de abordar a questão será, com efeito, analisar que direitos políticos têm os acionistas sem direito de voto, pois que estamos aqui a falar do grau *mais baixo* de direitos políticos.

Tendo sempre presente o artigo 341.º, n.º 5, a que já nos referimos *supra*, identificamos, como conteúdo mínimo, em termos políticos, da participação social²⁰³:

O direito a estar presente em assembleia geral, por si ou por intermédio de representante comum – artigo 343.º²⁰⁴;

O direito a requerer a declaração de nulidade das deliberações – artigo 56.º;

O direito a reagir judicialmente contra deliberações anuláveis – artigo 59.º;

O direito a intentar ação de responsabilidade contra os administradores, desde que verificados os requisitos previstos no artigo 77.º;

O direito de intentar ações de responsabilidade contra o órgão de fiscalização – artigo 81.º;

O direito a votar em assembleia especial da categoria de ações, no que respeite a deliberações que coartem ou limitem os seus direitos especiais – artigo 389.º;

O direito mínimo à informação, desde que reunida a percentagem mínima, por si ou em conjunto com outros acionistas – artigo 288.º;

O direito a requerer inquérito judicial – artigo 292.º;

²⁰³ Para um elenco de tais direitos atribuídos mesmo aos sócios sem voto, de que, aliás, partimos para elaborar o que acima expomos, *vide*, MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», *op. cit.*, pp. 670 ss.

²⁰⁴ Elda Marques elenca, a este propósito, o direito de requerer a convocação da assembleia geral e de solicitar a inclusão de assuntos na ordem do dia. Tal posição a este propósito, e quando os estatutos usarem da faculdade prevista no artigo 343.º, não merece a nossa concordância.

O direito a requerer a nomeação judicial de administrador – artigo 394.º;

O direito/dever a desencadear a nomeação oficiosa do ROC – artigo 416.º;

O direito a requerer a nomeação judicial de membros do órgão de fiscalização – artigo 417.º

Quaisquer outros previstos na lei atribuídos, em geral, aos acionistas.

Não é, portanto, de um qualquer direito de informação ou de supervisão que tratamos aqui. Com efeito, os sócios, mesmo os sem voto, ao aderirem a uma sociedade, e ao aceitarem, portanto, os seus estatutos, aderem a um modelo de exercício de atividade que, pegando nos fundos com que cada sócio entra para a sociedade, os emprega na realização de um objeto, definido pelos estatutos, utilizando para tanto um quadro institucional e orgânico, tendo em vista a realização de um fim, a saber, o escopo lucrativo. O exercício de tal atividade, e a maneira como a mesma se exerce, teve, portanto, fundamento na vontade inicial²⁰⁵ dos sócios. Mas mais. A ausência do contributo dos sócios sem voto para a formação da vontade resultou, também, de forma imediata, da vontade dos mesmos, manifestada através da subscrição de tais ações. A génese na vontade comum dos sócios continua, assim, a existir.

Além disso, têm estes sócios os mecanismos legais para, em caso de desvio face ao programa estatutário, impor o seu cumprimento. Fica, assim, apenas por saber se a ausência de uma manifestação reiterada, através de um exercício periódico do direito de voto, nomeadamente para a eleição da administração, porá em causa que a atividade económica possa ser vista como *sendo exercida* em comum.

²⁰⁵ Seja este «inicial» o momento de início da sociedade ou o momento posterior de subscrição de novas ações, por novos sócios.

Tendemos para uma posição negativa. Com efeito, o quadro de direitos reconhecido aos sócios, mesmo sem voto, não pode ser tratado como se de um simples direito à informação se tratasse. Tais sócios têm o poder de impor o cumprimento do programa estatutário a que se aceitaram submeter. Ademais, modificações estatutárias que ponham em causa os privilégios em troca dos quais os sócios abdicaram do voto implicam o consentimento dos mesmos, além de o não cumprimento de tal privilégio implicar a atribuição do direito de voto.

A este propósito, diga-se ainda que uma atitude rígida face à exigência do direito de voto como requisito essencial para se considerar estarmos perante uma sociedade levaria a perguntar, no caso de uma sociedade anónima em que um sócio detenha 49 001€ de capital social, e os restantes quatro sócios 999€, estabelecendo-se um limite mínimo de 1 000€ de capital para a atribuição de um voto, onde estaria o exercício em comum da atividade.

Não obstante, Pedro Maia, citámos atrás, dá-nos conta de que a opinião dominante na doutrina vai no sentido de se exigir, para que de uma sociedade (anónima) possamos falar, que se verifiquem os requisitos do artigo 980.º do Código Civil²⁰⁶. Cita, para tanto, e reportando-nos

²⁰⁶ A este propósito, CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito das Sociedades*, Vol. I, 3.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2011, p. 288, refere que «O Código das Sociedades Comerciais não dá uma definição de sociedade comercial. [...] A noção geral será a civil, tal como emerge do artigo 980.º, do Código Civil. Nessas condições, pôr-se-ia a hipótese de decantar os elementos próprios da sociedade comercial a partir dos da civil, com os acrescentos necessários. Trata-se de uma saída a verificar ponto por ponto. Como vimos, as sociedades comerciais não foram retiradas das civis, através de um processo de especialização: elas antes tiveram uma origem histórica própria, com uma evolução bem firme, ditada pela realidade de base que vieram enfrentar». No mesmo local, mas na p. 359, e pronunciando-se sobre os elementos das sociedades civis puras, diz o autor «Segue-se o "... exercício em comum de certa atividade económica, que não seja de mera fruição ...". A expressão "exercício em comum" deve ser entendida como exercício por conta de todos. Pode falar-se em "fim comum", desde que, a "fim", se dê um alcance particularmente lato. Na verdade, pode o "exercício" não ser levado a cabo por

apenas aos autores que escreveram após o Código das Sociedades Comerciais, quatro autores. Salvo o devido respeito, que é muito, não subcrevemos tal opinião²⁰⁷. Assim, mesmo que não se sufrague a nossa tese, e se entenda que os direitos políticos reconhecidos aos sócios sem voto não chegam para que se possa considerar haver um verdadeiro exercício em comum da atividade, resulta claro que a sociedade anónima, sendo o paradigma histórico da sociedade de responsabilidade limitada da economia capitalista, não pode deixar de ser considerada como sociedade. Assim, e no limite, restará apenas considerar que as notas essenciais do artigo 980.º não são elementos indefetíveis da sociedade (comercial) anónima. Aliás, veja-se o que acontece nas sociedades que não resultam de contrato, como sucede nas sociedades por quotas unipessoais, em que não há nenhum comum para exercer a atividade. Restaria, portanto, deixar a definição do artigo 980.º para as sociedades civis.

Isto dito, se damos como certo que as ações preferenciais sem direito de voto podem desafiar uma configuração maximalista do requisito tradicionalmente exigido do exercício em comum de uma atividade económica, nem por isso entendemos haver motivo para defender a sua inadmissibilidade *de jure condendo*. Os interesses que tal figura pode servir são, vimos já, relevantes e numerosos. Já a regra imperativa de um voto por ação, em caso algum se admitindo o voto plural ou a ausência, pura e simples, do direito de voto...

todos os sócios, sem deixar de ser “em comum”».

²⁰⁷ Além da definição já reproduzida, da autoria de Coutinho de Abreu, que não apresenta o elemento de exercício em comum de uma atividade económica, também Paulo Olavo Cunha nos diz que «A sociedade comercial deve, hoje, ser entendida como um ente jurídico que, tendo um substrato essencialmente patrimonial (e sendo composto por uma ou mais pessoas jurídicas), exerce com carácter de estabilidade uma atividade económica lucrativa que se traduz na prática de atos de comércio (*maxime* contratos comerciais)». CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, *op. cit.*, pp. 10 e 11.

Importa, nesta sede, porque entendemos ser relevante para o trabalho que agora apresentamos, dar por alguns momentos a palavra a Pedro Maia, na fundamentação que procura fazer sobre o princípio do voto de capital.

Concluindo, desde logo, que não pode tal fundamento estar no risco, pelo menos sendo este entendido como a probabilidade de ganhar e perder²⁰⁸, o autor apresenta-nos a tese de que o voto de capital poderia obter explicação quando analisado em conjugação com a teoria da aversão ao risco²⁰⁹.

²⁰⁸ MAIA, PEDRO CANASTRA DE AZEVEDO, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, op. cit., p. 418: «A probabilidade de ganhar e de perder é, por conseguinte, exactamente a mesma para todos os sócios e, nesse sentido, todos os sócios assumem o mesmo risco pela empresa societária, pelo que, segundo esse critério, o voto não seria de capital, mas sim igualitário (per capita). Por outro lado, uma vez que a lei permite que, por negócios distintos do contrato de sociedade, o sócio venha a transferir para outrem o risco inerente à participação social – sem que essa transferência de risco se reflecta no direito de voto ou sem que, pelo menos, se reflecta *directa e necessariamente* sobre o direito de voto –, a lei admite a dissociação – a ampla e radical dissociação – entre o voto e o risco inerente à participação social. Ora, sendo assim, deixa de poder fundar-se o voto de capital – e a sua tendencial imperatividade – na relação com o risco inerente à participação social».

²⁰⁹ MAIA, PEDRO CANASTRA DE AZEVEDO, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, op. cit., p. 484 – «O voto de capital serviria, por conseguinte, o objectivo de, mediante o domínio de uma sociedade, um sócio poder extrair elevados benefícios especiais; e se, a este facto, juntarmos aquele que antes apreciámos de o tráfico ter defraudado os tectos de voto que o legislador quis impor para obstar ao domínio da sociedade por um só accionista, então podemos concluir, com razoável certeza, que o intuito de obter benefícios especiais esteve na origem da consagração do voto de capital e da sua conjugação com o princípio maioritário. Isto é, esteve na origem de um regime que permitiu, pela primeira vez na história da sociedade anónima, que um único accionista determinasse o sentido das deliberações sociais, elege-se a administração, etc.

O princípio maioritário, conjugado com o voto de capital, permitiu atribuir a determinados accionistas o necessário *incentivo* para que investissem mais na sociedade, em vez de seguirem a estratégia de dispersarem por muitas sociedades o seu in-

Note-se, assim, que nesta linha de raciocínio a existência de ações preferenciais sem direito de voto em nada prejudica, pelo contrário, beneficia, a obtenção do controlo pelos sócios ordinários, visto que a subscrição de menos ações, com um inerente investimento menos avultado, permite a obtenção de votos mais do que proporcionais face ao montante investido, ao mesmo tempo que compensa os sócios sem voto reduzindo o risco que suportam.

O que parece preocupar mais o legislador, porém, e centrando a nossa análise no nosso ordenamento jurídico, é, por um lado, que a posição de «controlo» dos sócios com voto não possa ser de tal ordem que, com 1% das ações, os sócios com voto dominem 100% dos direitos de voto, e é por isto que se fixa um limite máximo de 50% do capital social; bem como que não possa a privação de um direito como o de voto ser feita a troco de nada, exigindo o nosso ordenamento, de forma imperativa, a consagração de um dividendo prioritário, de prioridade no reembolso e, por último, da atribuição do direito de voto, ao fim de um determinado número de exercícios sem que seja pago o dividendo prioritário.

Vejamos.

Pedro Maia, numa citação feita *supra*, referia-nos que, por não serem as ações preferenciais sem direito de voto verdadeiramente ações sem voto, não estaríamos aqui perante algo que pudéssemos designar por uma troca do direito de voto por privilégios patrimoniais. Tal tese, temos de concordar, fará sentido para quem, como o autor, veja no direito de voto um direito absolutamente essencial dos sócios e que, portanto, não poderia em rigor conformar-se com a possibilidade de se alienar tal direito em troca de privilégios patrimoniais.

vestimento. Avessos ao risco – e, como vimos antes, tanto mais avessos ao risco quanto maior fosse a fracção de riqueza que investissem numa sociedade –, os sujeitos detentores de grandes fortunas investiriam relativamente pouco em sociedades».

Salvo o devido respeito, que é muito, não vemos como possa não ser tal o que se passa no regime destas ações.

O legislador, note-se, não faz depender a concessão de privilégios patrimoniais especiais da privação do direito de voto, e assim se explica o artigo 344.º-A do Código das Sociedades Comerciais, mas já faz depender a privação do voto da concessão de tais privilégios. O tal direito, para alguma doutrina elemento essencial e fundamental numa sociedade, transforma-se, então, num direito que, como tantos outros, é «transacionável», sendo que aqui essa transação consiste numa renúncia a troco de privilégios patrimoniais. Se isto é assim, note-se, e se o direito de voto perde então o seu estatuto de essencialidade, importa ver qual a razão para, sendo embora renunciável, não o poder ser a troco de nada, em primeiro lugar, ou de outros privilégios que não os que o legislador expressamente contemplou.

Não se prevendo a existência de um dividendo prioritário, ficariam os acionistas sem voto sujeitos à deliberação anual da assembleia geral que apreciasse a proposta de aplicação de resultados, na qual, note-se, estes acionistas não votariam. Caso os acionistas com voto deliberassem não distribuir dividendos, então os acionistas sem voto nada poderiam fazer. O que não é, porém, menos verdade, é que também os acionistas com voto não teriam direito a receber dividendos, posto que, a haver distribuição, teria a mesma de ocorrer²¹⁰ de forma igualitária. Bem sabemos, é certo, que se poderá dizer que sempre existem outras maneiras pelas quais os sócios controladores poderiam obter rendimentos provinidos da sociedade²¹¹. Todavia, parece-nos útil distinguir duas situações. A primeira, o caso de a sociedade não distribuir dividendos porque, numa lógica de gestão prudente, não o deveria fazer. Nestes casos, a imposição

²¹⁰ Essa é a regra.

²¹¹ Imagine-se, por exemplo, que tais acionistas são também administradores da sociedade, auferindo uma remuneração pelo exercício de tal cargo.

da obrigatoriedade de distribuir um dividendo prioritário, leva a que, por força da lei, se esteja a impedir a capitalização da sociedade. Num segundo grupo de casos, estaríamos já perante situações em que, ainda que existindo dividendos, os sócios com direito de voto, porque conseguiriam obter rendimentos da sociedade de outra forma, não tendo nenhum interesse na distribuição de resultados, votariam pela não distribuição. Ainda nestes casos, porém, o problema não ficaria sem solução se não se consagrasse um dividendo prioritário. É que, com efeito, é nossa opinião que não se provando existir um interesse sério e atendível na não distribuição, e sobretudo nos casos em que os sócios que votam contra tal distribuição auferem rendimentos da sociedade, o que podemos é estar perante deliberações abusivas, cujo *remédio* se há de buscar em sede de impugnação de deliberações sociais.

A questão, porém, é que se a impossibilidade de distribuírem dividendos sem o fazerem também aos sócios sem voto poderia não funcionar como incentivo suficiente para que houvesse uma distribuição regular de dividendos, a solução bem poderia passar por atribuir direito de voto aos acionistas caso não fosse distribuído qualquer dividendo, ou um dividendo de, no mínimo, um determinado valor, ao fim de um certo tempo²¹². É que, se bem pensamos, ou bem que o dinheiro, não saindo da sociedade para os sócios a título de dividendos, estava a sair para os sócios com voto por outras vias, e aí sempre haveria outras vias de reação, ou então estava, pura e simplesmente, a ser acumulado na sociedade. Assim sendo, caberia aos sócios, agora com direito de voto, pugnar, em assembleia geral, por uma distribuição de dividendos, sem que, para isso, tenhamos de consagrar a existência de um dividendo prioritário

²¹² Ou, em suma, qualquer outra solução de salvaguarda que os sócios acordassem, mas que não passasse obrigatoriamente por um dever de pagar um determinado montante de dividendo todos os anos, dando assim maior flexibilidade para promover a capitalização da sociedade.

obrigatório, a cumulação dos dividendos prioritários não pagos, e a coexistência de dividendo prioritário e direito de voto.

O problema do atual regime das ações preferenciais sem direito de voto é que, partindo do pressuposto de que os agentes do mercado não são capazes de se autodeterminarem fazendo, em concreto, as escolhas que entenderem por mais convenientes, estabelece um regime rígido para a permissão da não atribuição do direito de voto a uma ação. Ao fazê-lo, retira aos agentes do mercado a possibilidade de fazerem um investimento que, embora desprovido de direito de voto, ainda assim lhes traga algum outro tipo de benefício, que não os benefícios previstos na lei.

A constatação de que o regime consagrado seria, porventura, excessivamente rígido, levou o legislador, como tivemos oportunidade de referir *supra*, a consagrar, em 2015, uma nova configuração para estas ações. Analisemos, em seguida, tal alteração.

9. Um regime mais flexível – as novas ações preferenciais sem direito de voto consagradas em 2015

Fundamental se torna, nesta sede, fazer menção ao Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro. Com efeito, entendemos dever fazer tal referência em virtude de ter o instituto que vimos a analisar sofrido consideráveis alterações na sequência da citada alteração legislativa. Segundo Elda Marques²¹³, numa afirmação com a qual, não concordamos totalmente, as alterações introduzidas «intentam sobretudo obviar à rigidez e onerosidade do respetivo regime jurídico, ainda que apenas para um segmento específico de investidores [...] Aproveitou-se ainda marginalmente para aclarar alguns aspetos do regime das ações preferenciais sem voto em benefício de um maior grau de certeza jurídica no recurso ao instituto». Também o preâmbulo do referido decreto-lei nos fornece algumas indicações do que terá animado o legislador na elaboração deste diploma: «O Governo entende, por isso, ser necessário implementar um conjunto de medidas que promovam um contexto alinhado com as melhores práticas internacionais, mais favorável à aprovação de planos de recuperação de empresas, ao financiamento de longo prazo da atividade produtiva e à emissão de instrumentos híbridos de capitalização que facilitem a entrada de investidores que aportem capital e competências adicionais».

A grande alteração introduzida por este Decreto-Lei no regime de que curamos foi, assim, a introdução de um novo subtipo de ações

²¹³ MARQUES, ELDA, «As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro», *op. cit.*, pp. 222 e 223.

preferenciais sem direito de voto, com um regime mais flexível quando comparado com o que até então existia, mas que apenas pode ser posto em prática em ações exclusivamente subscritas por investidores qualificados e não admitidas à negociação em mercado regulamentado. Temos, portanto, e desde a publicação deste diploma, uma figura única, a das ações preferenciais sem direito de voto, mas que comporta duas modalidades distintas.

O novo modelo de ações preferenciais sem direito de voto pode sintetizar-se, ao que cremos, nas seguintes linhas de força:

1 – O novo regime apenas se aplica a ações preferenciais sem direito de voto «que sejam subscritas exclusivamente por investidores qualificados, na aceção do Código dos Valores Mobiliários, e que não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado». Assim, e apenas nestes casos:

2 – O contrato de sociedade pode prever que as ações só conferem direito ao dividendo prioritário, não participando do remanescente a atribuir a todas as ações. Prevê-se, assim, a possibilidade de o dividendo prioritário ser, ao mesmo tempo, um dividendo máximo.

3 – Pode afastar-se o regime definido no artigo 342.º, n.º 2 relativo à cumulatividade do dividendo prioritário. Além de afastar o regime, pode-se também regulá-lo de forma diversa.

5 – Pode prever-se uma conversão das ações sem voto em ordinárias, mediante a verificação de determinadas condições, desde que estejam relacionadas com a deterioração financeira da sociedade, deterioração essa que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário.

6 – Pode prever-se um número de exercícios diferente de 2, mas não superior a 5, para ocorrer a atribuição do direito de voto.

O que dizer deste regime? Resolverá a crítica de rigidez que vínhamos dirigindo à figura?

Não cremos.

Em primeiro lugar, é um regime que apenas se aplica a ações subscritas por investidores qualificados, deixando de parte as que não o sejam²¹⁴.

Em seguida, não afasta a imperatividade de nenhum dos privilégios que têm de estar associados a estas ações, abdicando, mais uma vez, de valorizar a autonomia privada.

A única exceção que poderia existir seria, porventura, a de poder ser o dividendo prioritário também um dividendo máximo só que, cremos, o que o legislador conseguiu, nesta sede, foi o contrário da flexibilização do regime, remetendo para as considerações que acima já tecemos sobre o tema.

Ademais, mesmo do ponto de vista da coerência do preceito legislativo, não entendemos a solução prevista na alínea *b*) do n.º 4 do artigo 342.º, se não veja-se:

O artigo 342.º, n.º 2 diz-nos que «O dividendo prioritário que não for integralmente pago num determinado exercício social deve ser pago nos três exercícios seguintes, antes do dividendo relativo a estes, desde que haja lucros distribuíveis, sem prejuízo do disposto no n.º 4 e de o contrato de sociedade poder prever um número de exercícios superior».

Por sua vez, o artigo 342.º, n.º 4, alínea *a*) refere: «Afastar ou regular de forma diversa do previsto no n.º 2 o regime do dividendo prioritário que não seja pago num determinado exercício». Ora, decorre daqui que, em relação a esta nova categoria de ações, se pode, nos termos da alínea *a*), afastar a cumulatividade do dividendo prioritário não pago. Ora, afastando-se esta cumulatividade, então o dividendo não pago num ano

²¹⁴ O que levanta ainda a questão de saber como se garante que não sejam tais ações transmitidas, em momento subsequente, a acionistas que não sejam como tal qualificados. Sobre esta questão, e sustentando a validade de eventuais transmissões OTC, vide MARQUES, ELDA, «Ações preferenciais: as alterações introduzidas pelo DL n.º 26/2015, de 6-02», in *E Depois do Código das Sociedades em Comentário*, AA. VV., IDET, Almedina, Coimbra, 2016, pp. 152 e 153.

já não terá de ser pago nos anos seguintes, razão pela qual a alínea *b*) nos parece ser redundante²¹⁵.

A penúltima alínea também não foi, em nosso entender, suficientemente densificada, posto que a única coisa que refere é que se pode prever a conversão «nas circunstâncias especificadas», mas desde que essas circunstâncias sejam do tipo aí previsto. Ficamos, portanto, com uma dúvida, que é a de saber em que termos, que é algo diferente de em que circunstâncias, poderá operar tal conversão. Com efeito, e para dar um exemplo de relevante interesse prático, fica por dizer se tais condições têm de ser umas tais cuja verificação implique, automaticamente, a conversão, ou se, por exemplo, e com esta opção nos identificamos, além da verificação de tais condições se pode subordinar a conversão a uma deliberação da assembleia geral²¹⁶.

Quanto à última alínea, não temos muito a acrescentar, apenas que, ainda que se tenha introduzido alguma flexibilidade no regime, não se foi ao ponto de permitir às partes que abdicassem da obrigatoriedade da atribuição do direito de voto. A propósito deste problema, não queríamos deixar de levantar uma questão, ainda que talvez não para lhe dar uma resposta cabal.

²¹⁵ A não ser, é claro, que ao falar o legislador em considerar-se perdido o dividendo tal também impedisse o nascimento do direito de voto. Todavia, não cremos que tal tenha sido a intenção do legislador, sobretudo tendo em conta a alínea *d*) do mesmo preceito.

²¹⁶ Não em substituição da verificação das condições, mas em cumulação com esta.

10. Da recuperação do direito de voto – renunciabilidade

O Código, já tivemos oportunidade de o referir, diz-nos que se o dividendo prioritário não for integralmente pago durante um determinado número de exercícios sociais, as ações preferenciais «passam a conferir o direito de voto».

A dúvida que este regime nos causa, com efeito, é a de saber se será de entender que tal recuperação é automática, e independente da vontade do próprio sócio, ou se, pelo contrário, pode o mesmo opor-se a tal efeito²¹⁷. Na doutrina portuguesa que tivemos oportunidade de consultar, não apreendemos, em qualquer obra, discussão idêntica. O problema, porém, é que entendemos dever ser importante equacionar a existência de situações em que a recuperação de tal direito de voto possa jogar contra o próprio acionista. Vejamos um exemplo concreto:

Um sócio dispõe de 4 000 000 dos 10 000 000 de ações ordinárias da sociedade anónima aberta Y.

Dispõe ainda de 6 500 000 dos 10 000 000 de ações preferenciais sem voto da mesma sociedade.

²¹⁷ Achamos interessante uma hipótese aventada por VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas, op. cit.*, p. 445, para o caso de se entender, o que o autor não defende, que a recuperação do direito de voto implicaria a suspensão dos privilégios inerentes a estas ações: «Se esta opinião não fosse válida, então eu teria que interpretar a lei no sentido de a atribuição do direito de voto, nas referidas circunstâncias, não ser automática, antes resultando da falta de pagamento do direito prioritário apenas um direito para os accionistas de, por meio de assembleia especial, optarem pela manutenção dos privilégios ou pelo direito de voto».

Vejamos o que nos diz o artigo 187.º, n.ºs 1 e 2 do Código dos Valores Mobiliários:

«Artigo 187.º

Dever de lançamento de oferta pública de aquisição

1 – Aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, directamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das acções e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.

2 – Não é exigível o lançamento da oferta quando, ultrapassado o limite de um terço, a pessoa que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com esta em relação de grupo».

Imagine-se, portanto, que o acionista de que agora tratamos conseguiu, nos termos do número 2, fazer prova de que não tinha o domínio da sociedade visada (posto que tinha apenas 40% dos votos). Se a sociedade em causa estiver dois anos sem pagar o dividendo prioritário, fica o acionista automaticamente com 10 500 000 dos 20 000 000 de votos²¹⁸, o que representa 52,5% dos direitos de voto, implicando o dever de lançar uma OPA. Cremos não se justificar despendermos um só segundo a explicar a seriedade das consequências daqui potencialmente decorrentes. O que tal permite, com efeito, é que o *remédio* que a lei impõe para tutela dos sócios sem voto possa, nestes casos, funcionar contra eles, e de forma significativamente grave.

Bem sabemos, é certo, que o artigo 190.º do Código dos Valores Mobiliários permite ao sócio obter a suspensão de tal dever, por 120 dias, devendo, em tal prazo, garantir que os seus direitos de voto se situem abaixo dos limites do artigo 187.º O que não se vislumbra é porque não

218

Admitindo que não existem nesta sociedade tetos de voto.

há de poder o acionista renunciar a um *remédio* que a lei lhe confere, para sua proteção, mas que acaba por funcionar contra si. É que tal *remédio* é, como já tivemos oportunidade de referir, visto como algo patológico, anormal, e tendencialmente temporário.

Não se ignora, porém, que no novo regime aplicável às ações subscritas exclusivamente por investidores qualificados o número de anos sem pagamento de dividendos pode ir até cinco, o que poderá ajudar a mitigar o problema que agora expomos. Todavia, podia e devia, em nossa opinião, ter-se ido mais longe, deixando à autonomia privada das partes a possibilidade de acordarem outros expedientes e mecanismos de proteção face ao não pagamento do dividendo, que não o da atribuição automática e obrigatória do direito de voto^{219, 220}.

²¹⁹ Sendo esta recuperação automática, restará, numa tentativa de mitigar o problema, um eventual recurso ao artigo 384.º, 2, b).

²²⁰ Para uma interpretação, neste âmbito, que não podemos acompanhar, *vide* FERREIRA, MANUEL REQUICHA, «Comentário às intervenções “Ações Preferenciais: Reforma Anunciada” e “Concorrência de Deveres de Comunicação Relativa à Aquisição de Ações”», *op. cit.*, p. 193.

11. Da limitação ou supressão dos direitos especiais

Um outro tema que surge com bastante relevância aquando da análise das ações preferenciais sem direito de voto é, com efeito, o da limitação ou supressão dos direitos especiais inerentes a esta categoria de ações.

Importa, desde já, e a título de nota introdutória para este capítulo, começar por referir os comandos legais atinentes a esta matéria.

Com efeito, diz-nos o artigo 24.º, n.º 5 do CSC que:

«Os direitos especiais não podem ser suprimidos ou coarctados sem o consentimento do respectivo titular, salvo regra legal ou estipulação contratual expressa em contrário».

Se da análise deste excerto podia ficar a ideia de que o consentimento para a referida supressão ou coartação tinha de ser dado individualmente por cada sócio, logo o número seguinte do mesmo artigo nos diz que:

«Nas sociedades anónimas, o consentimento referido no número anterior é dado por deliberação tomada em assembleia especial dos acionistas titulares de ações da respectiva categoria».

Ora, resulta assim claro que, nas sociedades anónimas, o consentimento para a limitação ou supressão de direitos especiais não depende do consentimento *do* sócio, mas sim da maioria dos sócios titulares de uma determinada categoria de ações.

Partindo de uma análise de direito comparado no que respeita ao regime legal da limitação dos direitos especiais, Menezes Cordeiro²²¹

chama-nos a atenção para a necessidade, segundo defende o professor, de ulteriores distinções. Com efeito, logo mobiliza, como exemplo:

«Assim, se por hipótese a sociedade, através dos seus órgãos competentes, delibera entrar num esquema de investimento a médio ou longo prazo que irá diminuir os lucros distribuíveis, os “direitos” dos accionistas preferenciais sem voto ressentir-se-ão. Mas não está em causa a necessidade duma prévia autorização. Tanto basta para mostrar a premência de ulteriores distinções».

Ainda que seja nossa intenção deixar para o fim do capítulo que agora iniciamos a nossa análise crítica de tal posição, sempre se diga, desde já, que o exemplo fornecido não nos parece, salvo o devido respeito, que é muito, ser o mais elucidativo. De facto, torna-se claro não ser de exigir, para o caso ora em apreço, o consentimento dos sócios. Tal é assim, desde logo, porque é objetivo do próprio instituto das ações preferenciais sem direito de voto o afastamento dos sócios da influência da vida societária. O que sucede, porém, é que consideramos que a formulação do exemplo assenta numa proposição que não acompanhamos, a saber, que porque se irá diminuir os lucros distribuíveis, os direitos dos accionistas preferenciais sem voto ressentir-se-ão²²².

Em primeiro lugar, importa dizer que os direitos dos sócios, em geral, são irrelevantes para a discussão que ora travamos. De facto, do que tratamos agora é dos direitos especiais dos sócios. A lesão dos direitos gerais dos sócios não releva nesta sede, mas sim numa sede mais genérica, com *remédios* próprios. O que importa saber é se, no caso em apreço, estamos perante a limitação de um direito especial dos sócios sem voto.

A resposta parece-nos ser claramente de sentido negativo.

²²² Além disso, a deliberação que nos dá como exemplo não se apresenta, *ab initio*, como o mais elucidativo dos exemplos, pois que se trata de uma deliberação em matéria de gestão.

Os sócios, tenham ou não direito de voto, não dispõem de um direito a exigir da sociedade (*maxime* do órgão de administração) que as contas anuais evidenciem, no final de cada ano, um resultado distribuível²²³.

E tal é assim porque, como vimos, os únicos direitos especiais de que dispõem os titulares de ações preferenciais sem direito de voto são, com efeito, uma prioridade no dividendo²²⁴ e no reembolso.

A ausência de dividendo não contende com nenhum destes direitos.

Menezes Cordeiro continua, no seu artigo, dizendo-nos o seguinte²²⁵:

«Visando clarificar o problema, a doutrina alemã introduziu uma distinção da maior importância, no tocante à supressão dos direitos especiais dos accionistas preferenciais sem voto: a que distingue – numa versão portuguesa que agora propomos – entre a compressão directa e a indirecta».²²⁶

²²³ Falando, em geral, sobre privilégios na repartição de lucros, diz VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, *op. cit.*, pp. 417 e 418, que «Recordemos que se trata de direito a tratamento preferencial quanto ao dividendo que exista e não de direito absoluto a receber uma importância igual a uma percentagem do valor nominal da acção, como sucede com juros de obrigações».

²²⁴ Se e na medida em que este exista.

²²⁵ CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, «Ações preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 1052.

²²⁶ Note-se, porém, que logo após o parágrafo transcrito, Menezes Cordeiro afirma algo a que, como decorre do expandido *supra*, aderimos totalmente. Com efeito, diz-nos que «Devemos ter presente, como ponto prévio, que o problema só se põe perante os *direitos especiais* dos sócios prioritários. No tocante aos direitos gerais, o regime é igual para todos. Os accionistas preferenciais são protegidos por via das regras tendentes à tutela das minorias ou em face dos parâmetros que mandam ter em conta a materialidade das situações ou a supressão das deliberações abusivas: trata-se duma problemática geral, sempre presente e a que não iremos, agora, aludir».

Segundo a posição defendida pelo autor, teremos uma compressão direta «sempre que a deliberação em jogo vise, pela sua estrutura e pela sua finalidade, a supressão ou a limitação dos direitos especiais que lhe assistam».

Ainda segundo o autor, a compressão será simplesmente indireta «quando ela tenha qualquer outro objectivo admissível, de ordem geral, sobreindo a compressão dos direitos do accionista preferencial sem voto apenas como consequência legal ou necessária da via tomada».

Conclui o autor dizendo que: «A distinção é necessária, sob pena de bloquear todo o sistema. É evidente que qualquer deliberação de fundo sempre irá agir sobre os direitos dos preferenciais: por ténues que sejam, os seus efeitos sempre se repercutirão sobre os lucros e o capital. Ora, justamente: a lógica das acções preferenciais sem voto reside na opção por manter certa categoria de acções totalmente à margem da gestão societária.

Tudo visto: apenas a compressão imediata exige o consentimento dos accionistas preferenciais sem direito de voto».

Não podemos aderir a esta distinção. De facto, e não querendo emitir opinião no que se reporta a tal distinção, tal como existe no Direito Alemão, o que nos parece é que a sua transposição para o direito português não se mostra adequada, se não vejamos.

Os direitos especiais dos acionistas preferenciais sem direito de voto consistem, repita-se, numa prioridade no dividendo até um valor determinado ou determinável²²⁷ e numa prioridade, em sede de liquidação, no reembolso das acções.

Ora, em nosso entender, qualquer deliberação, seja ela especialmente dirigida a esse fim ou mera causa necessária ou accidental, que tenha como efeito a limitação ou supressão dos direitos especiais desta categoria de acções terá de ser consentida pelos sócios sem direito de voto.

²²⁷

Que terá, em todo o caso, de ser igual ou superior ao mínimo legal.

A chave para, como bem alerta o autor, evitar situações de bloqueio da sociedade estará, em nosso ver, em definir e limitar com precisão e clareza quais os direitos especiais dos titulares destas ações, e não o carácter direto ou indireto da limitação.

É assim que, como já tivemos oportunidade de aflorar quando, acima, nos referimos a este tema, uma deliberação de redução do capital social para cobertura de perdas em que, como facilmente se verá, o que estará na mente dos acionistas não será a limitação dos direitos especiais dos sócios sem direito de voto, mas sim um saneamento financeiro da sociedade, sempre terá de ser consentida pelos sócios sem direito de voto, em assembleia especial. Com efeito, por ser inerente a esta operação societária, e permanecendo os estatutos inalterados quanto aos privilégios conferidos, uma limitação quer do reembolso prioritário, quer do dividendo prioritário, sempre teria esta de ser consentida.

Também a deliberação de emissão de novas ações preferenciais sem direito de voto carece do consentimento dos sócios sem direito de voto já existentes, caso a possibilidade de novas emissões não estivesse já contemplada nos estatutos à data da emissão das já existentes. E continuamos a entender assim, frise-se, mesmo no caso de ser atribuído direito de preferência aos acionistas preferenciais já existentes²²⁸. Ora, notamos que, na distinção proposta por Menezes Cordeiro, não conseguimos deixar de classificar uma deliberação de aumento de capital por novas entradas em dinheiro através da emissão de novas ações preferenciais sem direito de voto como uma deliberação que «tenha qualquer outro objetivo admissível, de ordem geral, sobrevindo a compressão dos direitos do accionista preferencial sem voto apenas como consequência legal ou necessária da via tomada». Em nossa opinião, como se torna irrelevante saber se a limitação é direta ou indireta²²⁹, o facto de um acionista pre-

²²⁸ Remetendo para o que *supra* dissemos sobre o tema.

²²⁹ Posto que a lei não distingue e, a nosso ver, bem andou em não o fazer.

ferencial ver limitada a sua prioridade, posto existirem mais sócios a acorrer ao *bolo* do qual ele comungaria em primeiro lugar, é suficiente para que defendamos a necessidade de consentimento²³⁰. Com efeito, não se poderá ignorar que a limitação da prioridade no acesso ao dividendo tanto se poderá fazer reduzindo o valor máximo do dividendo a partir do qual o acionista preferencial deixa de ter preferência perante ou outros acionistas como, pura e simplesmente, aumentando os sujeitos a concorrer a tal preferência. De facto, onde todos têm preferência, ninguém terá preferência.

Notamos, aliás, que o autor reconhece este argumento em caso de conversão de ações ordinárias em ações preferenciais sem direito de voto. Com efeito, diz-nos o número 1 do artigo 344.º que «As ações ordinárias podem ser convertidas em ações preferenciais sem direito de voto, mediante deliberação da assembleia geral, observando-se o disposto no artigo 24.º, no n.º 1 do artigo 341.º e no artigo 389.º, devendo tal deliberação ser publicada». Ora, sobre esta remissão para os artigos 24.º e 389.º, diz Menezes Cordeiro²³¹: «De seguida, devemos pensar que a conversão de acções ordinárias em preferenciais sem voto vai comprimir os lucros a distribuir prioritariamente. Atinge, de modo directo, o direito especial dos accionistas prioritários pré-existentes, pelo que estes devem dar o seu acordo prévio à operação».

²³⁰ Excecionamos, porém, e como referido, o caso de as futuras emissões se encontrarem já previstas à data das anteriores.

²³¹ CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, «Acções preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 1049.

12. Da extinção das ações preferenciais sem direito de voto – em especial, a via da conversão

Tendo já curado, ao longo da nossa exposição, da emissão e de alguns aspetos, por impossibilidade de abordar todos, da vida das ações preferenciais sem direito de voto, importaria agora abordar as formas de extinção destas ações. Isto dito, porém, e por serem muitas dessas formas comuns aos vários tipos de ações, curaremos apenas da possibilidade de extinção das ações preferenciais sem direito de voto através da sua conversão em outro tipo de ações, *maxime*, em ações ordinárias.

12.1. A solução legal

O Código das Sociedades Comerciais trata, no artigo 344.º, a que já fizemos referência, da conversão de ações. Nele nos é dito, em suma, que a deliberação de conversão se faz mediante deliberação da assembleia geral, operando-se a conversão, em concreto, «a requerimento dos accionistas interessados, no período fixado pela deliberação, não inferior a 90 dias a contar da publicação desta, respeitando-se na sua execução o princípio da igualdade de tratamento».

Ora, parece assim claro que a lei, numa situação algo estranha naquilo que constitui o padrão nas sociedades anónimas, trata de exigir, para a conversão de ações ordinárias em ações sem direito de voto, não só a maioria alargada necessária para a alteração estatutária, como também a manifestação de vontade individual de cada sócio.

12.2. A lacuna

O que a lei não trata, porém, é da possibilidade de conversão de ações preferenciais sem direito de voto em ações ordinárias. Resta, nesta sede, procurar saber se estaremos aqui perante uma lacuna ou se foi mesmo intenção do legislador impedir a conversão de ações preferenciais sem direito de voto em ordinárias.

Pendemos, com grande convicção, para a primeira hipótese. Por não vislumbrarmos, nesta sede, qualquer causa para impedir, por força de lei, a conversão inversa à prevista no artigo 344.º, não vemos como possa ser dada a esta falta de previsão legal o sentido proibitivo de tal operação. Mas mais. Com a reforma de 2015, e ainda que sujeita ao campo de aplicação limitado que já tivemos oportunidade de referir, as novas ações detidas exclusivamente por investidores qualificados podem, nos termos do artigo 342.º, n.º 4, c), ser convertidas em ações ordinárias mediante a verificação das circunstâncias especificadas nas condições da emissão, desde que relacionadas com a deterioração da situação financeira da sociedade, deterioração essa que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário. É assim que, neste caso, a lei admite até uma conversão automática. Ora, se deste preceito decorre que uma conversão automática nos termos aí previstos apenas pode ser estabelecida para ações subscritas por investidores qualificados, já nos parece que uma conversão casuística, deliberada pelos sócios, sempre poderá ocorrer, em quaisquer circunstâncias²³².

²³² Entendemos, com efeito, haver ponderáveis argumentos neste sentido. As «circunstâncias [...] relacionadas com a deterioração da situação financeira da sociedade que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário» serão, com elevada probabilidade, fixadas com recurso a rácios financeiros e desenvolvidas fórmulas matemáticas de cálculo, o que pode eventualmente aconselhar a que esta possibilidade permaneça restrita aos tais investidores qualificados.

12.3. O regime aplicável à conversão

Dado como assente, como damos, que não se levantam ponderosas razões que nos levem a defender a impossibilidade de conversão de ações preferenciais sem direito de voto em ações ordinárias, cumpre, nesta sede, arranjar solução para o vazio legal inerente a tal operação.

Defendemos, em primeiro lugar, a possibilidade de aplicação, por analogia, do regime previsto para a conversão de ações ordinárias em ações preferenciais sem direito de voto. Assim, e ao abrigo deste regime, a conversão de ações preferenciais sem direito de voto seria decidida pela assembleia geral, sem necessidade de aprovação em assembleia especial, dependendo a conversão da iniciativa voluntária e espontânea de cada titular de ações preferenciais sem direito de voto²³³.

A questão que se coloca, em nosso entender, é se devemos, ou não, ir mais longe.

Com efeito, entendemos ser de ponderar a possibilidade de conversão que se processe através de uma aprovação por maioria qualificada em assembleia geral, seguida de uma aprovação também ela por maioria qualificada em assembleia especial, impondo-se, assim, a vontade da maioria à dos restantes sócios. É este ponto que queremos desenvolver.

12.4. A supressão de privilégios imposta pela maioria e a atribuição do direito de voto imposta pela lei

A grande questão com que aqui nos deparamos, parece-nos, será a de saber se uma conversão como a que agora propomos poderá ser vista

²³³ Assim também MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 344.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012, p. 707.

como uma mera limitação ou supressão de direitos especiais, caso em que resolveremos o nosso problema com uma aprovação em assembleia especial, ou se já estaremos, neste caso, perante uma qualquer alteração mais profunda e para a qual, mais do que uma aprovação maioritária, já necessitaríamos da aprovação individual de cada um dos sócios.

A opção por uma conversão assente num princípio maioritário não é estranha ao nosso direito societário. Com efeito, o artigo 346.º, n.º 6 refere que «O reembolso é definitivo, mas as acções de fruição podem ser convertidas em acções de capital, mediante deliberações da assembleia geral e da assembleia especial dos respectivos titulares, tomadas pela maioria exigida para alteração do contrato de sociedade»²³⁴. Analisemos este regime de conversão.

As acções de fruição são, com efeito, acções que foram amortizadas, transformando-se os direitos patrimoniais destas acções nos seguintes:

a) Essas acções só compartilham dos lucros de exercício, juntamente com as outras, depois de a estas ter sido atribuído um dividendo, cujo máximo é fixado no contrato de sociedade ou, na falta dessa estipulação, é igual à taxa de juro legal; as acções só parcialmente reembolsadas têm direito proporcional àquele dividendo;

b) Tais acções só compartilham do produto da liquidação da sociedade, juntamente com as outras, depois de a estas ter sido reembolsado o valor nominal; as acções só parcialmente reembolsadas têm direito proporcional a essa primeira partilha».

Ora, o que esta conversão imposta pela maioria fará é, em suma, com que as acções voltem a comungar dos dividendos em igualdade de circunstâncias com os acionistas ordinários, bem como a beneficiar da mesma prioridade no reembolso. Sucede, porém, que bom estará de ver

²³⁴ Repare-se, a este propósito, que mesmo a criação de acções de fruição, através da chamada «amortização sem redução do capital social», mais não é, materialmente, que uma conversão de acções em acções de uma categoria diversa.

que, para tanto, terão de voltar a *transferir* para a sociedade o valor que receberam, a título de reembolso do valor nominal.

É assim que o mesmo artigo nos diz que «A conversão prevista no número anterior é efectuada por meio de retenção dos lucros que, num ou mais exercícios, caberiam às acções de fruição, salvo se as referidas assembleias autorizarem que ela se efectue por meio de entradas oferecidas pelos accionistas interessados» e que «A conversão considera-se efectuada no momento em que os dividendos retidos atinjam o montante dos reembolsos efectuados ou, no caso de entradas pelos accionistas, no fim do exercício em que estas tenham sido realizadas».

A nossa lei permite, portanto, que por deliberação maioritária²³⁵ se altere a categoria das acções detidas pelos sócios, implicando esta alteração a retenção do valor de dividendos necessário até se atingir o valor reembolsado.

Como tomar, assim, posição no assunto de que agora curamos?

Em primeiro lugar, não temos dúvidas de que a lei expressamente permite que, por deliberação meramente maioritária²³⁶, se coartem direitos especiais.

Sucedo, porém, que a nossa lei não permite que se retire o direito de voto se não se der, em troca, os dois direitos especiais que referimos. Poderíamos, assim, entender que uma deliberação que se limitasse a suprimir o dividendo e o reembolso prioritários seria nula por violação de preceito legal imperativo. Não cremos.

Com efeito, e desde logo, existem bons argumentos *de jure condendo* para se defender a possibilidade de uma conversão em acções ordinárias

²³⁵ Por maioria qualificada.

²³⁶ Dizemos meramente maioritária por oposição à necessidade de uma decisão unânime, sabendo embora que a maioria aqui exigida é qualificada.

mediante deliberações em assembleia geral e em assembleia especial²³⁷,
238.

É que, com efeito, a situação com que nos deparamos é substancialmente diferente da oposta. De facto, atribuir o direito de voto como consequência imperativa da retirada de direitos especiais não é a mesma coisa que a retirada do direito de voto, ainda que em troca de privilégios patrimoniais.

Todo o regime imperativo das ações preferenciais sem direito de voto assenta na ideia de que o direito de voto é um direito particularmente importante, que não pode ser retirado sem que sejam concedidos privilégios patrimoniais, e sem que o sócio concorde em ficar privado desse direito. Ao não se exigir uma adesão individual de cada sócio, poderíamos ter aqui uma forma particularmente fácil de tornar silenciosa uma minoria de acionistas, retirando-lhes aquele que é, sem dúvida, o direito não patrimonial mais importante.

Do que também não há dúvidas, porém, é que a lei sujeita ao princípio maioritário a limitação ou supressão de direitos especiais.

Entendemos, assim, e retomando o raciocínio que iniciámos há pouco, que uma deliberação tomada em assembleia geral e em assembleia especial que importe a eliminação dos direitos especiais inerentes

²³⁷ Em sentido idêntico, CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, «Ações preferenciais sem voto», *op. cit.*, pp. 311 ss., ainda que o autor acrescente a necessidade de se obter, também, aprovação em assembleia especial de acionistas *ordinários*, em clara violação, em nossa opinião, do artigo 389.º, n.º 3. Assim também, ainda que algo dubitativo, Vieira Peres, em PERES, J. J. VIEIRA, «Ações preferenciais sem voto», *op. cit.*, p. 397, nota 203. Como refere o autor «Se se admite que os direitos especiais de uma categoria de ações possam ser limitados ou coarctados pela assembleia geral, obtida igual aprovação da assembleia especial prevista nos artigos 24.º, n.º 6 e 389.º, também se há-de permitir que, nos mesmos termos, seja feita a conversão apontada».

²³⁸ Parecendo não aceitar tal conversão, ainda que com recurso a argumento que, para nós, não é correto, VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, *op. cit.*, p. 450.

a estas ações não é nula, mas antes tem, como consequência automática, operando *ope legis*, a recuperação do direito de voto.

Com efeito, não estaremos aqui verdadeiramente perante uma conversão, como acontece na alteração inversa, mas sim perante uma consequência necessária e imediata que a lei atribui a uma deliberação que expressamente admite – a da eliminação dos direitos especiais.

Isto dito, porém, entendemos que tem nesta sede plena aplicação o raciocínio expendido por Elda Marques²³⁹, ainda que referindo-se a uma hipótese de conversão operada por força de previsão estatutária, que também admitimos, segundo o qual tal conversão terá apenas eficácia *ex nunc* em relação ao dividendo prioritário que eventualmente esteja em atraso.

239

MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 344.º», *op. cit.*, p. 710.

13. Referência sucinta ao instituto noutros ordenamentos

13.1. Introdução

Terminada que está a nossa análise sobre os aspetos que mereciam tratamento mais urgente, dentro do tema a que nos dedicámos, não gostaríamos de concluir sem elaborar algumas considerações sobre alguns lugares paralelos, em outras jurisdições, da figura que tratámos.

Tomámos a liberdade de seleccionar três outras jurisdições. Dessas três, remetemos para anexo a transcrição do direito positivo, tecendo em texto *infra* os nossos principais comentários.

13.2. Espanha

O regime da figura homóloga às ações preferenciais sem direito de voto vem contido na *Ley de Sociedades de Capital*²⁴⁰.

Após análise do regime legal, impõe-se que tenhamos algumas considerações sobre aquilo que nos parecem ser os aspetos mais interessantes do regime espanhol.

Em primeiro lugar, começaríamos por realçar que se admite a emissão não só de ações, como também de participações sociais sem voto, estas últimas em *sociedades de responsabilidad limitada*. Interessante

²⁴⁰ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, disponível, a 20.01.2018, em <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

seria chamar aqui novamente o texto que citámos *supra*, da autoria de António Caeiro. Não conseguimos, na economia da nossa exposição, hipotetizar, *de jure condendo*, a existência de quotas sem direito de voto. Não o fizemos porque, note-se, o regime português no que respeita às sociedades anónimas se apresenta de uma rigidez tão grande que numa primeira linha de prioridades imperioso se tornava analisar criticamente tal regime. Antes de avançarmos para quotas sem voto, solução que não nos repugna, prioritário seria flexibilizar o regime das ações sem voto.

Um segundo aspeto pelo qual nutrimos simpatia é o facto de, no direito espanhol, se remeter para os estatutos, por inteiro, a fixação do dividendo mínimo, que pode ser fixo ou variável. Em todo o caso, diríamos, e ainda que com limitações²⁴¹, que sempre nos parece que, apesar de se remeter a fixação do dividendo para os estatutos, não poderá daí resultar um dividendo de valor 0. Com efeito, a exigência de um dividendo mínimo imporá, a nosso ver, a existência de algum dividendo.

Além do exposto, o dividendo «preferente» parece-nos, salvo melhor interpretação, e ao contrário do que se verifica entre nós, ser, além de prioritário, adicional. Com efeito, é assim que interpretamos o trecho «*Una vez acordado el dividendo mínimo, sus titulares tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las participaciones sociales o a las acciones ordinarias*».

Além de um dividendo adicional, o direito espanhol prevê ainda, em termos mais *reativos* do que o nosso, a recuperação do direito de voto. Com efeito, enquanto, como tivemos oportunidade de ver, o nosso direito concede uma espécie de período de tolerância, o número 3 do artigo 99.º da LSC é claro ao afirmar que «*Mientras no se satisfaga el dividendo mínimo, las participaciones y acciones sin voto tendrán este derecho*». E

²⁴¹ O mundo em que nos movemos é, com efeito, o do Direito Português. Não nos sentimos, assim, confortáveis para tecer comentário final e definitivo sobre nenhum dos direitos estrangeiros abordados.

esta recuperação, porém, não prejudica que o dividendo deva ser pago nos cinco exercícios seguintes.

Um outro aspeto, que mereceu significativa ponderação da nossa parte, quando dele tomámos conhecimento, foi o chamado «*Privilegio en caso de reducción de capital por pérdidas*». Chegámos, inclusive, numa versão inicial deste nosso trabalho, a sustentar que do reembolso prioritário em caso de liquidação deveria resultar, implícito, um direito especial, a ser reconhecido aos acionistas sem direito de voto, de postergação nas perdas. Com efeito, avançávamos até, como exemplo para demonstrar a importância de tal, uma situação em que, havendo perdas registadas no balanço, os sócios preferenciais seriam os únicos a ser reembolsados em sede de liquidação, situação que poderia ser facilmente contornada em caso de prévia redução do capital para cobertura de perdas.

Sucedem, todavia, que, como defendemos, só existem, para nós, três cenários possíveis, a saber:

1. A redução do capital social não abrange as ações sem voto, porque se opera através da extinção ou reagrupamento de ações, ou então o valor nominal é reduzido em maior medida para, com a diferença, se emitirem novas ações sem voto, a atribuir aos sócios sem voto já existentes, colocando cada um deles com o mesmo valor nominal total. Ora, neste caso, irrelevante se torna discutir a eventual existência de um direito de postergação nas perdas.
2. A redução de capital (por exemplo para metade) é acompanhada de uma reconfiguração estatutária do dividendo prioritário, para o dobro, bem como de uma previsão segundo a qual, em caso de liquidação, aqueles sócios recebem, em primeiro lugar, o dobro do seu valor nominal.
3. Não se verificando nenhum dos cenários anteriores, então estaremos perante uma limitação de um direito especial, caso em que a redução do capital social só poderá afetar os sócios sem voto após a competente aprovação em sede de assembleia especial.

Abandonámos, assim, por não levar a diferente resultado prático, a ideia de pugnar pelo reconhecimento de direito especial idêntico entre nós.

Retomando o direito espanhol, tal privilégio consiste em não poderem estas ações ser afetadas em caso de redução do capital para cobertura de perdas. Tais ações poderão, porém, ser afetadas quando a redução supere o valor nominal das restantes. Se tal suceder, as ações sem voto terão tal direito até que se restabeleça a proporção exigida na lei²⁴². Se, em virtude de uma redução que não exceda o valor nominal de todas as participações com voto, se passar a exceder, porém, o rácio admissível para estas ações, estabelece-se um prazo máximo de dois anos para o restabelecimento de tal rácio, sob pena de dissolução²⁴³.

O direito espanhol reconhece, também, um direito ao reembolso prioritário, sobre o qual, porém, não teceremos considerações.

Por último, realçar que as modificações dos estatutos que, direta ou indiretamente, prejudiquem os direitos destas ações terão de merecer «*el acuerdo de la mayoría*».

Referimos *supra* que, em 2015, se consagrou entre nós um regime tendencialmente mais flexível dirigido especialmente a ações exclusivamente subscritas por investidores qualificados. O direito espanhol contempla, em geral, um regime específico aplicável às sociedades anónimas cotadas, como definidas no artigo 495.º da LSC.

Se o artigo 498.º não nos parece trazer nenhuma novidade face ao já previsto no artigo 99.º, n.º 2, já do número 2 do artigo 499.º importaria dar nota.

²⁴² Agora no nosso direito, em tal caso, tendemos a defender que se por força da não aprovação da limitação do direito especial a sociedade ficar apenas com sócios sem voto, estas ações deverão converter-se, automaticamente, em ações com voto.

²⁴³ Aprovaríamos a consagração, entre nós, de tal solução, com exceção da consequência da dissolução.

Com efeito, a regra geral prevista na LSC, no que respeita ao direito de preferência, vem positivada no artigo 304.º Nos termos de tal artigo, atribui-se um direito de preferência na emissão de novas participações sociais/ações na proporção da percentagem já detida no capital social. Não se faz, nessa sede, qualquer limitação ou restrição em função das categorias de ações.

Ora, o que o tal artigo 499.º, n.º 2 nos diz é que, no que respeita a sociedades cotadas, os estatutos podem regular de modo diferente o direito de preferência na subscrição de novas ações, o regime da recuperação do direito de voto e ainda o carácter (não) cumulativo do dividendo²⁴⁴.

Interessante opinião que apreendemos em uma das nossas leituras²⁴⁵ foi a de que a presença dos acionistas sem voto seria essencial para a realização de assembleias universais. Diz o distinto autor que «*De otro modo, se ignoraría el reconocimiento de función que cumplen otros derechos complementarios atribuidos al accionista sin voto, como sucede con el derecho de asistencia e información (v. art. 92.1)*»²⁴⁶.

²⁴⁴ A este propósito, *vide* ROJO, ÁNGEL / MENÉNDEZ MENÉNDEZ, AURELIO / APARICIO GONZÁLEZ, MARÍA LUISA, *Lecciones de Derecho Mercantil*, 15.ª Ed., Vol. 1, Cizur Menor, Aranzadi, Navarra, 2017, p. 442.

²⁴⁵ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, AURÉLIO, «Las acciones sin voto. (Comentario a los artículos 90 a 92 del texto refundido de la Ley de Sociedad Anónimas de 22 de diciembre de 1989)», in *Estudios Jurídicos y Universitarios*, Tomo I, Cizur Menor, Aranzadi, Navarra, 2015, p. 693, ainda que escrevendo ao abrigo de direito pretérito. Note-se que, nos termos desta disposição legal já revogada, as ações sem voto conferiam direito a um dividendo mínimo de 5% do *capital desembolsado*.

²⁴⁶ O nosso artigo 341.º, n.º 6 parece inculcar solução contrária. Defendemos, porém, solução idêntica à do direito espanhol, *inclusive*, e no que respeita ao representante comum, quando estes acionistas não tenham o direito de estar presentes na assembleia.

13.3. Itália

Em Itália, o regime das ações sem voto apresenta-se dividido entre dois documentos legislativos, a saber, o *Codice Civile*²⁴⁷, aplicável, em geral, às «*Società per azioni*», e o *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* que, no que respeita às «*azioni di risparmio*» apenas se aplica a sociedades com ações ordinárias admitidas à negociação em mercado regulamentado^{248, 249}.

A evolução do direito italiano tem sido particularmente interessante, neste aspeto²⁵⁰. Veja-se, a este propósito, que a lei que introduziu as *azioni di risparmio*²⁵¹ previa a existência de um dividendo prioritário mínimo de 5% do valor nominal das ações, majorado em 2% em relação ao das ações ordinárias. Estava também prevista a existência de um reembolso prioritário e um privilégio de postergação nas perdas²⁵².

Questão muito interessante, no direito positivo atual, é a da conjugação entre o regime previsto no *Codice Civile* e no T.U.F.²⁵³ É que, com

²⁴⁷ REGIO DECRETO 16 marzo 1942, n. 262.

²⁴⁸ DECRETO LEGISLATIVO 24 febbraio 1998, n. 58. O texto dos diplomas pode ser consultado através do *website* <http://www.normattiva.it/ricerca/semplice>

²⁴⁹ Para um interessante resumo da evolução histórica das ações sem voto, *vide* AURREKOETXEA, JOSU J. SAGASTI, «El régimen jurídico de las acciones sin voto en el derecho italiano», *op. cit.*, pp. 353 a 461.

²⁵⁰ Não podemos deixar de notar, neste ponto, que enquanto a tentativa de flexibilização do legislador português, em 2015, expressamente exclui do regime flexível as ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, não é essa a linha de força que vimos no regime espanhol e que vemos, de um ponto de vista de evolução histórica, no direito italiano.

²⁵¹ A *legge* 216/1974.

²⁵² Assim, BIGELLI, MARCO, *Le azioni di risparmio/Un'analisi economia e gli effetti sulla governance dell'impresa*, Il Mulino, Bologna, 2003, pp. 11 ss.

²⁵³ Remetemos para a análise efetuada, com indicação das várias posições e abun-

efeito, se a redação do *Codice Civile* resultante da reforma societária de 2003²⁵⁴ admite, sem mais, a existência de ações privadas de direito de voto, desde que não ultrapassem a proporção de metade do capital social, já o T.U.F. estabelece como requisito para a emissão das *azioni di risparmio* a existência de privilégios patrimoniais que, porém, são deixados à completa autonomia privada, através dos estatutos da sociedade.

Conseguimos apreender a existência de duas linhas de força propostas pela doutrina²⁵⁵.

A primeira entende, em suma, que a parte do segundo parágrafo do artigo 2351.º do *Codice Civile*, que diz «*Salvo quanto previsto dalle leggi speciali*» pretenderia afastar as *societades por ações* cotadas²⁵⁶ da possibilidade de emitirem ações sem voto ao abrigo da disciplina mais flexível do *Codice Civile*.

A segunda entende, pelo contrário, que não faria sentido reconhecer mais autonomia às *societades por ações* não cotadas, permitindo-lhes emitir ações sem voto e sem privilégio, do que às sociedades cotadas. Conclui, em suma, pela admissibilidade de as sociedades cotadas emitirem ações de ambos os tipos.

Um outro aspeto interessante, e de que gostaríamos de dar nota, é o de, por ser requisito essencial das *azioni di risparmio* o serem emitidas por sociedades cotadas, os estatutos deverem determinar os direitos de tais acionistas em caso de exclusão da negociação.

dantes referências bibliográficas, em MIGNONE, GIANNI, *Le Azioni di Risparmio nel Nuovo Diritto Societario*, op. cit., pp. 122 ss.

²⁵⁴ Bem se vê, por esta reforma de 2003, que excessivo é falar-se, quanto à nossa reforma (ainda que menos abrangente, é certo) de 2015, de um espírito de flexibilização.

²⁵⁵ Remete-se, também aqui, para as considerações e referências bibliográficas presentes em MIGNONE, GIANNI, *Le azioni di risparmio nel nuovo diritto societario*, op. cit., pp. 122 ss.

²⁵⁶ Cotadas em Itália ou em outro país da UE.

Consagra também a lei italiana um regime para o caso de, em virtude de redução do capital social, a proporção de ações desta categoria exceder a metade do capital social, o que, à semelhança do já por nós dito a propósito do regime espanhol, deveria ter incentivado o legislador português.

Segue-se depois um número de que, podendo parecer à primeira vista irrelevante, não queríamos deixar de dar nota. O número 6 do artigo 145.º do T.U.F. é, no panorama destas ações de direito italiano, o homólogo do nosso artigo 341.º, n.º 6. Sucede que, enquanto o nosso número 6 apenas fala em deliberações, o artigo ora em causa refere-se não só aos quóruns deliberativos, como às percentagens do capital social exigidas para o exercício de determinados direitos.

Impõe-se que digamos, nesta sede, considerar preferível a posição do legislador português. Com efeito, entendemos, neste ponto, que entre nós os acionistas preferenciais sem direito de voto gozam de todos os direitos políticos, com exceção do direito de voto e, eventualmente, do direito de estar presentes em assembleia geral. Assim sendo, entendemos que todas as percentagens mínimas exigidas por lei para o exercício de direitos fora da assembleia geral, e que não pressuponham a presença ou representação nas mesmas, devem ter como referência o capital social total.

De destacar é a referência feita pelo já referido número 6 do artigo 145.º do T.U.F. ao artigo 2393 bis do *Codice Civile*, que se refere à «*Azione sociale di responsabilità esercitata dai soci*» e que, se bem vemos, é idêntica à nossa ação prevista no artigo 77.º do CSC. Ora, porque fazemos decorrer do comando para não se computar na percentagem mínima de capital a percentagem detida por sócios sem voto a consequência de não se atribuir tal direito aos sócios sem voto²⁵⁷, bem andou o legislador português em não estabelecer comando idêntico. O que vem de ser dito leva a que,

257

Só assim faz sentido.

aliás, não possamos subscrever solução idêntica à prevista no *Codice Civile* para a impugnação de deliberações sociais, que parece excluir da possibilidade de exercer tal direito os titulares de ações sem voto²⁵⁸.

Por último, faríamos referência ao número 8 do artigo 145.º Nele se consagra uma ordem de exercício de direito de preferência. Com efeito, nos termos deste artigo, os sócios titulares de *azioni di risparmio* têm direito de preferência sobre as novas ações na medida da proporção que detenham no capital social. Todavia, o exercício deste direito, até alcançarem a referida proporção, será exercido com base numa ordem estabelecida na lei, que, porém, parece poder ser alterada pelos estatutos²⁵⁹.

De um ponto de vista de possível importação de soluções, não nos parece a melhor solução. Mantemos, neste ponto, ser a decisão mais acertada aquela que propusemos, em momento próprio, no presente trabalho.

13.4. Alemanha

O regime de direito positivo alemão das ações preferenciais sem direito de voto vem previsto nos parágrafos 139 a 141 da AktG²⁶⁰.

²⁵⁸ A este propósito, CAMPOBASSO, GIAN FRANCO, *Manuale di diritto commerciale*, 6.^a Ed., UTET, 2015, p. 201 refere que «*Inoltre, pur nel silenzio della disciplina specifica, deve oggi escludersi che gli azionisti di risparmio possa essere riconosciuto il diritto di intervento in assemblea ed il diritto di impugnare le delibere assembleari invalide, poiché con la riforma del 2003 l'esercizio di tali diritti è stato riservato agli azionisti con diritto di voto (artt. 2370, 1.º comma e 2377, 2.º comma, cod. civ.)*».

²⁵⁹ Assim, MIGNONE, GIANNI, *Le Azioni di Risparmio nel Nuovo Diritto Societario*, *op. cit.*, pp. 96 a 100.

²⁶⁰ *Aktiengesetz vom 6. September 1965*, disponível em <http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/AktG.pdf> Para uma versão em inglês, <http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/147034/german-stock-corporation-act-aktien-gesetz>

No número 1 do §139 começa por se prever que o privilégio patrimonial que tem de estar associado a estas ações pode consistir num dividendo prioritário ou adicional. Também nesse artigo se estabelece a regra supletiva segundo a qual o dividendo prioritário será cumulativo.

Interessante é o regime previsto no §140, (2), que, consagrando a recuperação obrigatória do direito de voto em caso de não pagamento do dividendo, consagra um regime diferenciado consoante o dividendo seja ou não cumulativo.

Com efeito, caso o dividendo seja cumulativo, estabelece o regime alemão, à semelhança do que sucede no direito português, um período de tolerância antes da recuperação do voto. De referir é a maior clareza do regime alemão, ao resultar claro que o direito de voto é recuperado assim que, durante dois anos, não se pague a totalidade dos dividendos preferenciais, em sentido contrário à posição que defendemos, *de jure condendo*, para o direito português.

Já quando o dividendo não for cumulativo, o não pagamento num dado ano importa a atribuição do direito de voto.

De referir é ainda o facto de o voto se manter até ao pagamento dos dividendos, solução que, como referido, entendemos ser preferível à do nosso direito.

No que respeita à consagração, entre nós, de um direito de execução específica, veja-se a solução diversa prevista no § 140 (3).

Três notas adicionais:

A primeira para referir a maioria particularmente reforçada de 3/4 nas deliberações das assembleias especiais, que nos parece excessiva.

Em segundo lugar, a previsão especialmente dirigida à emissão de novas ações com preferência igual ou superior às ações já existentes. Não concordamos, nesta sede, e em relação ao direito português, com uma eventual exigência de se observar o direito de preferência. Com efeito, a ressalva prévia em cláusula estatutária, sem mais, será para nós suficiente. Isto, claro está, se tal ressalva não fizer menção expressa à atribuição do direito de preferência.

Por último, da formulação literal do ponto (4) do §141 retiramos que se os privilégios forem suprimidos por assembleia especial²⁶¹, as ações passam, *ope legis*, assumimos, a conferir direito de voto. É, no fundo, uma solução idêntica à que atrás referimos para a hipótese de conversão de ações preferenciais sem direito de voto em ordinárias sem a necessidade de consentimento individual dos acionistas.

Terminaríamos, nesta sede, e porque com ele nos cruzámos nas nossas pesquisas, com um excerto dos estatutos da sociedade VOLKSWAGEN, AG (cfr. Anexo II), onde, nos termos do parágrafo 4, existem 206 205 445 ações preferenciais sem direito de voto.

A título de apontamento, permitimo-nos remeter para a cláusula (2) de tal parágrafo, que contém uma cláusula de ressalva concretizadora do parágrafo 141, (2), da AktG. Quanto à ordem de pagamento dos dividendos, numa ordem idêntica à que defendemos para o direito português, mas em que o dividendo das ações sem voto é, ou pode ser, parcialmente adicional, *vide* o parágrafo 27.

²⁶¹

Após, presumimos, a deliberação da assembleia geral.

14. Epílogo

Findo que está o trabalho a que nos propusemos, e que o exíguo espaço que para o efeito nos é dado permitiu, impõe-se, agora, que concluamos.

Começaríamos este final por reafirmar algo com que abrimos a presente dissertação.

Acreditamos na utilidade e função económico-social desta figura. Com efeito, tendo procurado chamar a atenção para a urgência na capitalização, com capitais próprios, das sociedades portuguesas, a figura das participações sociais desprovidas de voto parece-nos apresentar significativas potencialidades. Desde logo, e para indicar apenas uma, permite, a um tempo, captar capitais sem alterar as estruturas internas de poder.

O nosso regime atual, creio que o deixámos claro, é excessivamente rígido para permitir uma utilização mais expressiva da figura. A exigência de um dividendo e reembolso prioritários, a atribuição obrigatória do direito de voto e a cumulatividade, em regra obrigatória, do dividendo, a par de um regime pouco claro, são, a nosso ver, os aspetos mais críticos.

Se cabe à doutrina mitigar, com soluções ponderadas e realistas, algumas das dúvidas suscitadas pelo regime legal, já as opções fundamentais de regime cabem, entre nós, ao legislador.

Procurámos, assim, dentro da esfera de autonomia que cabe à Academia, dar um contributo positivo na análise dos problemas que entendemos mais prementes, tentando, sempre que possível, propor soluções.

O trabalho que agora se encerra não é, contudo, e nem poderia ser, uma análise completa e acabada do tema.

Com efeito, dos vários aspetos do regime das ações preferenciais sem direito de voto, vários seriam os que poderiam ser objeto de uma dissertação autónoma.

Todavia, entendemos não ser arriscado concluir que a falta de liberdade e de margem dada pelo legislador ao funcionamento da autonomia privada será aspeto transversal a todas as debilidades que, a nosso ver, a figura apresenta.

A perpetuação no tempo da exigência de concessão de privilégios patrimoniais, determinados à partida e à chegada pelo legislador, além de impedir a figura de se desenvolver e atingir a maturidade, contraria as tendências de desenvolvimento que se vislumbram em outras jurisdições europeias.

De facto, não resistimos a realçar que grande parte dos problemas com que nos deparámos poderiam ser facilmente resolvidos se o legislador permitisse, como faz em geral com as outras categorias de ações, uma maior margem de modelação estatutária.

Porque não remeter para os estatutos a fixação dos (eventuais) privilégios patrimoniais?

Porque não remeter para os estatutos os remédios em caso de não cumprimento desses privilégios?

Porque não aceitar que o limite máximo de 50% do capital, sendo facilmente defraudável, melhor seria que fosse revogado?

Também o exercício do direito de preferência se apresenta como uma situação complexa, e para cuja resolução ideal seria que se permitisse uma exclusão do direito de preferência de primeiro grau (dos acionistas sem direito de voto) em relação à emissão de ações ordinárias.

E tudo o que vem de ser dito, note-se, a inserir-se num quadro mais amplo de desafios postos ao Direito das Sociedades, que se vê ser árbitro num conflito sempre permanente entre tutela de minorias e respeito pela autonomia privada.

Sucedo, porém, que no domínio das ações preferenciais sem direito de voto é tempo de optar, decididamente, por flexibilizar a figura, sem

que com isso se esteja, assim o vemos, a deixar para trás a proteção de quaisquer interesses relevantes.

E quando se atingir, como esperamos que aconteça, a maturidade no funcionamento destas ações, o que só uma prática mais generalizada poderá trazer, pensemos depois, então, em admitir a existência de quotas sem voto.

Assim concluimos.

Lisboa, 27 de março de 2018.

Bibliografia

- ABREU, J. M. COUTINHO DE, «Comentário ao artigo 373.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. VI, Almedina, Coimbra, 2013.
- ABREU, J. M. COUTINHO DE, «Comentário ao Artigo 384.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. VI, Almedina, Coimbra, 2013.
- ABREU, J. M. COUTINHO DE, «Comentário ao artigo 386.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. VI, Almedina, Coimbra, 2013.
- ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial*, 5.ª Ed., Vol. II, Almedina, Coimbra, 2015.
- ALBUQUERQUE, PEDRO DE, *Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas*, Almedina, Coimbra, 2004.
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Instrumentos Financeiros*, 3.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2017.
- AURREKOETXEA, JOSU J. SAGASTI, «El régimen jurídico de las acciones sin voto en el Derecho italiano», in *Revista del poder judicial*, 3. Época n.52 (Cuarto Trimestre), Madrid, C.G.P.J., 1998.
- BANCO DE PORTUGAL, *Análise Setorial das Sociedades não Financeiras em Portugal 2012-2016*, dezembro 2017.
- BAPTISTA, DANIELA FARTO, «Ações preferenciais sem voto (em particular, as detidas por investidores qualificados)», in *IV Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2016.
- BIGELLI, MARCO, *Le azioni di risparmio/Un'analisi economia e gli effetti sulla governance dell'impresa*, Il Mulino, Bologna, 2003.
- BORGES, ANTÓNIO/RODRIGUES, AZEVEDO/ RODRIGUES, ROGÉRIO, *Elementos de Contabilidade Geral*, 26.ª Ed., Áreas Editora, Lisboa 2014.
- CAEIRO, ANTÓNIO AGOSTINHO, «A exclusão estatutária do direito de voto nas sociedades por quotas», Separata do Vol. XVIII do Suplemento ao *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Coimbra Editora, Coimbra, 1966.
- CAEIRO, ANTÓNIO, «A parte geral do Código das Sociedades Comerciais», in Separata do número especial do *Boletim da Faculdade de Direito de Coimbra – Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Afonso Rodrigues Queiró*, 1988.

- CAEIRO, ANTÓNIO, *Temas de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 1984.
- CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2016.
- CÂMARA, PAULO / ANTUNES, ANA FILIPA MORAIS, *Ações sem Valor Nominal*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011.
- CAMPOBASSO, GIAN FRANCO, *Manuale di diritto commerciale*, 6.^a Ed., UTET, 2015.
- CARPIO, LEOPOLDO JOSE PORFIRIO, «Las acciones sin voto en Bélgica, Holanda, Portugal y Suiza», in *Revista de Derecho Mercantil*, N.ºs 199-200, Enero-Junio, Madrid, 1991.
- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, «Ações preferenciais sem voto», in *Problemas do Direito das Sociedades*, 2008, IDET, Almedina, Coimbra (reimpressão da edição de 2002).
- COELHO, EDUARDO DE MELO LUCAS, *Direito de Voto dos Accionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Rei dos Livros, Lisboa, 1987.
- COELHO, JOSÉ GABRIEL PINTO, «Estudo sobre as ações de sociedades anónimas», Separata da *Revista de Legislação e Jurisprudência*, anos 88.^o-89.^o, n.ºs 3056 a 3093, Coimbra Editora, Coimbra, 1957.
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, «Ações preferenciais sem voto», in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 60, Vol. III, Dezembro 2000.
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Direito das Sociedades*, Vol. I, 3.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2011.
- CORREIA, A. FERRER, *A Representação dos Menores Sujeitos ao Pátrio Poder na Assembleia Geral das Sociedades Comerciais*, Coimbra Editora, Coimbra, 1962.
- CUNHA, PAULO OLAVO, «Os novos direitos especiais: as ações especiais», in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012.
- CUNHA, PAULO OLAVO, «Aspectos críticos da aplicação do regime das ações sem valor nominal», in *Capital Social Livre e Ações sem Valor Nominal*, AA. VV., Org. Maria Miguel Carvalho / Paulo de Tarso Domingues, Almedina, Coimbra, 2011.
- CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 6.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2016.
- CUNHA, PAULO OLAVO, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993.
- FERREIRA, MANUEL REQUICHA, «Comentário às intervenções “Ações Preferenciais: Reforma Anunciada” e “Concorrência de Deveres de Comunicação Relativa à Aquisição de Ações”», in *E Depois do Código das Sociedades em Comentário*, IDET, Almedina, Coimbra, 2016.
- DOMINGUES, PAULO DE TARSO, «Comentário ao artigo 92.^o», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. II, 2.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2015.
- DOMINGUES, PAULO DE TARSO, «Comentário aos artigos 94.^o a 96.^o», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. II, 2.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2015.

- DOMINGUES, PAULO DE TARSO, «Traços essenciais do novo regime das acções sem valor nominal», in *Capital Social Livre e Acções sem Valor Nominal*, AA. VV., Org. Maria Miguel Carvalho / Paulo de Tarso Domingues, Almedina, Coimbra, 2011.
- DUARTE, RUI PINTO, «A redução de capital social “para libertação de excesso”», in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 6, Vol. 12, Almedina, Coimbra, 2014.
- FURTADO, J. PINTO, *Código Comercial Anotado*, Vol. II, Tomo I, Almedina, Coimbra, 1979.
- FURTADO, J. PINTO, *Código Comercial Anotado*, Vol. II, Tomo II, Almedina, Coimbra, 1979.
- GOMES, FÁTIMA, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 2011.
- LACERDA, MAURÍCIO ANDERE VON BRUCK, «Ações preferenciais sem voto uma abordagem da atual realidade portuguesa», in *Estudos em memória do Prof. J.L. Saldanha Sanches*, Org. Paulo Otero / Fernando Araújo / João Taborda da Gama, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2011.
- MAIA, PEDRO CANASTRA DE AZEVEDO, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, Vol. I, Coimbra, 2009 (não publicado).
- MARQUES, ELDA, «Ações preferenciais: as alterações introduzidas pelo DL n.º 26/2015, de 6-02», in *E Depois do Código das Sociedades em Comentário*, AA. VV., IDET, Almedina, Coimbra, 2016.
- MARQUES, ELDA, «As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro», in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 7, Vol. 13, Março, Almedina, Coimbra, 2015.
- MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 341.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012.
- MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 342.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012.
- MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 344.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012.
- MARQUES, ELDA, «Comentário ao artigo 345.º», in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA. VV., Org. Jorge M. Coutinho de Abreu, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2013.
- MENÉNDEZ, AURÉLIO MENÉNDEZ, «Las acciones sin voto. (Comentario a los artículos 90 a 92 del texto refundido de la Ley de Sociedad Anónimas de 22 de diciembre de 1989)», in *Estudios Jurídicos y Universitarios*, Tomo I, Cizur Menor, (Navarra): Aranzadi, 2015.
- MIGNONE, GIANNI, *Le Azioni di Risparmio nel Nuovo Diritto Societario*, 2013.
- MODIGLIANI, FRANCO / MILLER, MERTON H., «The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory Of Investment», in *The American Economic Review*, Nr.º 3, Vol. XLVIII, June 1958.
- NORTON ROSE FULBRIGHT, *German Stock Corporation Act (Aktiengesetz) English translation as at May 10, 2016*.
- OLAVO, CARLOS, «O dividendo prioritário nas acções preferenciais sem voto», in *O Direito*, ano 127, III-IV (Julho-Dezembro), Almedina, Coimbra, 1995.

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Manual de Corporate Finance*, 2.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2015.

OLIVEIRA, MADALENA PERESTRELO DE, «Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às *L-shares*», in *Revista de Direito das Sociedades*, N.º 2, Ano VII, Almedina, Coimbra, 2015.

PEÑAS, BENJAMÍN MOYANO «Las categorías de acciones en el derecho societario alemán: concepto, tipología y tutela de las mismas», in *Revista de Derecho de Sociedades*, N.º 30, Ano 2008-1, Cizur Menor (Navarra), Thomson Aranzadi, 2008.

PERES, J. J. VIEIRA, «Acções preferenciais sem voto», in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Ano XXX – 1988 (III da 2.^a Série), Almedina, Coimbra.

REBELO, JOÃO FERREIRA, «As acções preferenciais sem voto no ordenamento jurídico português», in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 3, Vol. 6, Outubro, Almedina, Coimbra, 2011.

ROJO, ÁNGEL / MENÉNDEZ MENÉNDEZ, AURELIO / APARICIO GONZÁLEZ, MARÍA LUISA, *Leciones de Derecho Mercantil*, 15.^a Ed. Vol. 1, Cizur Menor, Aranzadi, Navarra, 2017.

SANTOS, FILIPE CASSIANO DOS, *A Posição do Accionista Face aos Lucros de Balanço*, Coimbra Editora, Coimbra, 1996.

SHEARMAN & STERLING / INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES / EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007.

TAVARES, ASSIS, *As Sociedades Anónimas*, 1.º Vol., 2.^a Ed., Clássica Editora, Lisboa.

VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992.

ANEXO I – Direito comparado

ESPAÑA

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital²⁶²

Artículo 98. Creación o emisión

Las sociedades de responsabilidad limitada podrán crear participaciones sociales sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital y las sociedades anónimas podrán emitir acciones sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado.

Artículo 99. Dividendo preferente

1. Los titulares de participaciones sociales y las acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo, fijo o variable, que establezcan los estatutos sociales. Una vez acordado el dividendo mínimo, sus titulares tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las participaciones sociales o a las acciones ordinarias.
2. Existiendo beneficios distribuibles, la sociedad está obligada a acordar el reparto del dividendo mínimo a que se refiere el párrafo anterior.
3. De no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte de dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha

²⁶² Disponible, a 10.01.2018, em <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

dentro de los cinco ejercicios siguientes. Mientras no se satisfaga el dividendo mínimo, las participaciones y acciones sin voto tendrán este derecho en igualdad de condiciones que las ordinarias y conservando, en todo caso, sus ventajas económicas.

Artículo 100. Privilegio en caso de reducción de capital por pérdidas

1. Las participaciones sociales y las acciones sin voto no quedarán afectadas por la reducción del capital social por pérdidas, cualquiera que sea la forma en que se realice, sino cuando la reducción supere el valor nominal de las restantes. Si, como consecuencia de la reducción, el valor nominal de las participaciones sociales o de las acciones sin voto excediera de la mitad del capital social de la sociedad de responsabilidad limitada o del desembolsado en la anónima, deberá restablecerse esa proporción en el plazo máximo de dos años. En caso contrario, procederá la disolución de la sociedad.

2. Cuando en virtud de la reducción del capital se amorticen todas las participaciones sociales o todas las acciones ordinarias, las sin voto tendrán este derecho hasta que se restablezca la proporción prevista legalmente con las ordinarias.

Artículo 101. Privilegio en la cuota de liquidación

En el caso de liquidación de la sociedad, las participaciones sociales sin voto conferirán a su titular el derecho a obtener el reembolso de su valor antes de que se distribuya cantidad alguna a las restantes. En las sociedades anónimas el privilegio alcanzará al reembolso del valor desembolsado de las acciones sin voto.

Artículo 102. Otros derechos

1. Las participaciones sociales y las acciones sin voto atribuirán a sus titulares los demás derechos de las ordinarias, salvo lo dispuesto en los artículos anteriores.

2. Las acciones sin voto no podrán agruparse a los efectos de la designación de vocales del Consejo de administración por el sistema de

representación proporcional. El valor nominal de estas acciones no se tendrá en cuenta a efectos del ejercicio de ese derecho por los restantes accionistas.

3. Las participaciones sociales sin voto estarán sometidas a las normas estatutarias y supletorias legales sobre transmisión y derecho de asunción preferente.

Artículo 103. Modificaciones estatutarias lesivas

Toda modificación estatutaria que lesione directa o indirectamente los derechos de las participaciones sociales o de acciones sin voto exigirá el acuerdo de la mayoría de las participaciones sociales o de las acciones sin voto afectadas.

Artículo 304. Derecho de preferencia

1. En los aumentos de capital social con emisión de nuevas participaciones sociales o de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, con cargo a aportaciones dinerarias, cada socio tendrá derecho a asumir un número de participaciones sociales o de suscribir un número de acciones proporcional al valor nominal de las que posea.

2. No habrá lugar al derecho de preferencia cuando el aumento del capital se deba a la absorción de otra sociedad o de todo o parte del patrimonio escindido de otra sociedad o a la conversión de obligaciones en acciones.

Artículo 495. Concepto

1. Son sociedades cotizadas las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores.

2. En todas aquellas cuestiones no previstas en este Título, las sociedades cotizadas se regirán por las disposiciones aplicables a las sociedades anónimas, además de por las demás normas que les sean de aplicación, con las siguientes particularidades:

a) El porcentaje mínimo del cinco por ciento que determinadas disposiciones aplicables a las sociedades anónimas exigen para el ejercicio de

ciertos derechos de los accionistas reconocidos en esta Ley será del tres por ciento en las sociedades cotizadas.

b) La fracción del capital social necesaria para poder impugnar acuerdos sociales, conforme a los artículos 206.1 y 251, será del uno por mil del capital social.

c) Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 205.1 para los acuerdos que resultaren contrarios al orden público, la acción de impugnación de los acuerdos sociales caducará en el plazo de tres meses.

Artículo 498. Obligación de acordar el reparto del dividendo preferente

Cuando el privilegio conferido por acciones emitidas por sociedades cotizadas consista en el derecho a obtener un dividendo preferente la sociedad estará obligada a acordar el reparto del dividendo si existieran beneficios distribuibles, sin que los estatutos puedan disponer otra cosa.

Artículo 499. Régimen legal del dividendo preferente

1. El régimen legal del dividendo preferente de las acciones privilegiadas emitidas por sociedades cotizadas será el establecido para las acciones sin voto en la sección 2.^a del capítulo II del título IV.

2. En caso de acciones sin voto, se estará a lo que dispongan los estatutos sociales respecto del derecho de suscripción preferente de los titulares de estas acciones, así como respecto de la recuperación del derecho de voto en el caso de no satisfacción del dividendo mínimo y respecto del carácter no acumulativo del mismo.

ITÁLIA

REGIO DECRETO 16 marzo 1942, n. 262²⁶³

Art. 2348 Categorie di azioni

Le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti.

Si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie.

Tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti.

Art. 2351 Diritto di voto

Ogni azione attribuisce il diritto di voto.

Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale.

Lo statuto può altresì prevedere che, in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato a una misura massima o disporre scaglionamenti.

Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari

²⁶³ Disponível, a 10.01.2018, em <http://www.normattiva.it/atto/caricaDettaglioAtto?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1942-04-04&atto.codiceRedazionale=042U0262>

argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti. (224)

Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano.

AGGIORNAMENTO (224) Il D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 come modificato dal D.L. 24 giugno 2014, n. 91 convertito con modificazioni dalla L. 11 agosto 2014, n. 116 ha disposto (con l'art. 127-sexies, comma 1) che "In deroga all'articolo 2351, quarto comma, del codice civile, gli statuti non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo".

DECRETO LEGISLATIVO 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.²⁶⁴

Art. 145 – Emissioni delle azioni

1. Le società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea possono emettere azioni

²⁶⁴ Disponibile, a 10.01.2018, em http://www.normattiva.it/atto/caricaDettaglioAtto?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1998-03-26&atto.codiceRedazionale=098G0073&queryString=%3FmeseProvvedimento%3D02%26formType%3Dricerca_semplice%26numeroArticolo%3D%26numeroProvvedimento%3D%26testo%3DCodice%2BCivile%26annoProvvedimento%3D1998%26giornoProvvedimento%3D24¤tPage=1

prive del diritto di voto, dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale.

2. L'atto costitutivo determina il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio; stabilisce altresì i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio.

3. Le azioni devono contenere, in aggiunta alle indicazioni prescritte dall'articolo 2354 del codice civile, la denominazione di "azioni di risparmio" e l'indicazione dei privilegi che le assistono; le azioni possono essere al portatore, salvo il disposto dell'articolo 2354, secondo comma, del codice civile. Le azioni appartenenti agli amministratori, ai sindaci e ai direttori generali devono essere nominative.

4. COMMA ABROGATO DAL D.LGS. 17 GENNAIO 2003, N. 6 COME MODIFICATO DAL D.LGS. 6 FEBBRAIO 2004, N. 37.

5. Se, in conseguenza della riduzione del capitale per perdite, l'ammontare delle azioni di risparmio e delle azioni a voto limitato supera la metà del capitale sociale, il rapporto indicato nel comma 4 deve essere ristabilito entro due anni mediante emissione di azioni ordinarie da attribuire in opzione ai possessori di azioni ordinarie. Tuttavia, se la parte di capitale rappresentata da azioni ordinarie si è ridotta al di sotto del quarto del capitale sociale, deve essere riportata almeno al quarto entro sei mesi. La società si scioglie se il rapporto tra azioni ordinarie e azioni di risparmio e con voto limitato non è ristabilito entro i termini predetti.

6. Della parte di capitale sociale rappresentata da azioni di risparmio non si tiene conto ai fini della costituzione dell'assemblea e della validità delle deliberazioni, nè per il calcolo delle aliquote stabilite dagli articoli 2367, (2393, quinto e sesto comma), 2393-bis, 2408, secondo comma e 2409, primo comma, del codice civile.

7. Le azioni di risparmio possono essere emesse sia in sede di aumento del capitale sociale, osservando le disposizioni dell'articolo 2441 del codice civile, sia in sede di conversione di azioni già emesse, ordinarie o di altra categoria; il diritto di conversione è attribuito ai soci con deliberazione dell'assemblea ordinaria.

8. Salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, in caso di aumento di capitale a pagamento per il quale non sia stato escluso o limitato il diritto di opzione, i possessori di azioni di risparmio hanno diritto di opzione su azioni di risparmio della stessa categoria ovvero, in mancanza o per la differenza, nell'ordine, su azioni di risparmio di altra categoria, su azioni privilegiate ovvero su azioni ordinarie.

Art. 146 – Assembleia speciale

1. L'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio delibera:

- a) sulla nomina e sulla revoca del rappresentante comune e sull'azione di responsabilità nei suoi confronti;
- b) sull'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria, con il voto favorevole di tante azioni che rappresentino almeno il venti per cento delle azioni della categoria;
- c) sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo; il fondo è anticipato dalla società, che può rivalersi sugli utili spettanti agli azionisti di risparmio in eccedenza al minimo eventualmente garantito;
- d) sulla transazione delle controversie con la società, con il voto favorevole di tante azioni che rappresentino almeno il venti per cento delle azioni della categoria;
- e) sugli altri oggetti d'interesse comune.

2. L'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio è convocata dal rappresentante comune degli azionisti di risparmio, (ovvero dal consiglio di amministrazione o dal consiglio di gestione), entro sessanta giorni dall'emissione o dalla conversione delle azioni e quando lo ritengano necessario o ne sia fatta richiesta da tanti possessori di azioni di risparmio che rappresentino almeno l'uno per cento delle azioni di risparmio della categoria.

2-bis. In caso di omissione o di ingiustificato ritardo da parte del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione l'assemblea speciale è convocata dal collegio sindacale o dal consiglio di sorveglianza o, nel

caso di richiesta da parte degli azionisti ai sensi del comma precedente, dal comitato per il controllo sulla gestione.

3. In deroga all'articolo 2376, secondo comma, del codice civile (l'assemblea, salvo i casi previsti dal comma 1, lettere b) e d), delibera in prima e in seconda convocazione con voto favorevole di tante azioni che rappresentino rispettivamente almeno il venti e il dieci per cento delle azioni in circolazione; in terza o unica convocazione l'assemblea delibera a maggioranza dei presenti, qualunque sia la parte di capitale rappresentata dai soci intervenuti. Si applica l'articolo 2416 del codice civile.

Art. 147 – Rappresentante comune

1. Al rappresentante comune degli azionisti di risparmio si applica l'articolo 2417 del codice civile, intendendosi l'espressione obbligazionisti riferita ai possessori di azioni di risparmio.

2. ((COMMA ABROGATO DAL D.LGS. 6 FEBBRAIO 2004, N. 37))).

3. Il rappresentante comune ha gli obblighi e i poteri previsti dall'articolo 2418 del codice civile intendendosi l'espressione obbligazionisti riferita ai possessori di azioni di risparmio; egli inoltre ha diritto di esaminare i libri indicati nell'articolo 2421, numeri 1) e 3), del codice civile e di ottenerne estratti, di assistere all'assemblea della società e di impugnarne le deliberazioni. Le spese sono imputate al fondo previsto dall'articolo 146, comma 1, lettera c).

4. L'atto costitutivo può attribuire al rappresentante comune e all'assemblea ulteriori poteri a tutela degli interessi dei possessori di azioni di risparmio e deve prevedere le modalità per assicurare un'adeguata informazione al rappresentante comune sulle operazioni societarie che possano influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni della categoria.

Art. 147-bis – Assemblee di categoria

1. Gli articoli 146 e 147 si applicano alle assemblee speciali previste dall'articolo 2376, comma 1, del codice civile, qualora le azioni siano quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione europea.

ALEMANHA

Aktiengesetz vom 6. September 1965²⁶⁵

§ 11 Aktien besonderer Gattung

Die Aktien können verschiedene Rechte gewähren, namentlich bei der Verteilung des Gewinns und des Gesellschaftsvermögens. Aktien mit gleichen Rechten bilden eine Gattung.

§ 12 Stimmrecht. Keine Mehrstimmrechte

(1) Jede Aktie gewährt das Stimmrecht. Vorzugsaktien können nach den Vorschriften dieses Gesetzes als Aktien ohne Stimmrecht ausgegeben werden.

(2) Mehrstimmrechte sind unzulässig.

§ 139 Wesen

(1) Für Aktien, die mit einem Vorzug bei der Verteilung des Gewinns ausgestattet sind, kann das Stimmrecht ausgeschlossen werden (Vorzugsaktien ohne Stimmrecht). Der Vorzug kann insbesondere in einem auf die Aktie vorweg entfallenden Gewinnanteil (Vorabdividende) oder einem erhöhten Gewinnanteil (Mehrdividende) bestehen. Wenn die Satzung nichts anderes bestimmt, ist eine Vorabdividende nachzuzahlen.

(2) Vorzugsaktien ohne Stimmrecht dürfen nur bis zur Hälfte des Grundkapitals ausgegeben werden.

§ 140 Rechte der Vorzugsaktionäre

(1) Die Vorzugsaktien ohne Stimmrecht gewähren mit Ausnahme des Stimmrechts die jedem Aktionär aus der Aktie zustehenden Rechte.

(2) Ist der Vorzug nachzuzahlen und wird der Vorzugsbetrag in einem Jahr nicht oder nicht vollständig gezahlt und im nächsten Jahr nicht neben dem vollen Vorzug für dieses Jahr nachgezahlt, so haben die Aktionäre das Stimmrecht, bis die Rückstände gezahlt sind. Ist der Vorzug nicht nachzuzahlen und wird der Vorzugsbetrag in einem Jahr nicht oder nicht vollständig gezahlt, so haben die Vorzugsaktionäre das Stimmrecht, bis der Vorzug in einem Jahr vollständig gezahlt ist. Solange das Stimmrecht besteht, sind die Vorzugsaktien auch bei der Berechnung einer nach Gesetz oder Satzung erforderlichen Kapitalmehrheit zu berücksichtigen.

(3) Soweit die Satzung nichts anderes bestimmt, entsteht dadurch, dass der nachzuzahlende Vorzugsbetrag in einem Jahr nicht oder nicht vollständig gezahlt wird, noch kein durch spätere Beschlüsse über die Gewinnverteilung bedingter Anspruch auf den rückständigen Vorzugsbetrag.

§ 141 Aufhebung oder Beschränkung des Vorzugs

(1) Ein Beschluß, durch den der Vorzug aufgehoben oder beschränkt wird, bedarf zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Vorzugsaktionäre.

(2) Ein Beschluß über die Ausgabe von Vorzugsaktien, die bei der Verteilung des Gewinns oder des Gesellschaftsvermögens den Vorzugsaktien ohne Stimmrecht vorgehen oder gleichstehen, bedarf gleichfalls der Zustimmung der Vorzugsaktionäre. Der Zustimmung bedarf es nicht, wenn die Ausgabe bei Einräumung des Vorzugs oder, falls das Stimmrecht später ausgeschlossen wurde, bei der Ausschließung ausdrücklich vorbehalten worden war und das Bezugsrecht der Vorzugsaktionäre nicht ausgeschlossen wird.

(3) Über die Zustimmung haben die Vorzugsaktionäre in einer gesonderten Versammlung einen Sonderbeschluß zu fassen. Er bedarf einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel der abgegebenen Stimmen umfaßt. Die Satzung kann weder eine andere Mehrheit noch weitere Erfordernisse bestimmen. Wird in dem Beschluß über die Ausgabe von Vorzugsaktien,

die bei der Verteilung des Gewinns oder des Gesellschaftsvermögens den Vorzugsaktien ohne Stimmrecht vorgehen oder gleichstehen, das Bezugsrecht der Vorzugsaktionäre auf den Bezug solcher Aktien ganz oder zum Teil ausgeschlossen, so gilt für den Sonderbeschluß § 186 Abs. 3 bis 5 sinngemäß.

(4) Ist der Vorzug aufgehoben, so gewähren die Aktien das Stimmrecht.

Tradução das disposições da Aktiengesetz²⁶⁶

§ 11 Classes of Shares

Shares may confer different rights, in particular with regard to the distribution of profits and assets.

Shares conferring identical rights shall constitute one class.

§ 12 Voting Rights. No Multiple Voting Rights

(1) Each share shall confer voting rights. Preferred shares that confer no voting rights may be issued in accordance with the provisions of this Act.

(2) Multiple voting rights shall be prohibited.

§ 139 Nature

(1) Shares that carry the benefit of a preference right with respect to the distribution of profits may be issued without voting rights (non-voting preferred shares). The granted preference may, in particular, consist of a share in the profits allocated to the respective share in advance (advance dividend) or an increased share in the profits (additional dividend).

²⁶⁶ Tradução retirada, a 20.01.2018, de NORTON ROSE FULBRIGHT, *German Stock Corporation Act (Aktiengesetz) English translation as at May 10, 2016*, disponível em: <http://www.nortonrosefulbright.com/files/german-stock-corporation-act-147035.pdf>

Unless otherwise provided for in the articles, an advance dividend shall be paid subsequently.

(2) Non-voting preferred shares may be issued only up to an amount corresponding to half of the share capital.

§ 140 Rights of Preferred Shareholders

(1) Except for the right to vote, non-voting preferred shares shall convey the same rights as those enjoyed by the other shareholders.

(2) If the preference is payable subsequently and the preference amount is not paid or not paid in full in any given year and not paid subsequently in the following year together with the full preference for such year, the shareholders shall have voting rights until the amounts in arrear have been paid. If the preference is not payable subsequently and if the preference amount in any given year is not paid or not paid in full, the holders of preferred shares shall have voting rights until the preference in any given year has been paid in full. As long as the voting right exists, the preferred shares shall also be taken into account in computing any capital majority required by law or the articles.

(3) The fact that the preference amount is payable subsequently and not paid or not paid in full in any given year shall not give rise to a claim for any preference amount in arrear which is subject to later resolutions on distribution of profits, unless the articles provide otherwise.

§ 141 Cancellation or Restriction of Preference Rights

(1) Any resolution cancelling or restricting a preference right shall require the consent of the holders of preferred shares in order to be effective.

(2) Any resolution to issue preferred shares that are to enjoy priority over or the same rights as non-voting preferred shares in respect of the distribution of profits or assets, shall also require the consent of the holders of preferred shares. Such consent shall not be required if such issue was expressly reserved when the preference right was granted or, if the voting rights were later excluded, when such exclusion was made,

provided, in any such case, that the subscription rights of the holders of preferred shares are not excluded.

(3) The holders of preferred shares shall, at a separate meeting, resolve on whether or not to grant such consent by separate resolution. Such resolution shall require a majority of not less than three-fourths of the votes cast. The articles may neither provide for any other majority nor prescribe any additional requirements. If the resolution to issue preferred shares which are to enjoy priority over or the same rights as non-voting preferred shares in respect of the distribution of profits or assets excludes the subscription rights of the holders of preferred shares to subscribe to such shares in whole or in part, § 186 (3) to (5) shall apply accordingly to such resolution.

(4) The shares shall carry voting rights if the preference is cancelled.

ANEXO II – Excerto dos estatutos da Volkswagen, AG.

II. Capital Stock and Shares²⁶⁷

§ 4 Capital Stock

(1) The capital stock of the Company totals EUR 1,283,315,873.28 and is divided into 295,089,818 ordinary shares and 206,205,445 non-voting preferred shares.

(2) Upon distribution of profits, the non-voting preferred shares shall enjoy the preferential rights set out in § 27 of the Articles of Association. The right remains reserved, pursuant to § 141(2) sentence 2 of the Aktiengesetz (AktG – German Stock Corporation Act), to issue additional preferred shares which, upon distribution of profits or the company's assets, shall rank equally with the then existing non-voting preferred shares.

(3) The shares are no par value bearer shares.

(4) The Board of Management is authorized to increase the share capital up to May 4, 2020, with the consent of the Supervisory Board, by issuing new non-voting preferred bearer shares which, upon distribution of profits or the company's assets, shall rank equally with the then existing non-voting preferred shares, against cash contributions on one or more occasions by up to a maximum of EUR 179,200,000. The shareholders shall be granted preemptive rights to the new shares issued. The Board

²⁶⁷ Disponível, a 20.01.2018, em <https://www.volkswagenag.com/presence/investorrelation/publications/corporate-governance/2017/articles-of-association/Articles%20of%20Association%20May%202017.pdf>

of Management shall decide, with the consent of the Supervisory Board, on the further details of the rights attaching to the shares and the conditions applicable to the issuance of the shares.

§ 27 Appropriation of Net Earnings Available for Distribution

(1) The net earnings available for distribution will be distributed to the stockholders unless the General Meeting resolves upon some other manner of appropriation.

(2) The dividends due to the stockholders will always be distributed in proportion to the payments made on the stockholders' share of the capital stock and in proportion to the time elapsed since the point in time prescribed for such payment, subject to the proviso that:

1. a dividend of 11 Cents per preferred share eligible for dividend is paid. If the net earnings available for distribution are insufficient to pay the preferred dividend, the deficit is to be paid without interest out of the net earnings available for distribution in the subsequent fiscal years prior to the distribution of any dividend to the ordinary stockholders such that the earlier arrears are to be paid before the more recent ones and the preferred dividend of 11 Cents per preferred share to be paid out of the net earnings of a fiscal year in respect of said fiscal year is not to be distributed until all arrears have been paid;
2. dividends of up to 11 Cents per ordinary share eligible for dividend attributable to all ordinary shares are paid to the ordinary stockholders;
3. further dividends are paid to the preferred stockholders and ordinary stockholders in proportion to their share of the capital stock eligible for dividend in such a manner that the preferred shares shall be eligible for a dividend which is higher than that for the ordinary shares by 6 Cents per preferred share.

(3) When new shares are issued, an arrangement may be made with regard to dividend entitlement which is different from the provisions contained in § 60 of the Aktiengesetz (AktG – German Stock Corporation Act).



DIREITO
católica
Teses



CATÓLICA
RESEARCH CENTRE
FOR THE FUTURE OF LAW

LISBOA

parceria



INSTITUTO
MIGUEL GALVÃO TELES