

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA DO PORTO

ESCOLA DE DIREITO



CATÓLICA

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA | PORTO

## AÇÕES DE LEALDADE

A Primazia dos Interesses da Estabilidade a Longo  
Prazo da Empresa Social

JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS

MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO

Dissertação realizada sob a orientação da Exma. Senhora  
Professora Doutora Maria de Fátima Ribeiro

PORTO · 2013

**Universidade Católica Portuguesa do Porto**

**Escola de Direito**

## **Ações de Lealdade**

A Primazia dos Interesses da Estabilidade a Longo Prazo da  
Empresa Social

**João Nuno Pinto Vieira dos Santos**

**Mestrado em Direito e Gestão**

Dissertação realizada sob a orientação da Exma. Senhora Professora  
Doutora Maria de Fátima Ribeiro

Porto, 2013

À Professora Doutora Maria de Fátima Ribeiro por ter oferecido a segurança dos seus  
conselhos e pela sua paciência.

Às pessoas que foram sempre um amparo, Sara Morais Carvalho, Nuno Temudo, Rui  
Veríssimo, Pedro Morais, Miguel Faria, José Paixão, Bruno Costa Gomes, Luís Diogo  
Pereira, João Sousa, Rui Borges, Benjamim Santos e Eduardo Pais.

Aos meus pais, primordialmente, pelo seu apoio imarcescível.

# Índice

<b>Abreviaturas</b>	<b>4</b>
<b>Resumo/Abstract</b>	<b>6</b>
<b>Introdução</b>	<b>7</b>
<b>1. A figura das ações de lealdade noutros ordenamentos jurídicos</b>	<b>10</b>
1.1. Consagração legal das ações de lealdade	10
1.2. Institucionalização do regime das ações de lealdade	14
1.3 Propostas relativas às ações de lealdade	16
1.4. A questão da admissibilidade das ações de lealdade	17
1.5. O debate na União Europeia	19
<b>2. Admissibilidade das ações de lealdade no regime legal português</b>	<b>21</b>
2.1. Direitos especiais	22
2.2. <i>Intuitus personae</i> nas S.A.	26
2.3. Princípio de igualdade de tratamento dos sócios	27
2.4. Proibição do voto plural nas sociedades anónimas	29
<b>3. Vantagens e riscos das ações de lealdade</b>	<b>31</b>
3.1. One share – one vote	31
3.2. Exit and voice	33
3.3. Transparência	36
3.4. Primazia dos interesses a longo prazo	36
3.5. Remuneração dos administradores	38
<b>Conclusão</b>	<b>40</b>

## Abreviaturas

AAFDL – Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa;

Anot. – Anotação;

Art. – Artigo;

CC – Código Civil;

CEO – *Chief executive officer*;

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;

CSC – Código das Sociedades Comerciais;

CVM – Código dos Valores Mobiliários;

DL – Decreto-Lei;

*DSM – Dutch State Mines*;

ed. – edição;

*EU – European Union*;

EUA – Estados Unidos da América;

*FMA - Franklin Mutual Advisors*;

*ICGN – International Corporate Governance Network*;

*ING – Internationale Nederlanden Groep*;

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*;

*JCP- Juris-Classeur Périodique. La Semaine Juridique*;

L. – Lei;

*L.G.D.J – Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence*;

*n.* - nota;

n.º - número;

p. – página;

pp. – páginas;

*PwC – PricewaterhouseCoopers;*

S.A. – Sociedade Anónima;

*SEB- Société d'Emboutissage de Bourgogne;*

SGPS – Sociedade gestora de participações sociais;

SRS – Sociedade Rebelo de Sousa;

ss. – seguintes;

*TUF - Teste único sulla finanza;*

*UTET – Unione Tipografico-Editrice Torinese;*

Vol. – Volume;

## **Resumo**

A presente dissertação versa sobre as ações de lealdade e a promoção dos interesses a longo prazo das sociedades comerciais. Procuraremos investigar a utilização e a regulamentação das ações de lealdade em vários ordenamentos jurídicos, percebendo a sua função e utilidade. Pretendemos, ainda, averiguar se a instituição de um regime de ações de lealdade é consentânea com o regime legal português e indagar se essas ações fomentam eficazmente os interesses a longo prazo das empresas.

## **Abstract**

This essay is about loyalty shares and the promotion of the long-term interests of the corporations. We have researched the use and the regulation of loyalty shares in several different national legal systems. We attempt to determine whether the establishment of loyalty shares is in conformity with Portuguese legal framework and investigate if these shares effectively foster the long-term interests of the firms.

# Ações de Lealdade

## A Primazia dos Interesses da Estabilidade a Longo Prazo da Empresa Social

“A lógica é na verdade inabalável, mas não resiste a um homem que quer viver.”

Franz Kafka, *O Processo*

### Introdução

A crise mundial que vivenciamos nestes tempos não foi uma mera fatalidade. Foi causada por uma política monetária muito permissiva, inovação financeira ousada, fraca gestão empresarial, e pelo facto de os agentes ligados ao sistema financeiro dependerem cada vez mais de dívida ou alavancagem<sup>1</sup>. “A liquidez abundante e a possibilidade de conseguir lucros extraordinários no mercado da bolsa e no sector de derivados drenou, inexoravelmente, o capital produtivo”<sup>2</sup>.

As consequências foram desastrosas, originando a insolvência de inúmeras instituições financeiras, colocando mais de 50 milhões de pessoas em todo mundo abaixo do limiar da pobreza<sup>3</sup>. As dificuldades sentidas no sector bancário conduziram a uma generalizada quebra de confiança que assombrou toda a Economia<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Alavancagem (*leverage*), significa investir mais do que a capacidade financeira da sociedade permite. Portanto, o termo designa o uso de vários instrumentos financeiros ou recursos de terceiros, tais como empréstimos de capital, com o intuito de aumentar o retorno potencial das operações financeiras, aumentando consequentemente o seu risco. A alavancagem tem, portanto, um efeito ampliador tanto dos ganhos como das perdas.

<sup>2</sup> MENEZES CORDEIRO, “A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano I, n.º 2, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 263-286.

<sup>3</sup> Dados oficiais do Banco Mundial, que podem ser consultados no seguinte endereço eletrónico: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/0,,contentMDK:22068931~pagePK:64257043~piPK:437376~theSitePK:4607,00.html>

<sup>4</sup> Cf. MATHILDE VALÉRIO, “A DMIF e a crise financeira de 2007-2010. Necessidade de um novo rumo”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano II, n.º 3-4, Almedina, Coimbra, 2010, pp.821-847.

A natureza pandémica desta crise deveu-se a fraquezas partilhadas. Já em 1875, o banqueiro barão Karl Meyer von Rothschild, ao reparar que os mercados bolsistas tinham caído sincronizadamente, fez uma observação simples e intemporal: “ O mundo inteiro tornou-se uma cidade”<sup>5</sup>.

A crise do *subprime*<sup>6</sup> americana pode ter sido o catalisador mas não a causa. A maioria dos países tinha mercados mobiliários na mesma situação, estando também sujeitos a colapsos. Em Junho de 2008 os rácios de alavancagem nos bancos europeus atingiram novos máximos. O *Crédit Suisse* tinha uma alavancagem de 33 para um<sup>7</sup>, o *ING* de 49 para um, o *Deutsche Bank* 53 para um e o *Barclays* era o mais alavancado de todos, com 61 para um. Comparativamente, o condenado *Lehman Brothers* estava alavancado a uns relativamente modestos 31 para um.

“A prolífica discussão sobre a crise internacional tem vindo a expandir-se gradualmente da área económica para a área jurídica, em resposta à turbulência financeira persistente”<sup>8</sup>. Naturalmente os ordenamentos jurídicos procuram ajustar-se a situações de crise<sup>9</sup>. Pretende-se limitar a velocidade a que se pode expandir o sistema financeiro e melhorar o equilíbrio entre capital e risco<sup>10</sup>. Para isso, têm-se implementado reformas em diversas áreas, incluindo na governação de sociedades.

Uma das medidas dessas reformas consiste na viabilidade de longo prazo das sociedades. Procura-se combater o “enfoque progressivamente imediatista e míope da administração societária”<sup>11</sup>. Diversos estudos demonstram que alongar o horizonte de investimento e focar mais nas necessidades a longo prazo consegue reduzir o risco de se

---

<sup>5</sup> KINDLEBERGER/ALIBER, *Manias, Panics and, Crashes: A History of Financial Crises*, 5ª ed., John Wiley & Sons, New Jersey, 2005, p. 133.

<sup>6</sup> Referimo-nos ao *crash* imobiliário norte-americano, sobre o assunto *vd.* MENEZES CORDEIRO, (n. 2), pp. 263-286.

<sup>7</sup> Este rácio de alavancagem espelha o peso do crédito concedido em função dos seus capitais próprios. Logo, a *Credit Suisse* tinha proporcionalmente 1 de capitais próprios para cada 33 créditos que concedia, dados retirados de: ROUBINI/MIHM, *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin Group US, 2010, p. 164.

<sup>8</sup> PAULO CAMÁRA, “Medidas regulatórias adoptadas em resposta à crise financeira: um exame crítico.”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume IX, Coimbra Editora, Coimbra, 2009, pp. 71-113.

<sup>9</sup> Cf. PINHEIRO RODRIGUES, “Crise e reestruturação empresarial – as respostas do Direito das sociedades comerciais”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 221-275.

<sup>10</sup> Cf. ASPACHS-BRACON, *Hacia una nueva arquitectura financiera*, Documentos de Economía “la Caixa”, n.º 18, 2010, p. 8.

<sup>11</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, “Novos rumos do direito societário europeu – O «Report of the reflection group on the future of eu company law»”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 347-353.

ser afetado por uma “bolha” especulativa<sup>12</sup>. Nos EUA e na Europa, para a adoção de estratégias empresariais de longo prazo que se centrem na busca de retorno sustentável, a admissibilidade legal das ações de lealdade tem sido alvo de discussão.

O objeto do nosso estudo versa sobre esta figura das ações de lealdade e sobre a promoção dos interesses da estabilidade a longo prazo na empresa social. Começaremos, na primeira parte da nossa exposição, por desvendar o verdadeiro significado das ações de lealdade, analisando a sua consagração legal noutros países e a sua instituição por parte de sociedades em todo o mundo. Iremos, ainda, indagar casos jurídicos e propostas que envolvam as ações de lealdade, não descurando o seu debate na União Europeia.

Na segunda parte do nosso ensaio, questionaremos se a introdução das ações de lealdade no ordenamento jurídico português levanta quaisquer problemas. Abordaremos ainda matérias nucleares do Direito Societário, tais como os direitos especiais e o princípio de igualdade de tratamento dos sócios, para tentar compreender o encaixe desta nova figura no nosso sistema jurídico.

Por fim, perscrutaremos as vantagens e os riscos com que nos podemos deparar perante a aplicação das ações de lealdade, tendo em conta a nossa situação de crise económica. Teremos em conta diversas temáticas como a transparência, o poder dos acionistas e a remuneração dos administradores.

Teremos sempre em conta os erros cometidos no passado recente. O nosso objetivo será uma análise jurídica convascente e não nos iremos exasperar perante o comportamento menos correto do holístico sistema financeiro. “O direito autonomiza-se na cultura europeia porque o homem se reconheceu, nas suas relações com os outros, um sujeito ético”<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Cf. GUYATT, “Corporate social responsibility: the case of long-term and responsible investment”, in *The Cambridge Handbook of Psychology and Economic behavior*, Cambridge University Press, 2012, pp. 155-178.

<sup>13</sup> FERNANDO BRONZE, *Lições de Introdução ao Direito*, 2ª ed., Coimbra editora, Coimbra, 2010, p. 245.

# **1. A figura das ações de lealdade noutros ordenamentos jurídicos**

As ações de lealdade são um tipo de ações que atribuem benefícios especiais em matéria de lucros ou de direitos de voto em favor daqueles acionistas que investem numa perspetiva de longo prazo. Esta figura assenta no pressuposto de que a participação ativa e interessada dos acionistas é benéfica<sup>14</sup>.

Muitas questões têm sido colocadas em relação à licitude das cláusulas estatutárias que introduzam estas ações, nomeadamente em relação à qualificação destas ações como um direito especial e a sua compatibilidade com o princípio de igualdade de tratamento dos sócios.

Apesar desta controvérsia, muitas são as vozes que defendem a sua introdução reclamando a sua importância, tendo em conta a crise de 2008. “É uma banalidade dizer que as crises andam de mãos dadas com a regulação e a reforma do sistema financeiro”<sup>15</sup>.

No fundo, a ideia consiste em retribuir os sócios pela sua lealdade à sociedade. Ideia que já foi posta em prática em alguns países e foi muito debatida noutros.

## **1.1 Consagração legal das ações de lealdade**

A primeira vez que foi consagrada legalmente a possibilidade de uma sociedade instituir um regime de ações de lealdade aconteceu em França, em 1966. O legislador francês, no intuito de incentivar a participação de acionistas fiéis à sociedade, estipulou um regime supletivo de ações nominativas com direito a voto duplo. Em nenhum outro ordenamento jurídico se encontra um regime de ações de lealdade que atribui direitos de voto acrescidos.

---

<sup>14</sup> Cf. FÁTIMA GOMES, “Dividendo de lealdade?”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, p. 401-418.

<sup>15</sup> ROUBINI/MIHM, (n. 7), p. 228.

No curso da discussão da lei de 1966, que introduzia as ações de lealdade, o Governo francês propôs uma emenda tendente à permissão de criação de um direito de voto mais importante, o triplo e mesmo o quádruplo, em função do grau de fidelidade dos acionistas. A proposta tinha sido já apresentada durante a votação da lei retificativa de 1964, como meio de proteger as sociedades francesas contra a ameaça de capitais estrangeiros. Todavia, o parlamento renunciou a esse prémio de fidelidade mais majorado para não reanimar os abusos que existiam em relação às ações com direito de voto plural<sup>16</sup>.

O regime do direito de voto duplo não descurou algumas especificações, tais como, o direito poder ser exercido em todas as assembleias gerais, ordinárias e extraordinárias, assim como nas assembleias especiais, e o direito poder ser atribuído pelos estatutos ou numa assembleia geral extraordinária posterior, a todas as ações inteiramente liberadas que se encontrem numa listagem nominativa há dois anos ou mais, em nome do mesmo acionista (art. 175, al. 1 L. 1966). As condições do art. 175. 1. constituem apenas um mínimo, e os estatutos podem ser mais exigentes.

Em caso de aumento de capital por incorporação de reservas, o direito de voto duplo pode ser conferido a um acionista que já beneficie desse mesmo direito (al. 2). O art. 175, al. 3 permite expressamente às sociedades reservarem o direito, por uma cláusula contratual, a acionistas de nacionalidade francesa e pertencentes à comunidade europeia. No caso de fusão ou cisão da sociedade, o direito subsiste e pode ser exercido na sociedade beneficiária<sup>17</sup>. Por último, os acionistas podem renunciar individualmente, definitiva ou temporariamente ao direito de voto duplo<sup>18</sup>.

Posteriormente, foram introduzidas ações com dividendo majorado sob a forma de prémio de fidelidade, mais comumente chamadas por dividendo de lealdade. Esta introdução aconteceu em França, em 1994, e em Itália, em 2010. O novo artigo 347-2 da lei francesa de 24 de Julho de 1994 autoriza a estipulação de um dividendo majorado nas sociedades anónimas e nas sociedades em comandita por ações a todos os acionistas que tenham ações nominativas há dois anos ou mais, reportados à data de encerramento

---

<sup>16</sup> Em França, quando foram instituídas as ações de voto duplo, foram proibidas as ações com voto plural, cf. PEDRO MAIA, *Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima*, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, p. 125.

<sup>17</sup> Cf. JUGLART, IPPOLITO, *Les Sociétés Commerciales*, 2º vol., 10.ª ed., Montchrestien, Paris, 1999, p. 386.

<sup>18</sup> Cf. MESTRE/VELARDOCCHIO, *Sociétés Commerciales*, Lamy, Paris, 2002, p. 603.

do exercício. Em Itália, em consequência da transposição da Diretiva 2007/36/CE, foram implementadas, em 2010, numerosas alterações ao regime legal dos acionistas em sociedades cotadas<sup>19</sup>, sendo uma das alterações a possibilidade de atribuir pelos estatutos um dividendo majorado aos acionistas que detêm ações por um período ininterrupto superior a um ano.

A introdução da figura nestes dois ordenamentos jurídicos não escapou, porém, a algumas limitações. Em ambos os ordenamentos, o prémio de majoração do dividendo só pode ir até ao limite de 10% do dividendo distribuído às outras ações e nas sociedades cotadas, pelo que o acionista só pode beneficiar deste regime se deter, no máximo, 0,5% do capital social<sup>20</sup>. Estes limites pretendem evitar abusos de sócios controladores a pequenos acionistas<sup>21</sup>. Em Itália o regime contém ainda mais exigências, existindo mais duas situações em que o dividendo acrescido não pode ser atribuído: em favor de acionistas dominantes ou que exerçam influência dominante sobre a sociedade; e em favor de acionistas que tenham um acordo parassocial de voto quando, no seu conjunto, a participação dos contraentes vinculados pelo acordo for superior a 30% do capital social<sup>22</sup>.

A regulamentação mais tardia em Itália parece ter sido benéfica, já que o regime italiano das ações de lealdade (art. 127-*quater* do TUF) é muito mais completo que o francês. Em Itália, rege-se que a cessão gratuita ou onerosa das ações comporta a perda do benefício previsto. Contudo, estipula-se que o benefício é conservado em caso de sucessão universal e pode abranger ainda as ações adquiridas em virtude de aumento de capital por incorporação de reservas, desde que o beneficiário das ações já beneficie da vantagem pela participação que detém, justificando a atribuição gratuita das ações no aumento de capital. Além disto, estas ações não são consideradas uma categoria especial porque o benefício não provém de uma característica intrínseca da ação mas do período de detenção desta, isto é, trata-se de um benefício atribuído ao titular da ação, e, por essa razão, não circula juntamente com a ação<sup>23</sup>.

---

<sup>19</sup> *Vd.* <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=6397d428-efc2-4b8f-a688-b75d0bf700bb>

<sup>20</sup> Cf. RIPERT, *Traité de droit commercial*, 13<sup>a</sup> ed., L.G.D.J, Paris, 1989, p.1135.

<sup>21</sup> Cf. DAILLY, “Le dividend majoré, une fausse bonne idée”, in *Figaro économique*, 14 Abril 1993.

<sup>22</sup> Dados retirados do texto do art. 127-*quater* do *Teste único sulla finanza* (TUF), podendo ser visto em: [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58\\_1998.htm](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58_1998.htm)

<sup>23</sup> Cf. Circolare Assonime n.º 11/2010, “Il recepimento della direttiva europea sui diritti degli azionista com il d.lgs. 27 gennaio 2010, n.27:gli effetti sugli statuti delle società quotate e i nuovi termini per le

Todas estas são situações não previstas na lei francesa, mas são muito discutidas pela doutrina. A doutrina francesa<sup>24</sup> tem entendido que a transmissão sucessória, a transmissão em caso de dissolução matrimonial ou a doação *inter vivos* em favor de parente, que seja herdeiro legal não devem envolver uma quebra de fidelização por apenas anteciparem situações típicas de sucessão legal e universal. Entende-se também que na atribuição de ações gratuitas num aumento de capital por incorporação de reservas, estas poderão gozar do regime do dividendo de lealdade. A doutrina<sup>25</sup> advoga que a situação é equiparável à do voto duplo, reconhecendo-se que as ações atribuídas gozam imediatamente do mesmo regime que o aplicável às ações detidas e que fundamenta o recebimento gratuito de novas participações sociais.

A doutrina francesa divide-se em considerar as ações de lealdade<sup>26</sup>, uma categoria de ações, uma vez que o regime das ações com direito a voto duplo é constantemente redefinido. A importância da questão tem relevo prático já que será necessário a constituição de assembleias especiais se as ações de lealdade formarem uma categoria.

Em relação à ordem pela qual se deva fazer a imputação das ações numa alienação parcial, Delvaux atenta que não se deve utilizar o método *FIFO* (*First in, First out*)<sup>27</sup>, porque conduz a resultados injustos, mas antes o *LIFO* (*Last in, First Out*)<sup>28</sup>. Vejamos um exemplo, numa sociedade é instituído o dividendo de lealdade em 1996, sendo que o acionista comprou 100 ações nominativas em Dezembro de 1993, e comprou mais 100 ações em Março de 1995. Em seguida, vendeu 100 ações em Dezembro de 1995. Este acionista conservou 100 ações nominativas sem interrupção durante dois anos. Ora, a aplicação *FIFO* leva a considerar que ele vendeu em

---

assemblee”, in *Rivista delle Società*, anno 55°, fascicolo 2°-3°, Guiffè Editore, Milano, 2010, pp. 554-572; FERRI, *Diritto Commerciale*, 13ª ed., UTET Giuridica, Torino, 2010, p. 351.

<sup>24</sup> Cf. FÁTIMA GOMES, (n. 14), p. 405; GUYON, “La loi du 12 Juillet 1994 sur le dividende majoré”, in *Rev. Sociétés*, ano 113, n.º 1, Jan/Março 1995, pp. 1-14.

<sup>25</sup> Cf. GUYON, (n. 24), p. 6; CANARD, “La légalité du dividende majeure: les échos 3 mai. 1993”, in *Les Echos*, nº 16382, pp. 24 e 25; DELVAUX, “Le dividende majoré. Solutions proposées à quelques problèmes pratiques”, in *Droit des Sociétés*, Éd. Techniques, Nov. 1994, p. 3.

<sup>26</sup> Não considerando que sejam uma categoria de ações, RIPERT, (n. 20), p. 1135; CANARD, (n. 25), p. 24; MESTRE/VELARDOCCIO, (n. 18), p. 1859. Considerando que sejam uma categoria de ações MERCADAL/JANIN, *Droit des Affaires – Sociétés Commerciales*, Éd. Francis Lefebvre, Levallois, 1998, pp. 604 e 605.

<sup>27</sup> FIFO é um método de avaliação de ativos no qual os bens produzidos ou adquiridos primeiro são vendidos, utilizados ou eliminados em primeiro lugar, Cf. <http://www.investopedia.com/terms/f/fifo.asp>

<sup>28</sup> LIFO é um método de avaliação de ativos que pressupõe que os bens produzidos ou adquiridos em último são que são utilizados, vendidos, cedidos ou eliminados em primeiro lugar, Cf. <http://www.investopedia.com/terms/l/lifo.asp>

Dezembro os 100 títulos que tinha comprado em Dezembro de 1993, e isso priva-o do benefício majorado. Esta solução é completamente inaceitável<sup>29</sup>.

Esta lei, quer em França, quer em Itália, é por um lado um fator de segurança que estipula uma majoração do dividendo a acionistas estáveis reforçando o seu *affectio societatis* e o contacto mais direto com a sociedade<sup>30</sup>. Por outro, é uma lei que restringe a liberdade estatutária porque, através de uma interpretação *a contrario*, é ilícita toda a majoração do dividendo além do limite fixado pela lei<sup>31</sup>.

Na medida em que o dividendo majorado comporta um desvio ao regime supletivo de repartição de lucros, o legislador sentiu a necessidade de afirmar a sua licitude. A introdução deste regime, em Itália, parece ter sido motivada pela “vontade de instituir um mecanismo de incentivo ao pequeno investimento nas sociedades cotadas, em Itália ou em outros mercados regulamentados no seio da União Europeia”<sup>32</sup>. Em França, tem servido para estratégias defensivas que permitem a um grupo maioritário resistir a uma tentativa de aquisição hostil. Perante o que foi analisado, deduz-se, também, que a Itália soube aproveitar bem a maior experiência legislativa francesa, em relação às ações de lealdade.

## 1.2 Institucionalização do regime das ações de lealdade

Em 1991, a *Michelin* concedeu ações de lealdade (em forma de *warrant*<sup>33</sup>), logo após a ter cortado nos dividendos, de forma a compensar os acionistas leais por essa perda de receitas. Essa emissão concedia um *call-warrant* (*warrant* de compra) por cada dez ações detidas em 24 de Dezembro de 1991. O *call-warrant* podia ser exercitado num horizonte de 4 anos por um preço baixíssimo. O CEO da *Michelin* motivou os acionistas a adquirirem estas ações afirmando: “Acionistas com perspetivas de longo

---

<sup>29</sup> Cf. DELVAUX, (n. 25), p. 3.

<sup>30</sup> Cf. CANARD, (n. 25), p. 2.

<sup>31</sup> Cf. GUYON, (n. 24), p. 3.

<sup>32</sup> FÁTIMA GOMES, (n. 14), p. 407.

<sup>33</sup> “Os warrants... são valores mobiliários representativos de direitos potestativos de subscrição, aquisição ou alienação de um determinado activo subjacente, exercitáveis mediante liquidação física e/ou financeira.”, ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos financeiros*, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 102 e 103.

prazo, que mantêm as suas ações durante esta difícil mas importantíssima fase da nossa empresa, vão ser recompensados”<sup>34</sup>.

No primeiro semestre de 1993, quatro sociedades cotadas francesas (*SEB*<sup>35</sup>, *L’Air Liquide*<sup>36</sup>, *De Dietrich*<sup>37</sup> e a *Siparex*<sup>38</sup>) propuseram aos seus acionistas inserirem nos estatutos uma cláusula a autorizar a atribuição de um prémio de fidelidade a acionistas que conservem as suas ações nominativas há mais de dois anos.

Esta inovação foi apresentada como um processo de consideração destinado a fidelizar o acionista para permitir uma gestão a longo prazo da empresa, distinguir os acionistas fiéis que merecem ser recompensados pela sua maior preocupação pelo desempenho do que pelo ganho de capital, dos especuladores, e finalmente controlarem a evolução dos acionistas graças ao desenvolvimento de contas registadas (a fim de prevenir participantes indesejados pelos administradores). Posteriormente, a mesma medida foi implementada por outras sociedades, como a *Lafarge*<sup>39</sup> e a *L’Oreal Finance*<sup>40</sup>.

Os acionistas mostraram interesse neste tipo de majoração, tendo, na *Air Liquide*, os acionistas com inscrição nominativa passado de 17 000 para 58 000<sup>41</sup>. Atualmente, devido ao enorme sucesso desta figura, 57% das sociedades cotadas francesas têm instituído o regime das ações de lealdade<sup>42</sup>.

No Reino Unido, encontramos o exemplo da *Standard Life* que ofereceu aos acionistas que mantivessem as suas ações durante um período determinado de tempo, uma ação por cada 20 que detivessem<sup>43</sup>.

---

<sup>34</sup> BOLTON/SAMAMA, “L-Shares: Rewarding Long-term Investors”, August 2010, p. 9, disponível em: [http://cgt.columbia.edu/files/papers/Bolton\\_Samama\\_L-Shares--Rewarding\\_Long-term\\_Investors.pdf](http://cgt.columbia.edu/files/papers/Bolton_Samama_L-Shares--Rewarding_Long-term_Investors.pdf)

<sup>35</sup> Cf. <http://www.groupeseb.com/en-en/content/registered-shareholders>

<sup>36</sup> Cf. <http://www.airliquide.com/en/shareholders/the-air-liquide-share-1/the-loyalty-bonus-3.html>

<sup>37</sup> Cf.

[http://www.lesechos.fr/24/11/2011/LesEchos/21065-049-ECH\\_societes-cotees---le-retour-du-dividende-majore--.htm](http://www.lesechos.fr/24/11/2011/LesEchos/21065-049-ECH_societes-cotees---le-retour-du-dividende-majore--.htm)

<sup>38</sup> Cf.

<http://www.unquote.com/unquote/news/1571301/france-siparex-croissance-clocks-performance-2005>

<sup>39</sup> Cf. [http://www.lafarge.com/wps/portal/5\\_3\\_3-Dividende](http://www.lafarge.com/wps/portal/5_3_3-Dividende)

<sup>40</sup> Cf. <http://www.loreal-finance.com/eng/registered-shares-loyalty-bonus>

<sup>41</sup> Cf. DELVAUX, (n. 25), p. 3.

<sup>42</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/study/final\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf)

<sup>43</sup> Cf. BOLTON/SAMAMA, (n. 34), p. 9.

### 1.3 Propostas relativas às ações de lealdade

As ações de lealdade foram muito debatidas por um fundo de investimento britânico, o *Governance for Owners*. A propósito da *ICGN Annual Conference* ocorrida em Washington<sup>44</sup>, um dos membros fundadores desse fundo, Peter Butler, propôs que se criasse um sistema de incentivo à participação e fidelização dos acionistas assente num esquema de dividendo de lealdade, como mecanismo que poderia resolver problemas de agência provocados pela diferente estrutura acionista, na qual se distinguem os acionistas de curto prazo dos de longo prazo.

Peter Butler atentou também que as políticas de curto-prazo têm propiciado as anomalias do mercado, acentuando a ideia que reforçar os acionistas de longo prazo é preponderante para a sobrevivência do capitalismo no século XXI.

Nos Estados Unidos, dois estudiosos, Patrick Bolton e Frederic Samama<sup>45</sup>, desenvolveram uma ideia denominada “*L-shares*”. Esta ideia consiste em providenciar uma retribuição adicional aos acionistas que detêm as ações por determinado período de tempo: o período de lealdade. A retribuição seria em forma de *warrant* dando o direito de adquirir um número pré-determinado de ações a um preço pré-especificado, e concedido aos investidores leais no vencimento do período de lealdade. Se a “*L-share*” for vendida antes de ter terminado o período de lealdade, o direito ao *warrant* perde-se. Noutras palavras, o *warrant* ligado à “*L-share*” não é transferível.

Bolton e Samama argumentam que a razão fundamental para perspectivas de curto prazo dos administradores se deve à orientação de curto-prazo dos acionistas e dos mercados financeiros. Consideram que os acionistas, que mantêm as suas ações com o regime atual estão em desvantagem em relação a especuladores, pois estes conseguem retirar mais benefícios de operações especulativas e respondem mais rapidamente a notícias de crise.

John Bogle escreveu também, no *Wall Street Journal*, que “os responsáveis políticos deviam considerar reformas estruturais como melhorar o papel dos

---

<sup>44</sup> Pode ser consultado em <http://www.governanceforowners.com/goss/pdf/56/EuropeJul06PeterButler-to-ICGN-Annual-Conference.pdf>

<sup>45</sup> BOLTON/SAMAMA, (n. 34).

investidores e diminuir o dos especuladores. Por exemplo, garantindo a acionistas com perspectivas de longo prazo mais direitos de voto e/ou dividendos mais altos...”<sup>46</sup>.

Numa entrevista em Outubro de 2013, Mirjam Staub-Bisang, fundadora e administradora dum fundo de investimentos na Suíça, referiu que uma maneira de incentivar os fundos de pensões a introduzirem políticas de sustentabilidade seria através de ações de lealdade. Considera que os fundos e as empresas têm reagido bem à ideia porque acham preferíveis acionistas de longo-prazo do que aqueles que estão interessados na troca rápida. Enalteceu que o tema já foi discutido na Suíça e só não foi implementado porque, segundo a lei suíça, todos os sócios têm que ser tratados igualmente<sup>47</sup>.

Posteriormente, a *Sustainable Finance Geneva (SFG)* e a *Sustainability Forum Zürich (TSF)* uniram forças para publicar um relatório com ajuda editorial da *PwC Switzerland*. O estudo versa sobre o reforço de adoção de estratégias financeiras sustentáveis. O objetivo primordial é incentivar políticas de investimento a longo prazo e colocar a Suíça como líder mundial em termos de Finanças sustentáveis<sup>48</sup>.

## **1.4 A questão da admissibilidade das ações de lealdade**

Em Setembro de 2006 a *DSM* (Sociedade multinacional cotada no *Euronext Amesterdão*) anunciou os seus planos de introduzir uma nova forma de dividendo, o dividendo de lealdade. Um bónus de 30% seria pago aos acionistas que tivessem as ações da sociedade, ao portador, voluntariamente registadas em seu nome junto daquela durante, pelo menos, três anos. Por cada ano adicional, a *DSM* propunha pagar ainda um bónus de 10%<sup>49</sup>.

Com a introdução do dividendo de lealdade, a *DSM* teve em vista um duplo objetivo: “remunerar de forma especial os acionistas de longo prazo e conseguir um incentivo à comunicação mais direta com os sócios, através do conhecimento da sua

---

<sup>46</sup> Cf. BOLTON/SAMAMA, (n. 34), p. 10.

<sup>47</sup> Este artigo pode ser consultado em: [http://www.ipe.com/magazine/are-loyalty-shares-a-game-changer\\_57899.php?articlepage=2#.UlccdBAhhUY](http://www.ipe.com/magazine/are-loyalty-shares-a-game-changer_57899.php?articlepage=2#.UlccdBAhhUY)

<sup>48</sup> Pode consultar-se o relatório em: [http://www.oekom-research.com/homepage/english/oekom\\_Impact-Study\\_EN.pdf](http://www.oekom-research.com/homepage/english/oekom_Impact-Study_EN.pdf)

<sup>49</sup> Cf. LENNARTS/KOPPERT-VAN BEEK, “Loyalty Dividend and the EC Principle of Equal Treatment of Shareholders” in *European Company Law*, Vol. 5, n.º 4, 2008, pp. 173-180.

identidade, já que o pressuposto do bônus seria que as ações ao portador fossem registadas junto da sociedade”<sup>50</sup>.

Numa conferência de imprensa, em 19 de Dezembro de 2006, a *DSM* anunciou publicamente que iria submeter um plano de introdução do dividendo de lealdade para aprovação em Assembleia geral a realizar a 28 de Março de 2007. A *Franklin Mutual Advisors* (um fundo de investimento que detinha 4.383.559 ações de um total de 184.849.837 ações ordinárias da *DSM*) considerou que o dividendo de lealdade era irrazoável e contrário aos estatutos e ao regime legal (constante do Código Civil, arts. 2:8 e 2:92, referentes ao princípio da igualdade de acionistas), requerendo a retirada do assunto da agenda da assembleia.

Não tendo a sociedade atendido ao pedido, a *FMA* intentou ação judicial requerendo a suspensão da introdução de tal medida. O *Court of Appeal* decidiu, em 28 de Março de 2007, que a introdução desse dividendo não poderia ser sujeita a votação dos sócios por violar o princípio da igualdade do art. 2:92, §1 do CC, interpretado no sentido de que os estatutos apenas podem criar regimes de dividendo e voto diferentes através da criação da categoria de ações. Verificou-se que o tribunal teve dúvidas sobre o método de verificação da permanência/duração da detenção do acionista, considerando que se atribuíam poderes discricionários à sociedade para essa apreciação, na medida em que seria ela a decidir, em face do registo de ações que ela própria fizesse, quem seriam os acionista elegíveis para beneficiar do respetivo dividendo.

Posteriormente, o Advogado-Geral Timmerman interpôs recurso da decisão judicial, por entender que seria útil ter uma posição sobre a problemática analisada através de uma decisão tomada pelo Supremo Tribunal<sup>51</sup>. O Advogado-Geral Timmerman argumentou que o tribunal fez uma errada interpretação do art. 2:92, §1 do CC porque este não implica que a diferenciação dos dividendos só possa ser obtida através da criação de diferentes classes de ações. Segundo ele, o art. 2:92 apenas impunha que a diferenciação tivesse na sua base uma previsão estatutária, que estipulasse os montantes envolvidos e as condições de atribuição. Em favor do seu entendimento invocou o art. 2:105 do CC, disposição que permitia a diferenciação com base em estipulação estatutária, sem que aludisse a classes de ações. O Supremo

---

<sup>50</sup> FÁTIMA GOMES, (n. 14), p. 402.

<sup>51</sup> Cf. FÁTIMA GOMES, (n. 14), p. 402; LENNARTS/KOPPERT-VAN BEEK, (n. 49), p. 174.

Tribunal deu razão ao Advogado-Geral, revogando a decisão judicial anterior e considerando que o artigo 2:92, §1 do CC não colocava barreiras a cláusulas estatutárias que atribuíssem aos acionistas registados direito a um dividendo de lealdade, com certas condições fixadas, e se a cláusula não violar o princípio da igualdade de sócios. Destarte, o Supremo Tribunal da Holanda não deu a sua opinião em relação à questão de se saber se o dividendo de lealdade viola ou não esse princípio.

Mais recentemente, o Governo holandês transmitiu o seu ponto de vista em relação à promoção dos interesses dos acionistas de longo prazo através de uma carta que o Ministro das Finanças enviou ao Parlamento. É descrito que o Governo divide as medidas em duas categorias: medidas que atribuem benefícios pecuniários a acionistas leais e medidas que atribuem mais direitos de voto. Na carta é referido, também, que o dividendo e o voto de lealdade devem ser usados para promover os acionistas de longo prazo, desde que o princípio de igualdade de tratamento dos sócios perante iguais circunstâncias seja respeitado. O Governo não anunciou qualquer plano ou medida específica que vá ser implementada. Significa, portanto, que a discussão sobre as ações de lealdade na Holanda vai continuar<sup>52</sup>.

## 1.5 O debate na União Europeia

Em 2003, o plano da Comissão Europeia, “*Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the EU: A Plan to Move Forward*”, fez com que se aprovasse a Diretiva dos direitos dos acionistas. Nesta Diretiva apontam-se soluções favoráveis ao ativismo, como a possibilidade de inclusão de assuntos na ordem do dia ou o regime *record date*<sup>53</sup> como sistema a utilizar para apurar a legitimidade de participação em assembleia geral, entre outros.

No *Green paper* da Comissão Europeia de 2011 (COM 2011-164) afirma-se que o regime de *corporate governance* é construído no pressuposto que os acionistas se envolvam com as empresas e controlem a administração pelo seu desempenho. Contudo, a Comissão Europeia constatou que a maioria dos acionistas são passivos e

---

<sup>52</sup> Cf. LENNARTS/KOPPERS-VAN BEEK, (n. 49), p. 180.

<sup>53</sup> “O sistema de *record date* é um sistema probatório, que assenta num registo (*record*), destinado a provar a qualidade de acionista.”, COSTA E SILVA, “O conceito de acionista e o sistema de *record date*”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 447-460.

focam-se numa perspectiva de lucros a curto prazo. A Comissão julga, por isso, útil considerar se mais acionistas podem ser encorajados a ter interesse em retornos sustentáveis e na gestão a longo prazo, e incentivá-los a ser mais ativos em assuntos relacionados com *Corporate Governance*<sup>54</sup>.

Na mesma linha de ideias, e com total independência face às propostas da Comissão, o Grupo de Reflexão sobre o Futuro do Direito Societário Europeu elaborou um relatório<sup>55</sup> que serviu de base à Conferência da Comissão Europeia, ocorrida em Bruxelas em 16-17 de Maio de 2011, e em cujas propostas de evolução do direito se destaca inequivocamente a necessidade de abertura do Direito Europeu no sentido de acolher soluções de incentivo à participação e permanência dos acionistas no seio da empresa, nomeadamente através da abertura ao alargamento de soluções já adotadas em alguns Estados-membros (França e Itália), que aludem a remunerações acrescidas e mais direitos de voto em função da lealdade. Pretende-se também que haja uma maior coordenação entre a sociedade e os acionistas de longo prazo de forma a alinharem objetivos. No relatório é realçada a importância de manter um equilíbrio nas políticas de distribuição de dividendos, devendo estes estar relacionados com investimentos de longo-prazo.

O novo plano de ação<sup>56</sup> de 2012 da União europeia pretende formar um novo regime legal incentivando uma maior envolvência dos sócios e a sustentabilidade das sociedades. Dois dos principais objetivos são reforçar a transparência e encorajar a participação dos acionistas de longo prazo<sup>57</sup>.

A 20 de Março de 2013, a Comissão lançou o mais recente *Green paper* (COM 2013/1050) em que se propõe a incentivar os investimentos de longo-prazo, incluindo dos acionistas, para aumentar a competitividade da Europa no mercado global, voltar ao crescimento sustentável e criar empregos<sup>58</sup>.

---

<sup>54</sup> Cf. FÁTIMA GOMES, (n. 14), p. 416.

<sup>55</sup> In [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/reflectiongroup\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf)

<sup>56</sup> Disponível em: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/121212\\_company-law-corporate-governance-action-plan\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf)

<sup>57</sup> Veja-se em: <http://www.fundspeople.pt/noticias/mercado-acionista-europeu-oferece-oportunidades-no-longo-prazo-48128>

<sup>58</sup> In <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0150:FIN:PT:PDF>

## 2. Admissibilidade das ações de lealdade no regime legal português

A figura das ações de lealdade não foi introduzida no regime jurídico português. Apesar disto, muita discussão tem havido em relação à introdução de incentivos a acionistas de longo prazo. Os Códigos de Governo das Sociedades do IPCG<sup>59</sup> e da CMVM<sup>60</sup> contêm inúmeras recomendações com o objetivo de aumentar a participação dos acionistas nas assembleias, alinhar interesses entre administradores e acionistas de longo prazo e aumentar a transparência. Outrossim, o nosso Código das Sociedades Comerciais já prevê, no seu art. 64.<sup>o61</sup>, a tutela dos interesses de longo prazo dos sócios, devendo os administradores privilegiar a prossecução destes interesses<sup>62</sup> “numa perspectiva de investimento não especulativo”<sup>63</sup>.

Na Assembleia geral de acionistas da *Galp Energia, SGPS, S.A.*, de 22 de Abril de 2013<sup>64</sup>, foi definido que a Política de Remunerações da Sociedade tem como objetivo reforçar os valores, competências, capacidades e condutas, tendo em vista o interesse, cultura e estratégia de longo prazo da sociedade, premiar o aumento de eficiência e produtividade e a criação de valor a longo prazo para o acionista, através da definição e

---

<sup>59</sup> In [http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo\\_de\\_governo\\_das\\_sociedades\\_2012.pdf](http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo_de_governo_das_sociedades_2012.pdf)

<sup>60</sup> Cf.

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades%202013.pdf>

<sup>61</sup> Norma introduzida pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março, que se dirige “àqueles que gerem a vida da sociedade no respeito pelo interesse social”, FÁTIMA RIBEIRO, *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 542.

<sup>62</sup> Definindo os interesses a longo prazo como dever prioritário dos administradores, PAULO CÂMARA, “O governo das sociedades e os deveres fiduciários dos administradores”, in *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação financeira* (coord. FÁTIMA RIBEIRO), Almedina, Coimbra, 2007, pp. 163-179; PAIS DE VASCONCELOS, “Responsabilidade Civil dos Gestores das Sociedades Comerciais”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano I, Vol. I, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 11-32, refere que o sentido do “longo prazo” referido na alínea b) do n.º 1 do art. 64.º é dispensar os gestores de se preocuparem com os acionistas especuladores e o interesse de lucro imediato. ARMANDO TRIUNFANTE, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, anot. ao art. 64.º, p. 64, considera que os gerentes devem pensar no futuro a longo prazo da sociedade, abstendo-se de tomar medidas que embora satisfaçam sócios a curto prazo, possa fazer perigar aquele futuro; OLIVEIRA ASCENÇÃO, *Direito Comercial – Sociedades Comerciais*, IV, ed. do autor, 2000, pp. 65 e ss., distingue o interesse da sociedade e o interesse da empresa, e afirma que o interesse social não é o interesse dos sócios e o fundamento da sociedade não é o lucro mas sim o seu próprio interesse.

<sup>63</sup> RICARDO COSTA/GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, Almedina, Coimbra, 2010, anot. ao at. 64.º, pp. 721 e ss..

<sup>64</sup> Cf.

[http://www.galpenenergia.com/PT/investidor/AssembleiaGeral/AGCorrente/Lists/DocumentosPropostas/Po1%C3%ADtica%20Remunera%C3%A7%C3%B5es%202013\\_PT.pdf](http://www.galpenenergia.com/PT/investidor/AssembleiaGeral/AGCorrente/Lists/DocumentosPropostas/Po1%C3%ADtica%20Remunera%C3%A7%C3%B5es%202013_PT.pdf)

implementação de um sistema de incentivos associado à obtenção de objetivos quantificáveis do ponto de vista económico, financeiro e operacional, com o propósito de um crescimento sustentável de resultados e o desincentivo à assunção excessiva de riscos.

Tem sido uma tendência esta promoção de interesses de longo prazo, tendo-se já tornado um dos principais objetivos do *Corporate Governance* em todo mundo. Considerando isto, analisaremos se as ações de lealdade, que pretendem incentivar a fidelização dos acionistas, podem enquadrar-se no atual regime legal português.

## 2.1 Direitos especiais

Uma questão essencial sobre a conformidade das ações de lealdade, à luz do direito societário português, é saber se estamos perante um direito especial. Como os direitos especiais nas sociedades anónimas são atribuídos a uma categoria de ações<sup>65</sup> e não a sócios determinados, pretendemos saber se as ações de lealdade podem constituir uma categoria de ações, sendo que as ações que compreendem direitos iguais formam uma categoria (art. 302.º, n.º 2 do CSC)<sup>66</sup>.

Na doutrina tem havido posições diversas em relação ao conceito de direito especial: uns defendem que o direito só é especial quando contraposto a um direito que se tenha por geral, no sentido de ser comum a todos os sócios e de integrar o núcleo-base da participação acionista<sup>67</sup>; para outros, um direito é especial quando não faça parte do conteúdo normal da participação social<sup>68</sup>.

---

<sup>65</sup> Cf. SOVERAL MARTINS/RICARDO COSTA, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. I, Almedina, Coimbra, 2010, anot. ao art. 24.º, pp. 410-422.

<sup>66</sup> Do art. 45.º do CVM resulta também que as ações emitidas “pela mesma entidade” e que “representam o mesmo conteúdo” constituem uma categoria. Os direitos iguais compreendidos nas ações e que permitem formar categorias são os direitos que constituem o conteúdo da própria participação social, SOVERAL MARTINS, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012, anot. ao art. 302.º, pp. 326-329.

<sup>67</sup> Assim, OLAVO CUNHA, *Direitos das Sociedades Comerciais*, 5ª ed., Almedina, Coimbra, 2012, pp. 310 e ss.; RAÚL VENTURA, *Alterações do Contrato de Sociedade (Comentário ao Código das Sociedades Comerciais)*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 1988, pp. 85 e ss.; ALBINO MATOS, *Constituição de Sociedades*, 5ª ed., 2001, p. 106; LUCAS COELHO, “Exercícios vários acerca da presidência das assembleias especiais de categorias de accionistas”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor. Raúl Ventura*, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 421-466; PUPO CORREIA, *Direito Comercial – Direito da empresa*, 12ª ed., EDIFORUM, Lisboa, 2011, pp. 226 e 227.

<sup>68</sup> Assim, MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, anot. ao art. 24.º, pp. 151 e ss.; PINTO FURTADO, *Curso de direito das sociedades*, 5ª

As ações de lealdade, por natureza, podem ser obtidas por todos os sócios. Como já vimos, parte de doutrina portuguesa não parece aceitar direitos especiais de todos os sócios<sup>69</sup>. Porém, no que diz respeito às sociedades anónimas, desde que os direitos especiais não sejam atribuídos a sócios determinados, nada impede que todos os sócios sejam titulares de uma ação dessa categoria<sup>70</sup>.

Uma questão assenta na transmissibilidade das ações, já que nas ações de lealdade, se o titular ceder as ações, os direitos acrescidos não são cedidos. As ações de lealdade têm, por natureza, limites à sua transmissibilidade. Não estamos perante uma exclusão de transmissibilidade porque as ações são livremente transmissíveis, apenas se limita a transmissão dos direitos acrescidos. Perante o regime legal português só existe uma maneira de resolver este problema: as ações serem nominativas. Só nestas é que a lei permite limitar (mas nunca excluir)<sup>71</sup> a sua transmissão (art. 328.º do CSC), nomeadamente através de critérios que estejam de acordo com o interesse social<sup>72</sup>. Este facto, de as ações de lealdade só poderem ser nominativas, vai de encontro a um dos

---

ed. Almedina, Coimbra, 2006, pp. 233 e 234; POIRIER BRAZ, *Sociedades Comerciais e Direitos Especiais*, Livraria Petrony, Lisboa, 2010, p. 38; RAMOS DIAS, “Os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas: as golden shares”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, nº 3, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 735-810.

<sup>69</sup> Neste sentido, BRITO CORREIA, *Direito Comercial, Sociedades Comerciais*, 2.º vol., AAFDL, Lisboa, 1989, p. 306; PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. I, 7ª ed., Coimbra editora, Coimbra, 2013, p. 188; CARLOS OLAVO, “Deveres e direitos dos sócios nas sociedades por quotas e nas sociedades anónimas”, in *Estruturas jurídicas da empresa*, AAFDL, Lisboa, 1989, pp. 57-81; PINTO FURTADO, *Deliberações dos sócios*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 263; considerando que podem ser atribuídos a todos os sócios direitos só derogáveis pelo consentimento, OLAVO CUNHA, (n. 67), p. 403 e 404; achando possível nas sociedades por quotas “desde que se trate de um direito que não faz parte do conteúdo normal da quota”, RAÚL VENTURA, “Acções preferenciais sem voto. Acções preferenciais remíveis. Amortização de acções (Acções de fruição)”, in *Estudos vários sobre sociedades anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992, pp. 407-511; ainda outra posição considerando que os poderes especiais podem ser atribuídos “genericamente, a todos os sócios”, desde que, “se destinem, na sua concretização, a ser exercidos como contra-poderes, apenas por um ou por um número restrito de sócios minoritários, em circunstâncias tais que o seu exercício se torne imprescindível para alcançar o seu objetivo”, PAIS DE VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, p. 252.

<sup>70</sup> Cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 4.ª ed., Almedina, Coimbra, 2013, p. 218; “Uma sociedade pode ter várias categorias de ações e pode mesmo não ter sequer ações ordinárias”, ELISABETE RAMOS, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012, anot. ao art. 272.º, pp. 21-34.

<sup>71</sup> Cf. SOVERAL MARTINS, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade das ações. Sobre os artigos 328.º e 329.º do CSC*, Almedina, Coimbra, 2006, p. 315. A representação de ações num documento deve-se à intenção de sujeitar a transmissão de ações ao regime da circulação dos títulos de crédito e, por essa via, potenciar a vocação das mesmas para circular, SIMÕES CORTEZ, “As formalidades da transmissão de quotas e ações no direito português”, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (Coord. ULHOA COELHO, FÁTIMA RIBEIRO), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 313-344.

<sup>72</sup> “A lei exige expressamente que as cláusulas que subordinam a transmissão das ações ... estejam de acordo com o interesse social”, SOVERAL MARTINS, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012, anot. ao art. 328.º, pp. 518-555.

objetivos primordiais de *Corporate Governance*: conseguir um incentivo à comunicação mais direta entre a sociedade e os sócios. Mais ainda, a limitação da transmissibilidade pode, também, funcionar como estratégia defensiva a uma aquisição hostil<sup>73</sup>. Por último, existe o problema da ligação essencial que existe entre o detentor da ação e o direito que lhe é atribuído. Ora, o n.º 4 do art. 24.º estipula o seguinte: “Nas sociedades anónimas, os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de ações e transmitem-se com estas”. Parece haver aqui uma incompatibilidade entre o caráter *intuitu personae* das ações de lealdade e o regime da categoria de ações.

Paulo Olavo Cunha, ao apreciar o regime jurídico das ações com voto duplo em França, concluiu “que os titulares dessas ações formam uma categoria de acionistas, e não que se trata de uma categoria de ações”<sup>74</sup>. No entanto, considera que a solução será a mesma, porque categoria de ações e categoria de acionistas são realidades coincidentes. Segundo Olavo Cunha, o “importante é que o critério, que permite numa sociedade anónima diferenciar uma categoria de outra, seja o mesmo – identidade de conteúdo de direitos”<sup>75</sup>.

Discordamos da opinião deste autor ao considerarmos que categoria de acionistas e categoria de ações não são a mesma realidade. A lei, ao não permitir a atribuição de direitos especiais a sócios determinados, também impede a distinção com base num critério subjetivo. Atribuir direitos especiais a acionistas que detêm ações há dois anos ou mais, pode ser equiparado a atribuir direitos especiais a acionistas que se chamem “Jaime”. Estes critérios, com base em critérios subjetivos, levam a que se atribuam ações a sócios determinados e, segundo a nossa opinião, é esse o sentido da sua proibição legal<sup>76</sup>.

Mesmo supondo que os direitos não são atribuídos a acionistas de longo prazo, mas a ações que são detidas pelo mesmo titular há mais de dois anos, não se resolve o problema. Isto porque, ao referir que os direitos estão a ser atribuídos a uma categoria

---

<sup>73</sup> Cf. MENEZES LEITÃO, “As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII, Coimbra editora, Coimbra, 2007, pp. 57-76.

<sup>74</sup> OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: as Ações Priviligiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 67.

<sup>75</sup> OLAVO CUNHA, (n. 74), p. 67.

<sup>76</sup> “o interesse subjacente à sua criação torna indiferentes os titulares das ações que serão beneficiadas e, conseqüentemente, os destinatários dos direitos especiais” OLAVO CUNHA, (n. 74), p. 28; “o direito especial é apanágio de categorias de ações e não de sócios propriamente considerados”, JOÃO LABAREDA, *Das ações das sociedades anónimas*, AAFDL, Lisboa, 1988, p. 224.

de ações (de lealdade) e não a uma categoria de acionistas (de longo prazo), entramos numa falácia. Afirmar que os direitos são atribuídos a ações detidas por “Jaime” é o mesmo que afirmar que os direitos são atribuídos a “Jaime”. Não se retira o caráter subjetivo ao critério de atribuição das ações<sup>77</sup>.

Apesar de o exemplo usado conter um critério mais pessoal como o nome de uma pessoa, o facto das ações de lealdade poderem ser atribuídas a qualquer sócio só sustenta não estarmos perante um direito especial, quer porque o direito atribuído assenta no núcleo-base da participação social (direito ao lucro<sup>78</sup> e ao voto<sup>79</sup>), quer porque é generalizado na sua configuração abstrata. Como ensina Coutinho de Abreu, os direitos gerais “são os que pertencem, em regra, a todos os sócios da mesma sociedade, ainda que em medida diversa”<sup>80</sup>. Mesmo que, como já referimos, nada impeça que todos os sócios sejam titulares de uma ação da mesma categoria, é necessário que essa categoria atribua direitos diferentes das ações ordinárias. É unânime que o direito ao voto duplo<sup>81</sup> é um direito especial, mas, se for atribuído a todas as ações, o direito acrescido passa a ser inexistente, deixando de se poder considerar especial. Um direito especial só faz sentido se for um privilégio ou vantagem particular em relação aos demais sócios<sup>82</sup>. Tendo isto em conta, admitimos que o direito a dividendo majorado e o direito ao voto duplo possam não ser direitos especiais.

Como consideramos que o benefício das ações de lealdade é *intuitus personae*, concluímos que, segundo a lei portuguesa, estas ações podem não constituir uma

---

<sup>77</sup> Considerando que as categorias de ações não vão ao ponto de tornar irrelevante a pessoa do acionista. Apesar disto, defende que os direitos não são conferidos *intuitu personae*, LUCAS COELHO, (n. 67), pp. 430 e 431.

<sup>78</sup> “O direito aos lucros corresponde seguramente a um direito essencial da participação dos sócios na sociedade, ainda que se configure de forma necessariamente abstracta, dependendo dos (bons) resultados da prática societária.” OLAVO CUNHA, “O poder dos sócios”, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (Coord. ULHOA COELHO, FÁTIMA RIBEIRO), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 189-215; “O lucro é um dos *essentialia elementa* do conceito de sociedade (cfr. artigo 980.º CC), podendo dizer-se que constitui a própria causa do contrato.”, TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 263.

<sup>79</sup> O direito de voto é “a manifestação mais proeminente do direito de intervenção do associado na administração da sociedade, o primeiro entre todos os seus direitos extra-patrimoniais.”, FERRER CORREIA, *Estudos de Direito Civil Comercial e Criminal*, Vol. II, 2ª ed., Coimbra, 1985, p. 105.

<sup>80</sup> COUTINHO DE ABREU, (n. 70), p. 211.

<sup>81</sup> “O direito de voto duplo consiste em atribuir a um ou mais sócios o dobro dos direitos de voto relativamente aos que resultam de participação de igual valor nominal detida por outros sócios”, OLAVO CUNHA, (n. 74), p. 318.

<sup>82</sup> Cf. LUCAS COELHO, (n. 67), pp. 428 e ss..

categoria, tal como acontece em Itália e França<sup>83</sup>. O próprio regime das categorias de ações não é consentâneo com a consagração de ações de lealdade. Por exemplo, tem que estar estipulado no contrato o número de ações de determinada categoria, art. 272.º, al. c). Como facilmente se pode depreender, esse número nas ações de lealdade pode ser bastante variável.

No entanto, tudo isto não significa que existe alguma inconformidade com a lei societária portuguesa. Concluimos apenas que as ações de lealdade não carecem da consagração como direito especial, ou de institucionalização como categoria especial de ações, nem esse caminho seria compatível com as finalidades visadas pelos interessados.

Tal exige que não se aplique o regime do art. 24.º do CSC, podendo ser suprimidos ou coartados os direitos acrescidos por deliberação de alteração do contrato, sem necessidade de consentimento dos respetivos titulares. Consequentemente, não será necessária a formação de uma assembleia especial.

## **2.2 *Intuitus personae* nas S.A.**

É tradicional, na doutrina portuguesa, a distinção entre “sociedades de pessoas” e “sociedades de capitais”. As primeiras têm como arquétipo a sociedade em nome coletivo e baseiam-se, por definição, no *intuitus personae*. As sociedades de capitais têm como arquétipo a sociedade anónima e assentam no *intuitus pecuniae*<sup>84</sup>.

Questionamos, portanto, se o caráter *intuitus personae* presente nas ações de lealdade irá contra a natureza da sociedade anónima, podendo uma cláusula estatutária, admitindo estas ações, violar o regime legal previsto para as S.A..

Todavia, as noções de *intuitus personae* e *pecuniae* não são mais que construções jurídicas convenientes para agrupar uma série de regras, e a tipologia doutrinal que permite distinguir sociedades de pessoas e sociedades de capitais, “para lá dos ganhos taxinómico-didáticos, releva apenas para a interpretação e integração da lei

---

<sup>83</sup> MICHEL JEANTIN, *Observations sur la notion de catégories d'actions*, Recueil Dalloz, Montrouge Cedex, 1995, p. 88.

<sup>84</sup> Cf. CAMERLYNCK, *De l'Intuitus personae dans la société anonyme: thèse pour le doctorat*, A.Pedone, Paris, 1929; COUTINHO DE ABREU, (n. 70), pp. 67 e ss..

e dos estatutos sociais”<sup>85</sup>. É de enorme utilidade conhecer se uma sociedade se reveste de um carácter personalístico ou capitalístico, para se encontrar o regime aplicável quando se apresente uma lacuna nos estatutos, apreciando a sociedade em causa, tal como os sócios a delinearam<sup>86</sup>.

As concretas e singulares sociedades não têm que corresponder ponto por ponto aos tipos doutrinários. Por exemplo, uma sociedade anónima pode limitar estatutariamente a transmissão de ações (art. 328.º do CSC) e uma sociedade em nome coletivo pode ser administrada e representada por um único gerente não-sócio designado no contrato social (art. 191.º, 1 e 2 do CSC)<sup>87</sup>.

### 2.3 Princípio da igualdade de tratamentos dos sócios

Este princípio afirma-se como um limite à autonomia privada. “Trata-se de um limite meramente relativo, porque se destina a impedir que, em condições iguais, uns sócios sejam tratados pela sociedade diferentemente em relação aos outros – o que corresponde a uma proibição de discriminação -, ou, numa formulação positiva, destina-se a assegurar que, mediante pressupostos iguais, cada sócio seja tratado como todos os outros”<sup>88</sup>, salvo nos aspetos relativos à orgânica e funcionamento que pressuponham a diversidade de posições em função da diferente medida de participação social<sup>89</sup>.

O princípio da igualdade de tratamento<sup>90</sup> não colhe no Direito português a regulação e autonomia que recebe noutras ordens jurídicas, nomeadamente no Direito

---

<sup>85</sup> COUTINHO DE ABREU, (n. 70), p.71.

<sup>86</sup> Cf. PEDRO MAIA, “Tipo de Sociedades Comerciais”, in *Estudos de Direito das Sociedades* (Coord. COUTINHO DE ABREU), 13ª ed., Almedina, Coimbra, 2013, pp. 13-39.

<sup>87</sup> Cf. COUTINHO DE ABREU, (n. 70), p. 70; “é errado considerar que nas sociedades anónimas os sócios apenas estão obrigados a prestações de capital”, DANIELA BAPTISTA, “Direito de Exclusão: Fundamento e Admissibilidade nas Sociedades Anónimas”, in *Direito Comercial e das Sociedades – Estudos em memória do Professor Doutor Paulo M. Sendin*, Universidade Católica Editora, 2012, pp. 393- 426.

<sup>88</sup> PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, tese de doutoramento ainda não publicada, apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2009, p. 199.

<sup>89</sup> Cf. JOÃO LABAREDA, (n. 76), p. 215.

<sup>90</sup> Sobre este princípio jussocietário, ENGRÁCIA ANTUNES, “A igualdade de tratamento dos accionistas na OPA”, in *Direitos das Sociedades em Revista*, Ano 2, Vol. 3, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 87-111; COUTINHO DE ABREU, *Do Abuso de Direito – Ensaio de um Critério no Direito Civil e nas Deliberações Sociais*, Almedina, Coimbra, 1999, pp. 153 e ss..

alemão, onde é hoje um princípio geral empíreo<sup>91</sup>. Contudo, o afloramento feito no art. 321.º do CSC, a propósito da aquisição de ações próprias, e o expreso acolhimento que lhe é dispensado no Código de Valores Mobiliários em matéria de sociedades abertas (cfr. arts. 15.º, 112.º e 197.º do CVM) fazem dele um princípio essencial das sociedades anónimas, em particular, e das sociedades comerciais em geral<sup>92</sup>.

O princípio de igualdade está previsto na Segunda Diretiva sobre Sociedades, no art. 42.º, e que prevê: “Para os propósitos da implementação desta Diretiva, as legislações dos Estados-membros devem assegurar igual tratamento a todos os sócios que estão na mesma posição”. O Advogado-Geral Timmerman considera que este artigo deve ser interpretado no sentido de que qualquer discriminação direta de sócios não deve ser permitida em quaisquer circunstâncias. No caso *DSM*, o Advogado-Geral apontou que se estava perante um caso de discriminação indireta porque foi dada oportunidade a todos os sócios de registarem as suas ações. O efeito do esquema do dividendo de lealdade é que os acionistas leais gozem de um tratamento mais favorável à custa dos outros acionistas que escolheram não registar as ações. Esta diferenciação indireta só é permitida se existir uma justificação objetiva e razoável. A opinião do Advogado-Geral era que o dividendo de lealdade era objetivamente justificável. Sobre o objetivo de promover a detenção de ações a longo prazo, o dividendo de lealdade não era desproporcional. A.J.P. Schild, membro do Supremo Tribunal holandês, é da mesma opinião, mas apontou algumas reservas como fazer depender a legalidade do dividendo de lealdade da quantidade acrescida de dividendo e se os acionistas são avisados atempadamente dessas circunstâncias<sup>93</sup>.

Yves Guyon considera como não irrazoável, bem pelo contrário, conceder uma vantagem pecuniária à poupança que está associada à sustentabilidade da sociedade, em vez de incentivar outros que, atraídos por um lucro especulativo a curto prazo, conservem o seu título apenas num curto período de tempo<sup>94</sup>.

Somos também da opinião que estamos perante uma diferenciação objetiva e razoável. De maneira que, como os acionistas de longo prazo têm objetivos legítimos

---

<sup>91</sup> Como é referido por OLAVO CUNHA, (n. 67), p. 117.

<sup>92</sup> Cf. OLAVO CUNHA, (n. 67), pp. 117 e 118.

<sup>93</sup> Defendendo que o dividendo de lealdade viola o princípio de igualdade de tratamento dos sócios: DOORMAN, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 3; DORTMOND, “Zittenblijvers bevoordeeld”, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 563; STORM, *Ondernemingsrecht* 2007, p. 474; e VAN VEEN, “Loyaliteitsdividend”, *Bb*, 2008, p. 26, *apud* LENNARTS / KÖPPERT-VAN BEEK, (n. 49), p. 178.

<sup>94</sup> GUYON, (n. 23), pp. 2 e 3.

bastante diferentes dos outros, a nossa ilação é que as ações de lealdade não desrespeitam o princípio de igualdade de tratamentos dos sócios. A própria admissibilidade legal de direitos especiais só favorece este entendimento, desde que a proteção das expectativas esteja assegurada<sup>95</sup>. Portanto, tal como acontece nestes direitos, só será possível a criação de ações de lealdade por alteração contratual se esta for votada por unanimidade<sup>96</sup>.

## 2.4 Proibição de voto plural nas Sociedades Anónimas

Nas sociedades anónimas, é proibido o voto plural (art. 384.º, n.º 5 do CSC), estando impedida a desproporção entre ações e o número de votos que elas conferem. Esta proibição consiste em eliminar a hipótese de uma ação atribuir ao seu titular mais direitos de voto do que outras, considerando que todas as ações de uma sociedade têm de ter o mesmo valor nominal.

Um voto privilegiado representaria uma desproporção do direito de voto em face do capital social, ou seja, um acionista com o mesmo capital social que outro teria o dobro ou o triplo dos votos, exercendo uma influência muito maior<sup>97</sup>.

Sem embargo de os estatutos poderem estabelecer um só voto a certo número de ações, segundo o art. 384.º, n.º 2, a) do CSC, todas as ações terão que estar abrangidas, não podendo haver diferenciação entre elas<sup>98</sup>.

Só nas sociedades por quotas é permitido o voto duplo (art. 250.º), não podendo haver um voto superior e o privilégio é limitado a uma parte reduzida do capital, 20%. O duplo voto aqui justifica-se pelo propósito de se atribuir ao titular respetivo um domínio político na assembleia geral sem o obrigar a um esforço patrimonial

---

<sup>95</sup> “As suas expectativas residem, precisamente, nessa desigualdade, apenas porque foi querida por todos” ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra editora, Coimbra, 2004, pp. 333 e 334.

<sup>96</sup> “a deliberação social que afaste o regime do art. 21.º, n.º 1 deve obrigatoriamente ser aprovada por todos os sócios. Com efeito, estando em causa uma desigualdade de tratamento dos sócios, a deliberação deverá necessariamente ser aprovada por todos eles, uma vez que o referido princípio, conforme tem sido maioritariamente entendido, apenas pode ser postergado pela unanimidade dos sócios.”, TARSO DOMINGUES, (n. 78), p. 366.

<sup>97</sup> Cf. OLAVO CUNHA, (n. 67), pp. 345 e ss..

<sup>98</sup> Cf. MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2ª ed., Almedina. Coimbra, 2011, anot. ao art. 384.º, pp. 1031-1036; COUTINHO DE ABREU, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. VI, Almedina, Coimbra, 2013, anot. ao art. 384.º, p. 127.

correspondente na subscrição do capital social, o que poderá ser muito útil para desfazer bloqueios em certas deliberações, e aumentar o poder de voto dos minoritários favorecendo a formação de minorias de resistência. Nas sociedades anónimas, devido a terem um grande número de sócios, já se considera que este método poderá provocar distorções graves<sup>99</sup>.

Aliás, nas sociedades anónimas era admissível o voto plural no direito pretérito<sup>100</sup>, não tendo preconizado grandes resultados. Permitia-se controlar sociedades sem se deter grande capital investido, dando azo a que o titular da maioria acionista aprontasse, a seu favor, o esquema das ações plurais e alienava as restantes<sup>101</sup>. Não obstante, analisaremos melhor o mérito ou perigosidade deste instrumento *infra*, 3.1.

Observamos assim, que não é permitido na lei portuguesa estabelecer o voto de lealdade devido à proibição de voto plural. Por conseguinte, consideramos que apenas o dividendo de lealdade e ações de lealdade que atribuam *warrants* são admissíveis no nosso regime legal.

A consagração do dividendo de lealdade poderá ser feita por via estatutária à luz do disposto no art. 22.<sup>o102</sup> do CSC, que permite a criação de direitos a participar nos lucros que não estejam vinculados a uma relação de proporcionalidade das participações sociais detidas em face do capital social. A cláusula estatutária deve especificar claramente os termos em que se vão repartir os direitos aos lucros, indicando requisitos objetivos que ponderem a duração da qualidade de acionista, por se tratar de um facto suficientemente passível de verificação, ao qual podem pretender todos os acionistas. Os *warrants*, por sua vez, podem ser emitidos nos termos do DL n.º 172/99, de 20 de maio.

Apesar de considerarmos admissível a criação estatutária destas ações, não deixa de ser recomendável a instituição de uma estipulação legal que clarifique diversas questões jurídicas conexas como os valores máximos das vantagens a instituir,

---

<sup>99</sup> Cf. PINTO FURTADO, (n. 59), p. 74; RAÚL VENTURA, *Sociedades por Quotas*, Vol. II, Almedina, Coimbra, 1996, pp. 221 e ss..

<sup>100</sup> "Encontrava-se expressamente consagrado no §1 do art. 1.º do Decreto n.º 1645, de 15 de Junho de 1915", ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2002, p. 519.

<sup>101</sup> Cf. MENEZES CORDEIRO, *Da Responsabilidade Civil dos Administradores*, Lex, Lisboa, 1997, pp. 93 e 94.

<sup>102</sup> A alteração contractual não pode consubstanciar materialmente um pacto leonino, cf. TARSO DOMINGUES, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. I, Almedina, Coimbra, 2010, anot. ao art. 22.º, pp. 364-371.

definição do período mínimo reconhecido como dando acesso à vantagem, regime aplicável em caso de aumento de capital gratuito ou supressão do direito por deliberação social e respetivo regime.

### **3. Vantagens e riscos das ações de lealdade**

Analisaremos as vantagens e riscos que podem advir da consagração de ações de lealdade numa sociedade a partir de um estudo de vários temas fulcrais para o estudo da figura. Esta análise temática terá em conta todos os aspetos jurídico-económicos, segundo a nossa perspectiva, essenciais. Abordaremos os seguintes temas: *one share - one vote*; *exit and voice*; transparência; primazia dos interesses a longo prazo; remuneração dos administradores.

#### **3.1 *One share – one vote***

O princípio *one share - one vote* consiste, como o nome indica, em atribuir o direito de um voto a cada ação. Por essa razão, este princípio contraria a existência das ações de lealdade, quando estas atribuem direitos de voto acrescidos.

A justificação deste princípio é que são os acionistas quem tem o maior interesse na maximização do valor da sociedade e, por essa razão, o seu poder de voto devia coincidir com o valor da sua participação social. Em contraste, esta teoria explica que os desvios ao *one share - one vote* criam uma discrepância entre interesse financeiro e poder de voto, podendo os sócios servir interesses pessoais em detrimento de valorizar a empresa<sup>103</sup>.

Por outro lado, este princípio não favorece o empreendedorismo, sendo mais provável que os acionistas empresários percam o controlo da sociedade, desincentivando assim o investimento. Outrossim, o facto de todas as ações deterem o mesmo poder de voto não assegura, por si só, proporcionalidade entre investimento e

---

<sup>103</sup> Cf. BURKART/LEE, “One Share – One Vote: The Theory”, in *Review of Finance*, 2008, pp. 1-49, disponível em: <http://sifr.org/wp-content/uploads/research/sifr-wp57.pdf>

poder de voto, visto que, tendo a subscrição das ações ocorrido em condições diversas, “pode bem suceder que, para adquirir o mesmo número de votos, diferentes acionistas tivessem que despende valores muito diferentes também”<sup>104</sup>.

A regra *one share – one vote* foi alvo, recentemente, de um estudo da Comissão europeia que considerou a sua introdução na Europa em prol de um esquema societário mais democrático. Porém, em Agosto de 2007, o comissário do mercado interno da União Europeia, Charlie McCreevy, anunciou no Parlamento europeu o término dos planos de introdução da regra *one share – one vote*, por não haver nenhuma evidência económica que haja uma ligação entre o princípio da proporcionalidade e o desempenho económico das sociedades<sup>105</sup>.

Apesar disto, é preciso ter em conta que a regra *one share - one vote* é fundamental para a transparência e liquidez dos mercados financeiros. Como já fizemos notar, as ações de lealdade para atribuir direitos acrescidos não podem ser cedidas durante um período largo de tempo. Esses títulos seriam, assim, retirados do mercado<sup>106</sup>. A coexistência de títulos com direitos diferentes introduziria opacidade nas informações ao mercado.

É fácil identificar que o objetivo das ações de lealdade não é o mercado bolsista, que é profundamente especulativo. A fidelidade não pode ser comprada e não se relaciona bem com a lógica de mercado: ela resulta da confiança que os acionistas têm na gestão da sua empresa, na solidificação e na regularidade dos seus benefícios<sup>107</sup>.

No regime português, como já analisámos, é proibido o voto plural<sup>108</sup>, mas isto não significa que existe alguma proporcionalidade entre voto e investimento, devido à liberdade conferida pela lei para a fixação do valor nominal das participações sociais. A proporcionalidade do voto, a existir, assenta no valor nominal da participação e não no

---

<sup>104</sup> PEDRO MAIA, (n. 88), p. 625.

<sup>105</sup> Cf. LENNARTS / KOPPERT-VAN BEEK, (n. 49), p. 178.

<sup>106</sup> Em Portugal a al. a) do n.º 2 do art. 204.º do CVM estabelece que podem ser objeto de operações realizadas em mercado “os valores mobiliários fungíveis admitidos nesse mercado, livremente transmissíveis ...”; VASCO LOBO XAVIER, *Anulação de Deliberação Social e Deliberações Conexas*, Almedina, Coimbra, 1998, p. 163, refere que o carácter cogente das normas das sociedades anónimas serve as finalidades do sistema legal da transmissão das ações e a defesa dos “futuros acionistas”.

<sup>107</sup> Cf. POLLAUD-DULIAN, “La querelle du dividend majeure, un aspect du principe d’egalité dans le droit des societies cotées en bourse” in *JCP*, 1993, I, pp. 345-350.

<sup>108</sup> “Apesar de alguns falarem de democracia acionista a propósito da regra citada, ela é *plutocrática*: os votos são diretamente proporcionais ao número de ações possuídas, não são igualmente distribuídas pelos sócios”, COUTINHO DE ABREU, (n. 98), p. 128.

*apport* patrimonial de cada sócio para a sociedade. Esta proporcionalidade “resume-se a uma mera relação aritmética, de que não pode extrair-se nenhum sentido material”<sup>109</sup>.

Também neste sentido, a consagração do princípio maioritário permite deduzir que entre uma minoria de votos e um número maioritário de votos prima sempre uma desproporção enorme de poder. Aos minoritários não caberá poder algum, enquanto ao maioritário caberá todo o poder. A proporcionalidade do voto pode até pressionar os administradores a utilizarem políticas de curto prazo para poderem ser reeleitos<sup>110</sup>, prejudicando a longevidade da empresa.

Com efeito, consideramos que não haverá nenhuma discriminação se for instituído o voto plural. Olharíamos com bons olhos a uma possível introdução no regime legal português das ações de lealdade com voto duplo, possibilitando às empresas terem um instrumento poderosíssimo para aumentar a influência dos acionistas de longo prazo. Mas apenas neste caso, porque o direito de voto plural constitui um perigoso mecanismo, podendo culminar em variações muito diversificadas e complexas do poder de voto.

### **3.2 *Exit and voice***

Albert Hirschman, no seu ensaio clássico, *Exit, Voice and Loyalty*, distingue duas respostas diferentes que os membros de uma governação podem ter perante uma crise de governação. Uma delas é a *exit*, que significa o sócio vender as suas ações antes que a crise se torne completamente aparente aos outros. E a outra é a *voice*, que significa o sócio manter as suas ações e intervir, tentando resolver a crise.

É preferível a *exit* à *voice*, no sentido em que o custo de exercício de voto será suportado pelo respetivos acionistas, “mas o benefício que possa advir desse exercício já será repartido por todos”<sup>111</sup>. A opção acarretaria mais encargos com pessoal especializado e cresceria o risco político de os investidores institucionais serem

---

<sup>109</sup> PEDRO MAIA, (n. 88), p. 283.

<sup>110</sup> Cf. ALEXANDER QUIMBY, *Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares*, 2013, p. 401 e ss., disponível em: <http://diginole.lib.fsu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1011&context=fsulr>

<sup>111</sup> PEDRO MAIA, (n. 88), p. 1082.

associados à ineficiência das administrações<sup>112</sup>. A *exit* será sempre o caminho mais fácil, mas o menos eficaz para a resolução de uma crise e a *voice* pode trazer grandes benefícios a longo prazo.

Hirschman também analisa outro conceito, que é a lealdade. Este conceito é uma variável preponderante para afastar os membros da *exit* para a *voice*, que pode ter custos maiores, mas pode ser provavelmente a melhor resposta para o bem da organização. A constante presença da opção *exit* pode diminuir grandemente a probabilidade da opção *voice* ser tomada de forma eficaz. Por essa razão, o conceito de lealdade vem harmonizar a coexistência entre a *exit* e a *voice*<sup>113</sup>. As ações de lealdade podem incentivar essa mudança para *voice*, remunerando a lealdade, e assim, contribuir para o bem-estar económico das empresas em geral.

Nos Estados Unidos têm-se desenvolvido estudos que promovem os benefícios da participação dos acionistas nas sociedades. Esta nova corrente chama-se *Shareholder voice* ou *Shareholder activism* e os seus principais fundamentos são os acionistas serem os verdadeiros proprietários da sociedade (e não apenas das suas ações) e os administradores serem mais controlados<sup>114</sup>. A ideia de criação de valor para o acionista, porém, tem sido criticada por poder conduzir a uma excessiva focagem na valorização das ações a curto prazo. Não é necessariamente assim porque “o valor para o acionista decorre do desconto dos fluxos de caixa estimados, sendo que tais fluxos podem ser mais próximos ou mais distantes”<sup>115</sup>.

Esta ideia do *Shareholder voice* já se propagou pela Europa e as ações de lealdade são uma das muitas medidas que favorecem o ativismo dos acionistas, tal como o *record date* e o *say on pay*<sup>116</sup>.

Existem, porém, alguns problemas já identificados no *Shareholder voice* como os *free riders*. Com efeito, o investidor atuante depara-se com o problema dos

---

<sup>112</sup> Cf. COUTINHO DE ABREU, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2010, p. 18.

<sup>113</sup> Cf. HIRSCHMAN, *Exit, voice and loyalty: responses to decline in firms, organizations and states*, Harvard University Press, Massachusetts, 1970, p. 79.

<sup>114</sup> Cf. DONALD, “Shareholder Voice and Its Opponents”, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2005, pp. 1-52, disponível em: [www.ilf-frankfurt.de/uploads/.../ILF\\_WP\\_040.pdf](http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/.../ILF_WP_040.pdf)

<sup>115</sup> CAETANO NUNES, *Dever de gestão dos administradores de sociedade anónimas*, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 263 e 264.

<sup>116</sup> O *say on pay* consiste em atribuir aos sócios a competência de decidir a remuneração dos administradores. Sobre a definição de *record date*, *vd. (n. 46)*.

oportunistas (*free riders*) que não suportam qualquer custo inerente à melhoria do governo da sociedade – os quais são suportados totalmente pelo investidor ativo -, mas beneficiam da valorização dessa mesma sociedade. O melhor para cada um dos investidores é ser *free rider*, isto é, não ser ativo em matéria de governo das sociedades e não suportar os restivos custos, aproveitando os benefícios decorrentes da atitude ativa de outro investidor. Todavia, se todos se posicionarem como *free riders*, todos os investidores terão o pior resultado<sup>117</sup>.

Hoje em dia, com o crescimento dos investidores institucionais, são eles que proclamam cada vez mais o *Shareholder voice*. Não tendo os pequenos acionistas, nem condições económicas, nem informação ou formação para exercerem ativamente e conscientemente os seus direitos de controlo, tendo em vista garantir que a sociedade é gerida no interesse de todos os acionistas que têm interesses legítimos, muitos têm apelado para que sejam os investidores institucionais a assumir esse papel. Esses apelos baseiam-se sobretudo na grande dimensão da carteira dos investidores institucionais e na sua maior sofisticação e informação. Apesar da ligação estreita que estes investidores têm com estratégias de curto prazo e com fracas fontes de informação<sup>118</sup>, é possível e aconselhável inverter esta tendência.

Importante será, portanto, que as ações de lealdade não discriminem investidores institucionais. Um dos problemas deve-se à complexidade muito grande da cadeia de titularidade envolvida nos investimentos feitos através dos investidores institucionais – envolvendo gestores de fundos e operações de mudança de titularidade meramente administrativa – e, por vezes, conduzem a que o beneficiário-proprietário que detém as participações pelo prazo necessário, para poder beneficiar do bónus, não possa qualificar-se para o seu recebimento por questões meramente técnicas. Um exemplo será a “de o beneficiário/proprietário mudar de gestor do fundo, mantendo a titularidade, o que obrigará a um registo junto da sociedade em que aparentemente muda o titular, sem que essa alteração seja real”<sup>119</sup>.

---

<sup>117</sup> Cf. FRANCISCO ALVES, *Deverão os Investidores Institucionais envolver-se no Governo das Sociedades?*, 2000, p. 19, disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/ab5192fdecd542ebb638bdf5b59fa776DeveraoosInvestidoresinstitucionais.pdf>

<sup>118</sup> Cf. ALEXANDER QUIMBY, (*n. 110*), pp. 391 e ss..

<sup>119</sup> FÁTIMA GOMES, (*n. 14*), p. 410.

Questões que o regime das ações de lealdade, inevitavelmente, terá que ter em conta para serem rapidamente resolvidos e não discriminarem os investidores institucionais que tanto podem fazer para melhorar o desempenho empresarial. É que para estes atuarem como acionistas empenhados no governo das sociedades é necessário que tenham uma perspetiva de longo prazo na gestão das suas participações<sup>120</sup>.

### **3.3 Transparência**

As ações de lealdade têm como objetivo aumentar a comunicação entre a sociedade e os sócios e fortalecer a transparência. Algumas vozes afirmam que esse incremento de transparência pode ser feito de outra maneira, nomeadamente, através da eliminação de ações ao portador e da imposição de divulgação de certas percentagens de capital detidas. Quanto à comunicação com os acionistas, há quem advogue que outras formas modernas são igualmente de equacionar, como a criação de um sítio na internet, abertura de gabinetes de apoio ao investidor, sistema de difusão de informações, representante para as relações com o mercado, etc..

Apesar disto, a França e a Itália permitem ações nominativas e os respetivos ordenamentos sentiram a necessidade de consagrar a admissibilidade das ações de lealdade de forma expressa, o que sugere terem considerado que a mera opção por ações nominativas não assegura a totalidade das finalidades visadas. Mais, as ações de lealdade promovem essa criação de ações nominativas, sendo um veículo muito eficaz para reduzir as ações ao portador. As medidas anteriormente descritas são de louvar, mas em nada inviabilizam o regime das ações de lealdade, podendo este ser uma aliado forte na prossecução dos mesmos objetivos.

### **3.4 Primazia dos interesses a longo prazo**

Sempre existiu muita desconfiança nas grandes empresas, e uma das razões que se aponta para explicar esse facto é a sua falta de responsabilidade a longo-prazo e de

---

<sup>120</sup> Assim, FRANCISCO ALVES, *Os investidores institucionais e o governo das sociedades*, Almedina, Coimbra, 2005, pp. 54 e ss..

consciência social<sup>121</sup>. O excessivo foco no curto prazo gera uma afetação deficiente dos ativos da sociedade, conduz a uma volatilidade nociva nos mercados financeiros, gerando instabilidade devido à procura desenfreada pelo lucro<sup>122</sup>.

Não se tiveram em conta os enormes riscos dessas políticas de curto-prazo, originando-se um colapso financeiro como nunca visto desde os anos 30. Uma metáfora de Adam Smith explica bem o que sucedeu: “A casa está a ameaçar ruína, diz para consigo o viajante cansado, e não tarda que caia, mas não é muito provável que caia exatamente esta noite, por isso vou aventurar-me a dormir nela”<sup>123</sup>.

Em contraste, a primazia dos interesses a longo prazo na empresa social permite que haja tempo para criar valor e benefício sociais, restaurando a confiança nas grandes empresas e incentivando investimentos produtivos que são benéficos para o bem-estar mundial. É recomendável, portanto, uma base forte de acionistas com perspetivas de longo prazo que apoiem administradores que se focalizem no crescimento económico estável. “Julga-se recomendável que os accionistas (e não os gestores) definam políticas de responsabilidade social e de desenvolvimento sustentável”<sup>124</sup>. Estas políticas protegem quer os sócios e os administradores como trabalhadores, clientes e *stakeholders*<sup>125</sup>.

Todavia, não existem demonstrações empíricas claras que é benéfico para a sociedade manter um conjunto de acionistas estáveis e duradouros, podendo estes ser passivos. Existe também quem argumente que a detenção de ações a curto prazo pode criar valor a longo prazo e quem critique que a falta de liquidez das ações de lealdade.

---

<sup>121</sup> Cf. BEALE/FERNANDO, “Short-termism and Genuineness in Environmental Initiatives: A Comparative Case Study of Two Oil Companies”, in *European Management Journal*, Volume 27, issue 1, 2009, p. 26-35.

<sup>122</sup> Cf. RAPPAPORT, *The Economics of Short-term Performance Obsession*, 2005, pp. 65-79, disponível em:

<http://cmsu2.ucmo.edu/public/classes/young/Guidance%20Research/The%20Economics%20of%20Short-Term%20Performance%20Obsession.pdf>

<sup>123</sup> ADAM SMITH, *Riqueza das Nações*, Vol. I, 5ª ed., Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, trad. de CRISTÓVÃO DE AGUIAR, 2010, p. 547, refere esta metáfora para explicar as “bolhas” especulativas criadas pelas letras de câmbio no século XVIII.

<sup>124</sup> FRANCISCO ALVES, “Uma perspectiva económica sobre as (novas) regras de corporate governance”, in *A Reforma do Código das Sociedades Comerciais – Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura*, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 173-196. Sobre estas políticas é interessante analisar o conceito de *relational investing* que consiste numa relação estável de colaboração entre o acionista e a sociedade, mais sobre o assunto em: PEDRO MAIA, (n. 88), pp. 809 e 810.

<sup>125</sup> Cf. DURUIGBO, *Tackling investor and managerial myopia*, 2012 p. 52, disponível em: [http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1002&context=emeka\\_duruigbo](http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1002&context=emeka_duruigbo)

Apesar disto, as ações de lealdade oferecem maior controlo em troca dessa falta de liquidez. John Coffee, muito convincentemente, alegou que liquidez e controlo são *tradeoffs*<sup>126</sup>. Quem exerce controlo não deve disfrutar de liquidez e vice-versa. Geralmente, um investidor deve sacrificar uma em detrimento da outra, para a poder usar mais eficazmente.

As ações de lealdade visam, exatamente, o acréscimo de atenção dos sócios no interesse da sociedade e em perspetivas de longo prazo, entendendo-se que esse envolvimento necessita de incentivos claros. A *raison d'être* destas ações é estimular os acionistas a cobrir os custos do seu investimento com um exercício apropriados das suas responsabilidades democráticas dentro da sociedade<sup>127</sup>. Como os prejuízos advenientes de uma crise abarcam quase exclusivamente os acionistas de longo prazo, ao invés dos acionistas de curto prazo, que, devido à sua curta estadia, não se interessam por essas responsabilidades, são aqueles que devem ser devidamente recompensados.

### 3.5 Remuneração dos administradores

A remuneração dos administradores tem constituído uma das matérias nucleares de *Corporate Governance*, “já antes da projeção mediática que a crise financeira lhe atribuiu”<sup>128</sup>. Ora, a remuneração, para além de atrair e fidelizar administradores talentosos<sup>129</sup>, é vista como um meio de alinhar interesses entre administradores e acionistas, sustentando-se que, para propiciar esse alinhamento, a remuneração dos administradores deve variar em função dos ganhos dos acionistas. A variabilidade da remuneração serve, também, como estímulo a que estes exerçam com máximo empenho as suas funções.

Logo, a remuneração dos administradores vem assentando cada vez mais numa fração variável, frequentemente composta por um plano de atribuição de ações ou por *stock options*. Apesar da variabilidade da remuneração estar associada à motivação de

---

<sup>126</sup> COFFEE, “Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor”, in *Columbia Law Review*, 1991, p. 1277.

<sup>127</sup> Cf. DURUIGBO, (n. 125), p. 37.

<sup>128</sup> PEDRO MAIA, (n. 88), p. 868.

<sup>129</sup> Cf. JORGE SIMÃO, “A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano II – n.º 3 e 4, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 795-820.

administradores para assumirem projetos de risco, prosseguindo políticas de curto prazo, a ideia que a principal responsabilidade da administração é maximizar o desempenho da empresa a longo prazo através de incentivos é consensual na doutrina, mas é mal implementada na prática. O receio de apreciações negativas de desempenho, a emulação pela concorrência ou o medo de operações de *takeover* podem precipitar os administradores para investimentos cada vez mais arriscados<sup>130</sup>. A lógica de curto prazo acentuou-se e toda a estratégia girou em torno da crescente e contínua valorização de ações e da capitalização bolsista da sociedade, em detrimento da sua sustentabilidade futura<sup>131</sup>.

O mecanismo das ações de lealdade pode alterar estas consequências, incentivando os acionistas a monitorizar os administradores<sup>132</sup> e a terem um diálogo construtivo - expressando a sua preferência por políticas de longo prazo -, através de “uma política de remuneração consistente de diminuição dos custos de agência”<sup>133</sup>. Pode, portanto, reforçar a relação fiduciária entre os administradores e a sociedade<sup>134</sup>.

Esta linha de pensamento é seguida pelos Códigos de Boa Governação da CMVM e do IPCG. Ambos recomendam que a remuneração dos administradores deva garantir uma atuação alinhada com os interesses de longo prazo dos acionistas e que quando a remuneração variável compreenda a atribuição de opções ou ações, o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos.

Seguimos esta linha de ideias, sendo também benéfico que a remuneração seja feita através da atribuição de ações de lealdade. A diferença em relação às propostas do IPCG e da CMVM seria, em vez de uma norma proibitiva, tentar incentivar os administradores com um bónus, dando uma imagem mais positiva e revigorante a uma nova política de remunerações. Outros benefícios seriam os administradores, detendo ações, revelarem ao mercado a sua própria confiança na sociedade. A obrigação de deter

---

<sup>130</sup> Cf. QUELHAS, *Sobre as crises financeiras, o risco sistémico e a incerteza sistemática*, Almedina, Coimbra, 2012, p. 90.

<sup>131</sup> Cf. BANDEIRA, “A remuneração dos administradores”, SRS Advogados, disponível em: [http://www.srslegal.pt/xms/files/NOTICIAS\\_IMPrensa/Aspectos\\_PFB.pdf](http://www.srslegal.pt/xms/files/NOTICIAS_IMPrensa/Aspectos_PFB.pdf)

<sup>132</sup> Cf. DURUIGBO, *Stimulating Long-Term Shareholding*, 2012, pp. 26 e ss., disponível em: <http://cardozolawreview.com/Joomla1.5/content/33-4/Duruigbo.33-4.pdf>; ALEXANDER QUIMBY, (*n. 110*), p. 405.

<sup>133</sup> SOUSA GUEDES, *A Remuneração dos Administradores*, Almedina, Coimbra, 2011, p. 11.

<sup>134</sup> Sobre esta relação *vd.* MAFALDA MONDIM, “O Dever de Lealdade dos Administradores e o Desvio de Oportunidades de Negócio Societárias”, in *Questões de Tutela de Credores e de Sócios das Sociedades Comerciais* (coord. FÁTIMA RIBEIRO), Almedina, Coimbra, 2013, pp. 69-104.

ações pode melhorar o desempenho dos administradores e ao detê-las por um período longo de tempo evita que estes possam obter elevadas remunerações com base em políticas de curto, ou, até, de muito curto prazo, inclusivamente quando estas venham a repercutir-se muito negativamente no médio e no longo prazo.

## **Conclusão**

O roteiro do nosso estudo começou por analisar a utilização das ações de lealdade, procurando examinar minuciosamente todos os acontecimentos relevantes atinentes a esta nova figura, podendo-a definir como um tipo de ações que atribuem benefícios especiais em matéria de lucros ou de direitos de voto em favor daqueles acionistas que investem numa perspetiva de longo prazo.

Observamos pormenorizadamente a consagração legal destas ações em França e Itália. Desde a consagração do regime do voto duplo de 1966, em França, até às introduções mais recentes do dividendo de lealdade, em França também, em 1994, e em Itália, em 2010. Comparamos estes regimes e chegámos à conclusão que o regime italiano apresenta-se muito mais completo devido a um bom aproveitamento da experiência legislativa francesa, por parte do legislador italiano.

De seguida, vimos a utilização das ações de lealdade por parte de algumas sociedades comerciais. Analisámos algumas sociedades comerciais francesas, já que nesse país, parece ser quase prática corrente a institucionalização desse instrumento, e, pelos dados que conseguimos obter, parece ter alcançado bastante sucesso. Observámos também um exemplo de uma sociedade britânica, que já introduziu o regime das ações de lealdade. Noutros países, apreciamos a originalidade de algumas propostas alternativas, relativas à implementação das ações de lealdade, vindas, por exemplo, dos EUA e da Suíça. Notámos na proposta interessantíssima de Bolton e Samama de criar ações de lealdade que atribuam *warrants* aos acionistas de longo prazo. E reparámos na defesa aguerrida da ideia das ações de lealdade por parte de Peter Butler, membro fundador da *Governance for Owners*, um fundo de investimento britânico.

Adiante, considerámos, ainda, um caso jurídico, na Holanda, em que se questionou a admissibilidade legal das ações de lealdade, nomeadamente a sua conformidade com o princípio de igualdade de tratamento dos sócios. O Supremo Tribunal Holandês acabou por não concluir se havia violação do princípio, sendo as ações de lealdade ainda alvo de bastante discussão na Holanda.

Passámos a abordar a possibilidade de introdução de ações de lealdade em Portugal, tendo em conta o nosso ordenamento jurídico. Concluímos que as ações de lealdade não têm necessariamente que formar numa categoria de ações e não violariam o princípio de igualdade de tratamento dos sócios, tal como ele está delineado no sistema jurídico português. Inferimos, também, que o carácter *intuitus personae* destas ações não se incompatibiliza com o regime das sociedades anónimas. Vimos, porém, que as ações de lealdade sob a forma de voto duplo, tal como existem em França, são impossíveis de se introduzir em Portugal, devido à proibição do voto plural nas sociedades anónimas. Aferimos, assim, que só poderão ser consagrados estatutariamente, em Portugal, o dividendo de lealdade e as ações de lealdade que atribuam *warrants*.

Seguiu-se um estudo das vantagens e riscos de uma eventual implementação das ações de lealdade. Começámos por analisar a regra *one share – one vote*, sendo que esta regra é completamente inconciliável com o regime das ações de lealdade sob a forma de voto duplo. No entanto, concluímos que seria favorável a abertura desta exceção por não prejudicar os princípios seguidos por esta regra. Posteriormente, vimos os conceitos de *exit* e de *voice*, não olvidando a importância do conceito de lealdade para uma melhor relação entre as opções *exit* e *voice*. Passámos para o estudo da corrente do *Shareholder voice*, enaltecendo a importância de não discriminar os investidores institucionais, devido ao seu poder e influência no sistema financeiro.

Seguidamente, averiguámos que as ações de lealdade em nada prejudicam a transparência, antes pelo contrário. Ainda salientámos o mérito de incentivar os interesses a longo prazo na empresa social, tendo em conta o acréscimo de atenção dos sócios à gestão societária e à maior responsabilidade dos acionistas de longo prazo.

Para finalizar a nossa exposição, aferimos a contribuição que as ações de lealdade podem dar para o alinhamento de interesses entre acionistas e administradores, como uma maior comunicação e uma maior partilha de objetivos, procurando sempre contribuir para o bem-estar da empresa social. Concluímos, por fim, que seria benéfico

remunerar os administradores através destas ações para incentivá-los a praticar políticas de longo prazo e a demonstrar confiança na sociedade que administram.

Tendo isto em conta, consideramos preponderante dar a possibilidade às sociedades portuguesas para implementarem o regime das ações de lealdade, algo que pode em muito ajudar o crescimento económico, quer das empresas, quer do país. Precisa, portanto, de ser elucidado este regime no panorama nacional. Uma das soluções poderá ser o seu incentivo em códigos de boa governação societária, que muito influenciam o mercado<sup>135</sup>. Outra seria a sua consagração legal, esclarecendo o seu regime a sociedades interessadas e que pretendam promover obter resultados mais prósperos, estáveis e benéficos para todos<sup>136</sup>.

É bom realçar a importância da prossecução destes interesses, nesta época em que “proliferam os investidores apenas preocupados com o encaixe financeiro decorrente da rentabilização, a curto prazo, do investimento accionista efectuado”<sup>137</sup>. Hoje esperemos que a tendência aponte “para a boa administração, para o não desperdício, para o necessário, para a eficiência, para a produtividade”<sup>138</sup>. É vital a proteção do investidor comum que pretende apenas assegurar a sua reforma e pagar a educação aos seus filhos.

À sombra deste grande colapso financeiro que vivenciamos, observámos os comportamentos deletérios e pouco éticos de certas empresas e bancos. As repercussões, porém, levaram pessoas de todo mundo à indignação, acometendo mais intensamente a classe mais pobre. Certo é que o sistema económico e a Ética devem integrar-se mutuamente em prol do bem-estar social<sup>139</sup> num mundo que é, cada vez mais, um conjunto de empresas, determinado inexoravelmente pelas regras imutáveis dos negócios. Algo deve ser alterado porque queremos viver da felicidade dos outros, não do sofrimento. Aliás, é bom que nos afastemos da “visão arcaica do capitalismo primitivo, capitalismo voraz e, conseqüentemente, a curto prazo, concebendo o mundo

---

<sup>135</sup> De acordo com um estudo de opinião, 80% dos investidores dizem-se dispostos a pagar cerca de mais 20% por ações de sociedades “bem governadas”, PEDRO MAIA, (n. 88), p. 1201.

<sup>136</sup> Cf. ALEXANDER QUIMBY, (n. 110), p. 392.

<sup>137</sup> PAULO CÂMARA, (n. 62), p. 175.

<sup>138</sup> SANTIAGO BECERRA, *O Crash de 2010*, Planeta, Lisboa, 2009, trad. ANA MARIA SILVA, p. 148.

<sup>139</sup> *Vd.* SHIONOYA, *Economy and Morality – The Philosophy of the Welfare State*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, 2005, p. 9.

como um *no man's land* à mercê de qualquer possível garimpeiro”<sup>140</sup>. Para colocar o mercado a funcionar eficientemente é preciso uma grande componente ética nos negócios, para reforçar a *fidúcia* dos operadores<sup>141</sup>. Algo em que o Direito tem um papel relevantíssimo, podendo corrigir esses comportamentos e intervir na prossecução de interesses melhores. Como ensina o ilustre professor Baptista Machado: “Não deve esquecer-se que a Justiça é um valor ético e que às normas de Direito inere a pretensão de realizar esse valor”<sup>142</sup>.

---

<sup>140</sup> ORLANDO DE CARVALHO, *Direitos das empresas* (Coord. LIBERAL FERNANDES, RAQUEL GUIMARÃES, REGINA REDINHA), Coimbra Editora, Coimbra, 2012, p. 215.

<sup>141</sup> Cf. PALAZZO/FERRANTI, *Etica del Diritto Privato*, Vol. II, Cedam, Milano, 2002, pp.198 e ss..

<sup>142</sup> BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao discurso legitimador*, Almedina, Coimbra, 1994, p. 62.

## **Bibliografia citada**

ABREU, Jorge Coutinho de, *Do Abuso de Direito – Ensaio de um Critério no Direito Civil e nas Deliberações Sociais*, Almedina, Coimbra, 1999.

ABREU, Jorge Coutinho de, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2<sup>a</sup> ed., Almedina, Coimbra, 2010.

ABREU, Jorge Coutinho de, *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 4.<sup>a</sup> ed., Almedina, Coimbra, 2013.

ABREU, Jorge Coutinho de, Anot. ao art. 384.º, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. VI, Almedina, Coimbra, 2013

ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Vol. I, 7<sup>a</sup> ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2013.

ALVES, Carlos Francisco, *Deverão os Investidores Institucionais envolver-se no Governo das Sociedades?*, 2000, disponível em:  
<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/ab5192fdec542ebb638bdf5b59fa776DeveraosInvestidoresinstitucionais.pdf>

ALVES, Carlos Francisco, *Os investidores institucionais e o governo das sociedades*, Almedina, Coimbra, 2005.

ALVES, Carlos Francisco, “Uma perspectiva económica sobre as (novas) regras de corporate governance”, in *A Reforma do Código das Sociedades Comerciais – Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura*, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 173-196.

ANTUNES, José Engrácia, *Os Grupos de Sociedades*, 2.<sup>a</sup> ed., Almedina, Coimbra, 2002.

ANTUNES, José Engrácia, *Os Instrumentos financeiros*, Almedina, Coimbra, 2009.

ANTUNES, José Engrácia, “A igualdade de tratamento dos accionistas na OPA”, in *Direitos das Sociedades em Revista*, Ano 2, Vol. 3, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 87-111.

ANTUNES, José Engrácia, “Novos rumos do direito societário europeu – «O Report of the reflection group on the future of eu company law»”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 347-353.

ASCENÇÃO, José de Oliveira, *Direito Comercial – Sociedades Comerciais*, IV, ed. do autor, 2000.

ASPACHS-BRACON, Oriol, *Hacia una nueva arquitectura financeira*, Documentos de Economía “la Caixa”, n.º 18, 2010.

BANDEIRA, Paulo “A remuneração dos administradores”, SRS Advogados, disponível em: [http://www.srslegal.pt/xms/files/NOTICIAS\\_IMPrensa/Aspectos\\_PFB.pdf](http://www.srslegal.pt/xms/files/NOTICIAS_IMPrensa/Aspectos_PFB.pdf).

BAPTISTA, Daniela, “Direito de Exclusão: Fundamento e Admissibilidade nas Sociedades Anónimas”, in *Direito Comercial e das Sociedades – Estudos em memória do Professor Doutor Paulo M. Sendin*, Universidade Católica Editora, 2012, pp. 393-426.

BEALE, Frederick/FERNANDO, Mario, “Short-termism and Genuineness in Environmental Initiatives: A Comparative Case Study of Two Oil Companies”, in *European Management Journal*, Volume 27, issue 1, 2009, pp. 26-35.

BECERRA, Santiago, *O Crash de 2010*, Planeta, Lisboa, 2009, trad. ANA MARIA SILVA.

BOLTON, Patrick/SAMAMA, Frederic, “L-Shares: Rewarding Long-term Investors”, August 2010, disponível em: [http://cgt.columbia.edu/files/papers/Bolton\\_Samama\\_L-Shares--Rewarding\\_Long-term\\_Investors.pdf](http://cgt.columbia.edu/files/papers/Bolton_Samama_L-Shares--Rewarding_Long-term_Investors.pdf)

BRAZ, Manuel Poirier, *Sociedades Comerciais e Direitos Especiais*, Livraria Petrony, Lisboa, 2010.

BRONZE, Fernando, *Lições de Introdução ao Direito*, 2ª ed., Coimbra editora, Coimbra, 2010.

BURKART, Mike/LEE, Samuel, “One Share – One Vote: The Theory”, in *Review of Finance*, 2008, pp. 1-49, disponível em: <http://sifr.org/wp-content/uploads/research/sifr-wp57.pdf>

CÂMARA, Paulo, “O governo das sociedades e os deveres fiduciários dos administradores”, in *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação financeira* (Coord. FÁTIMA RIBEIRO), Almedina, Coimbra, 2007, pp. 163-179.

CÂMARA, Paulo, “Medidas regulatórias adoptadas em resposta à crise financeira: um exame crítico.” in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume IX, Coimbra Editora, Coimbra, 2009, 71-113.

CAMERLYNCK, Guillaume Hubert, *De l'Intuitus personae dans la société anonyme: thèse pour le doctorat*, A.Pedone, Paris, 1929.

CANARD, Raymond, “La légalité du dividende majeure: les échos 3 mai. 1993”, in *Les Echos*, n° 16382, pp. 24 e 25.

CARVALHO, Orlando de, *Direitos das empresas* (Coord. LIBERAL FERNANDES, RAQUEL GUIMARÃES, REGINA REDINHA), Coimbra Editora, Coimbra, 2012.

CIRCOLARE ASSONIME n.º 11/2010, “Il recepimento della direttiva europea sui diritti degli azionista com il d.lgs. 27 gennaio 2010, n.27:gli effetti sugli statuti delle società quotate e i nuovi termini per le assemblee”, in *Rivista delle Società*, anno 55º, fascicolo 2º-3º, Guiffre Editore, Milano, 2010, pp. 554-572.

COELHO, Eduardo de Melo Lucas, “Exercícios vários acerca da presidência das assembleias especiais de categorias de accionistas”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor. Raúl Ventura*, Volume II, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 421-466.

COFFEE, John, “Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor”, *Columbia Law Review*, 1991.

CORDEIRO, António Menezes, *Da Responsabilidade Civil dos Administradores*, Lex, Lisboa, 1997.

CORDEIRO, António Menezes, “A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, Ano I, n.º 2, 2009, pp. 263-286.

CORDEIRO, António Menezes, Anot. ao art. 24.º, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2011.

CORDEIRO, António Menezes, Anot. ao art. 384.º, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2011.

CORREIA, António Ferrer, *Estudos de Direito Civil Comercial e Criminal*, Vol. II, 2ª ed., Coimbra, 1985.

CORREIA, Luís Brito, *Direito Comercial*, 2.º vol., *Sociedades Comerciais*, AAFDL, Lisboa, 1989.

CORREIA, Miguel Pupo, *Direito Comercial – Direito da empresa*, 12ª ed., EDIFORUM, Lisboa, 2011.

CORTEZ, Jorge Simões, “As formalidades da transmissão de quotas e acções no direito português”, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (Coord. ULHOA COELHO, FÁTIMA RIBEIRO), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 313-344.

COSTA, Ricardo/DIAS, Gabriela Figueiredo, Anot. ao art. 64.º, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, Almedina, Coimbra, 2010.

CUNHA, Paulo Olavo, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: as Acções Priviligiadas*, Almedina, Coimbra, 1993.

CUNHA, Paulo Olavo, *Direitos das Sociedades Comerciais*, 5ª ed., Almedina, Coimbra, 2012.

CUNHA, Paulo Olavo, “O poder dos sócios”, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (Coord. ULHOA COELHO, FÁTIMA RIBEIRO), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 189-215.

DAILLY, Eric, “Le dividend majoré, une fausse bonne idée”, in *Figaro économique*, 14 Abril 1993.

DELVAUX, Jean-Claude, “Le dividende majoré. Solutions proposées à quelques problèmes pratiques”, in *Droit des Sociétés*, Éd. Techniques, Nov. 1994, p. 3.

DIAS, Cristiano Amadeu Ramos, “Os direitos especiais dos sócios nas sociedades anónimas: as golden shares”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, Nº 3, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 735-810.

DOMINGUES, Paulo de Tarso, *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, Coimbra, 2009.

DOMINGUES, Paulo de Tarso, Anot. ao art. 22.º, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. I, Almedina, Coimbra, 2010.

DONALD, David, “Shareholder Voice and Its Opponents”, in *Journal of Corporate Law Studies* 2005, pp. 1-52, disponível em:  
[www.ilf-frankfurt.de/uploads/.../ILF\\_WP\\_040.pdf](http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/.../ILF_WP_040.pdf).

DURUIGBO, Emeka, *Tackling investor and managerial myopia*, 2012, disponível em:  
[http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1002&context=emeka\\_duruigbo](http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1002&context=emeka_duruigbo)

DURUIGBO, Emeka, *Stimulating Long-Term Shareholding*, 2012, disponível em:  
<http://cardozolawreview.com/Joomla1.5/content/33-4/Duruigbo.33-4.pdf>

FERRI, Giuseppe, *Diritto Commerciale*, 13ª ed., UTET Giuridica, Torino, 2010.

FURTADO, Jorge Pinto, *Deliberações dos sócios*, Almedina, Coimbra, 1993.

FURTADO, Jorge Pinto, *Curso de direito das sociedades*, 5ª ed. Almedina, Coimbra, 2006.

GOMES, Maria de Fátima, “Dividendo de lealdade?”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 401-418.

GUEDES, Inês Sousa, *A Remuneração dos Administradores*, Almedina, Coimbra, 2011.

GUYATT, Danyelle, “Corporate social responsibility: the case of long-term and responsible investment”, in *The Cambridge Handbook of Psychology and Economic behavior*, Cambridge University Press, 2012, pp. 155-178.

GUYON, Yves, “La loi du 12 Juillet 1994 sur le dividende majoré”, in *Rev. Sociétés*, ano 113, n.º 1, Jan/Março 1995, pp. 1-14.

HIRSCHMAN, Albert, *Exit, voice and loyalty: responses to decline in firms, organizations and states*, Harvard University Press, Massachusetts, 1970.

JEANTIN, Michel, *Observations sur la notion de catégories d'actions*, Recueil Dalloz, Montrouge Cedex, 1995.

JUGLART, Michel de/IPPOLITO, Benjamim, *Les Sociétés Commerciales*, 2º vol., 10.ª ed., Montchrestien, Paris, 1999.

KINDLEBERGER, Charles/ALIBER, Robert, *Manias, Panics and, Crashes: A History of Financial Crises*, 5ª edition, John Wilhey & Sons, New Jersey, 2005.

LABAREDA, João, *Das acções das sociedades anónimas*, AAFDL, Lisboa, 1988.

LEITÃO, Luís Menezes, “As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 57-76.

LENNARTS, Loes/KOPPERT-VAN BEEK, Monique, “Loyalty Dividend and the EC Principle of Equal Treatment of Shareholders”, in *European Company Law*, Vol. 5, n.º 4 (Agosto 2008), pp. 173-180.

MACHADO, João Baptista, *Introdução ao Direito e ao discurso legitimador*, Almedina, Coimbra, 1994.

MAIA, Pedro, *Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima*, Coimbra Editora, Coimbra, 2002.

MAIA, Pedro, *Voto e corporate governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, tese de doutoramento ainda não publicada, apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2009.

MAIA, Pedro, “Tipo de Sociedades Comerciais”, in *Estudos de Direito das Sociedades*, 13ª ed., Almedina, Coimbra, 2013, pp. 13-39.

MARTINS, Alexandre Soveral, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade das ações*, Almedina, Coimbra, 2006.

MARTINS, Alexandre Soveral/COSTA, Ricardo, Anot. ao art. 24.º, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. I, Almedina, Coimbra, 2010.

MARTINS, Alexandre Soveral, Anot. ao art. 302.º, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012.

MARTINS, Alexandre Soveral, Anot. ao art. 328.º, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012.

MATOS, Albino, *Constituição de Sociedades*, 5ª ed., 2001.

MERCADAL, Barthélémy/JANIN, Philippe, *Droit des Affaires – Sociétés Commerciales*, Éd. Francis Lefebvre, Levallois, 1998.

MESTRE, Jacques/VELARDOCCHIO, Dominique, *Sociétés Commerciales*, Lamy, Paris, 2002.

MONDIM, Mafalda, “O Dever de Lealdade dos Administradores e o Desvio de Oportunidades de Negócio Societárias”, in *Questões de Tutela de Credores e de Sócios das Sociedades Comerciais* (coord. FÁTIMA RIBEIRO), Almedina, Coimbra, 2013, pp. 69-104.

NUNES, Pedro Caetano, *Dever de gestão dos administradores de sociedade anónimas*, Almedina, Coimbra, 2012.

OLAVO, Carlos, “Deveres e direitos dos sócios nas sociedades por quotas e nas sociedades anónimas”, in *Estruturas jurídicas da empresa*, AAFDL, Lisboa, 1989, pp. 57-81.

PALAZZO, Antonio/FERRANTI, Ione, *Etica del Diritto Privato*, Vol. II, Cedam, Milano, 2002.

POLLAUD-DULIAN, Frédéric, “La querelle du dividend majeure, un aspect du principe d’égalité dans le droit des sociétés cotées en bourse” in *JCP*, 1993, pp. 345-350.

QUELHAS, José, *Sobre as crises financeiras, o risco sistémico e a incerteza sistemática*, Almedina, Coimbra, 2012.

QUIMBY, Alexander, *Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares*, 2013, disponível em:

<http://diginole.lib.fsu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1011&context=fsulr>

RAMOS, Elisabete, Anot. ao art. 272.º, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V, Almedina, Coimbra, 2012.

RAPPAPORT, Alfred, *The Economics of Short-term Performance Obsession*, 2005, disponível em:

<http://cmsu2.ucmo.edu/public/classes/young/Guidance%20Research/The%20Economics%20of%20Short-Term%20Performance%20Obsession.pdf>

RIBEIRO, Maria de Fátima, *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*, Almedina, Coimbra, 2009.

RODRIGUES, Raquel Pinheiro, “Crise e reestruturação empresarial – as respostas do Direito das sociedades comerciais”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 221-275.

ROUBINI, Nouriel/MIHM, Stephen, *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin Group US, 2010.

SHIONOYA, Yuichi, *Economy and Morality – The Philosophy of the Welfare State*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, 2005.

SILVA, Paula Costa e, “O conceito de acionista e o sistema de record date”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 447-460.

SIMÃO, Jorge, “A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano II – n.º 3 e 4, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 795-820.

SMITH, Adam, *Riqueza das Nações*, Vol. I, 5ª ed., Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa, trad. CRISTÓVÃO DE AGUIAR, 2010.

TRIUNFANTE, Armando, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra editora, Coimbra, 2004.

TRIUNFANTE, Armando, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007.

VALÉRIO, Mathilde, “A DMIF e a crise financeira de 2007-2010. Necessidade de um novo rumo”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, Ano II, n.º 3-4, 2010, pp. 821-847.

VASCONCELOS, Pedro Pais, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2006.

VASCONCELOS, Pedro Pais, “Responsabilidade Civil dos Gestores das Sociedades Comerciais”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Ano I, Vol. I, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 11-32.

VENTURA, Raúl, *Alterações do Contrato de Sociedade (Comentário ao Código das Sociedades Comerciais)*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 1988.

VENTURA., Raúl, “Acções preferenciais sem voto. Acções preferenciais remíveis. Amortização de acções (Acções de fruição)”, in *Estudos vários sobre sociedades anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992, pp. 407-511.

VENTURA, Raúl, *Sociedades por Quotas*, Vol. II, Almedina, Coimbra, 1996.

XAVIER, Vasco Lobo, *Anulação de Deliberação Social e Deliberações Conexas*, Almedina, Coimbra, 1998.