

**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA  
MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO**

**ACÇÕES DE LEALDADE  
ANÁLISE DA FIGURA E DA SUA ADMISSIBILIDADE NO ORDENAMENTO JURÍDICO  
PORTUGUÊS**

**ANTÓNIO MARIA BETTENCOURT DA CAMARA MAGALHÃES RAMALHO  
ALUNO N.º 143716025**

**AGOSTO DE 2018**

**ORIENTADOR: PROFESSOR DOUTOR FRANCISCO MENDES CORREIA**

**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA  
MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO**

**ACÇÕES DE LEALDADE  
ANÁLISE DA FIGURA E DA SUA ADMISSIBILIDADE NO ORDENAMENTO JURÍDICO  
PORTUGUÊS**

**ANTÓNIO MARIA BETTENCOURT DA CAMARA MAGALHÃES RAMALHO  
ALUNO N.º 143716025**

**AGOSTO DE 2018**

**ORIENTADOR: PROFESSOR DOUTOR FRANCISCO MENDES CORREIA**

## ÍNDICE

ABREVIATURAS.....	4
RESUMO .....	5
1. INTRODUÇÃO .....	6
2. LÓGICA DE CURTO PRAZO .....	11
3. ACÇÕES DE LEALDADE .....	18
3.1. VOTO PLURAL.....	22
3.2. WARRANTS.....	25
3.3. DIVIDENDOS DE LEALDADE.....	29
4. PORTUGAL .....	32
4.1. DIREITOS ESPECIAIS .....	32
4.2. VOTO PLURAL .....	37
5. CONCLUSÃO.....	39
BIBLIOGRAFIA .....	41

## ABREVIATURAS

AA.	Autores;
CSC	Código das Sociedades Comerciais;
CVM	Código dos Valores Mobiliários;
ed.	edição;
IPCG	Instituto Português de <i>Corporate Governance</i> ;
n.º	número;
p.	página;
pp.	páginas;
RDS	Revista de Direito das Sociedades;
ss.	seguintes;
Vol.	Volume;
VV.	Vários

## RESUMO

Nesta dissertação pretendemos analisar a figura das acções de lealdade e a sua admissibilidade no ordenamento jurídico português.

Começaremos por abordar brevemente as circunstâncias que levaram ao surgimento desta figura, nomeadamente a tendência observada no mercado para a adopção de uma lógica de curto prazo.

Analisaremos, de seguida, a figura das acções de lealdade, enquanto resposta ao problema avançado. Pretendemos demonstrar as alternativas de adequação desta figura à resolução dos problemas gerados pelo curto-prazo e fazer um levantamento do desenvolvimento que lhe tem sido dado. Abordaremos, nomeadamente, as várias formas através das quais pode manifestar-se e que têm sido avançadas pela doutrina, com particular relevo para os ordenamentos de origem anglo-saxónica.

Após esta introdução, pretendemos questionar, como supracitado, a admissibilidade desta figura no âmbito do direito português. Debruçar-nos-emos, em particular, sobre os conceitos de direitos especiais, categorias de acções, e o princípio da lealdade entre sócios.

Abordaremos, ainda a utilidade desta figura face à realidade do mercado de capitais português.

Em último lugar, faremos referência àquela que nos parece a forma mais adequada de integrar as acções de lealdade no ordenamento jurídico, em virtude da análise feita.

# 1. INTRODUÇÃO

Os accionistas de uma sociedade anónima prosseguem um fim: o lucro<sup>1</sup>. Por seu turno, as sociedades comerciais carecem, por forma a desenvolver a sua actividade, de investimento. Nas palavras de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “[a] sociedade funciona, essencialmente, como forma de captação de recursos (...)”<sup>2</sup>. Consequentemente, estão interessadas em oferecer aos potenciais investidores oportunidades de investimento que venham a gerar lucros, satisfazendo-se, dessa forma, os interesses de ambas as partes.

Esta relação pode assumir muitas formas, mas todas tentam encontrar um equilíbrio entre a obtenção de lucros no presente e a possibilidade de obtenção de lucros futuros. Como tal, é do interesse das sociedades ter a capacidade de manter os seus accionistas, assegurando o investimento e salvaguardando um futuro sustentável.

Um estudo apresentado pelo McKinsey Global Institute alerta para a importância da sustentabilidade a longo prazo das empresas.<sup>3</sup>

Partimos, assim, da assunção da premissa de que as estratégias de longo prazo são do interesse das sociedades, tal como fazem LUCIAN BEBCHUK e JESSE M. FRIED, no seu artigo intitulado “*Paying for Long-Term Performance*”.<sup>4</sup>

A importância do longo prazo na definição da estratégia das sociedades encontra reflexos claros no actual Código de Governo das Sociedades do IPCG, de 2018.<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> JOHN ARMOUR, HENRY HANSMANN, REINIER KRAAKMAN, *What is Corporate Law?*, in *Anatomy of Corporate Law*, REINIER KRAAKMAN, JOHN ARMOUR, PAUL DAVIES, HENRY HANSMANN, GERARD HERTIG, KLAUS HOPT, HIDEKI KANDA, e EDWARD ROCK, 2.<sup>a</sup> ed., 2009, Oxford University Press, p.28

<sup>2</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, 2.<sup>a</sup> edição, 2015, Almedina, p. 16

<sup>3</sup> MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE, *Measuring the economic impact of short-termism*, discussion paper, Fevereiro de 2017

<sup>4</sup> LUCIAN A. BEBCHUK, JESSE M. FRIED, *Paying for Long-Term Performance*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 158, 2010.

Nomeadamente, o princípio geral que estabelece que “o governo societário deve (...) sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral (...) no desenvolvimento sustentado das sociedades”. A propósito da remuneração dos administradores, é recomendado que esta promova “*uma actuação [dos administradores] alinhada com os interesses de longo prazo dos accionistas*” (sublinhado nosso).

Pode, ainda, ler-se que a componente variável da remuneração dos administradores deve ser diferida por um prazo não inferior a três anos. No capítulo dedicado à gestão de risco, determina-se que esta deve ter por base “*a estratégia de médio e longo prazo*”.

Estes são apenas alguns dos exemplos da importância dada ao longo prazo na última versão do Código de Governo das Sociedades do IPCG.<sup>6</sup>

Independentemente da importância dada ao longo prazo, é evidente que uma sociedade que não apresente resultados positivos corre o risco de perder os seus accionistas, que podem não estar dispostos a correr os riscos decorrentes de um investimento com poucas probabilidades de retorno.

No entanto, a angariação destes investimentos pelas sociedades depende, em larga medida, do sucesso com que consegue comunicar ao mercado a sua capacidade para obter rendimentos que compensem o investimento feito.

O mercado de capitais é, em Portugal como no resto do mundo, cada vez mais caracterizado por uma *early exit culture*.<sup>7</sup> Duas ilações podem ser tiradas desta observação: uma é a de que os investimentos de curto prazo são a maioria, marcando

---

<sup>5</sup> Disponível em <https://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo-pt-2018-ebook.pdf>

<sup>6</sup> Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance*, de 2018.

<sup>7</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de acções com direito de voto plural às L-Shares*, in RDS, Vol. VII, 2015, Almedina

a cultura de investimentos e, conseqüentemente, as sociedades comerciais objecto de tais investimentos; a outra é que, em caso de crise (independentemente dos factos que lhe derem origem), a maioria dos accionistas tenderá a optar por alienar as suas participações, ao invés de tentar encontrar uma solução para os problemas através do exercício dos seus direitos de voto.<sup>8</sup>

Na doutrina anglo-saxónica fala-se, a este propósito, de duas actuações típicas dos accionistas de uma sociedade em caso de crise: “exit” ou “voice”<sup>9</sup>. A primeira corresponde à actuação dos accionistas que vendem as suas participações – coloquialmente referida como “voto com os pés”<sup>10</sup> – e a segunda à capacidade de ter uma intervenção da qual resulte uma mudança efectiva na realidade societária que, como tal, apresenta uma resposta eficaz à crise em questão.

O sócio goza, por força do seu estatuto, de vários direitos, que são susceptíveis de diversas classificações. Pode, nomeadamente, distinguir-se os direitos políticos ou participativos dos patrimoniais.<sup>11</sup> Sabendo que o *estado de sócio* não se esgota nos direitos patrimoniais e direitos participativos<sup>12</sup>, estes desempenham um papel fundamental na configuração daquele. Assumimos, como exemplo paradigmáticos de cada um destes tipos de direito, respectivamente, o direito ao lucro e o direito de voto.<sup>13</sup>

A evolução do mercado de capitais e, paralelamente, a evolução das sociedades comerciais, conduziu a que seja cada vez mais comum a detenção de participações sociais mais motivada pelo segundo direito do que pelo primeiro. Significa isto que a acção é hoje frequentemente transaccionada como activo

---

<sup>8</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op.cit.* 7, p. 436

<sup>9</sup> FÁTIMA GOMES, *Dividendo de Lealdade?*, in II Congresso do Direito das Sociedades em Revista, 2012

<sup>10</sup> EMEKA DURUIGBO, *Tackling Shareholder Short-Termism and Managerial Myopia*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1802840>

<sup>11</sup> PAULO OLAVO CUNHA, *Os novos direitos especiais: as acções especiais*, in II Congresso do Direito das Sociedades em Revista, 2012

<sup>12</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades I – Parte Geral*, 3.ª Edição 2016, Almedina, p. 625 e ss.

<sup>13</sup> JOHN ARMOUR, HENRY HANSMANN, REINIER KRAAKMAN, *in op. cit.* 1, p.14

financeiro, sendo esse o principal interesse que o accionista médio encontra na sua detenção.

A figura do accionista tem vindo a evoluir num sentido em que os direitos patrimoniais se sobrepõem aos políticos<sup>14</sup>. É muito frequente a detenção de acções exclusivamente como instrumento financeiro, independentemente da sociedade a que correspondem. É também expectável que, na maioria dos casos, o mesmo investidor seja titular de acções de diversas sociedades, obedecendo às técnicas de gestão de risco que sugerem uma composição diversificada das carteiras de investimento.<sup>15</sup>

Considerando este modelo de accionista e a cultura de curto prazo que domina o mercado de capitais, não surpreende que uma sociedade que não apresente resultados positivos e céleres tenha dificuldade em interessar os seus accionistas em investimentos de longo prazo, dessa forma comprometendo a sua estabilidade financeira e sustentabilidade a longo prazo.

Sobre os accionistas de uma sociedade anónima impende um dever de lealdade para com a sociedade, que abordaremos *infra* com maior detalhe, no ponto 4.2. No entanto, importa assinalar, desde já, que a referência a “lealdade” da figura que ora se estuda não coincide com aquela de que trata o dever de lealdade. Pretendemos, deste modo, ressaltar a polissemia da palavra “lealdade”, evitando confusões terminológicas.

Por tudo isto, e sendo fundamental para as sociedades, tendo em conta os dados acima descritos, a capacidade de cativar investimento a longo prazo, através da fidelização dos seus accionistas, tem tido lugar um movimento de promoção de investimentos de longo prazo através da adopção de mecanismos que atraiam investidores comprometidos com esta lógica. É este o desiderato que se pretende ver cumprido em resultado da consagração das acções de lealdade.

Importa, para este efeito, perceber que tipos de incentivos serão mais eficazes. Considerando os direitos dos accionistas a que acima se aludiu, é de prever que os

---

<sup>14</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 2, p. 19

<sup>15</sup> <https://www.investopedia.com/terms/d/diversification.asp>

incentivos assumam uma natureza financeira ou política. Ou seja, serão tendencialmente retribuições financeiras (nomeadamente, dividendos) ou direitos de voto.

## 2. LÓGICA DE CURTO PRAZO

No rescaldo da crise de 2008, muitas razões têm sido apresentadas para explicar o colapso do sistema financeiro. De entre as mais comumente apontadas, conta-se o fenómeno habitualmente designado por *short-termism*<sup>16</sup>, com o qual se descreve a predominância de uma lógica de curto prazo subjacente ao investimento e à actuação das próprias sociedades.

De acordo com a doutrina que aponta o *short-termism* como um dos principais problemas do direito societário actual, nos últimos anos tem sido estabelecido um paradigma no qual se observa uma tendência cada vez maior para a detenção de participações sociais por períodos cada vez mais curtos. É demonstrativo desta cultura o facto de, na Bolsa de Nova Iorque ter-se vindo a observar uma diminuição significativa do tempo médio de detenção de acções, que passou, entre 1975 e 2005, de cinco anos para um.<sup>17</sup>

É abundante a doutrina<sup>18</sup> que defende que as consequências da adopção de critérios aos quais subjaz esta tendência se revelam, em muitos casos, nefastas.

Importa, ainda, referir que o *short-termism* não se esgota na constatação de que os períodos de detenção de participações sociais pelos accionistas tem vindo a diminuir. É, outrossim, uma tendência generalizada observada internacionalmente, transversal à esmagadora maioria dos agentes do mercado, que tende a reforçar-se, que leva a um encurtamento cada vez maior dos prazos tanto de detenção de activos, como de expectativa de retornos e, o que é pior, de adopção de estratégias de gestão das sociedades.

---

<sup>16</sup> MICHAL BARZUZA, ERIC TALLEY, *Short-termism and long-termism*, Fevereiro de 2016, disponível em [http://www.law.nyu.edu/sites/default/files/upload\\_documents/Paper%20Mar%201%20-%20Barzuza%20and%20Talley.pdf](http://www.law.nyu.edu/sites/default/files/upload_documents/Paper%20Mar%201%20-%20Barzuza%20and%20Talley.pdf)

<sup>17</sup> ALEXANDER QUIMBY, *Addressing corporate short-termism through loyalty shares*, Florida State University Law Review, vol. 40, n.º 2, 2013, 388-413 (395).

<sup>18</sup> Encontra-se um exemplo ilustrativo em MALCOLM S. SALTER, *Short-Termism at its Worst*, Edmund J. Safra Center for Ethics, Harvard University, 2013

Assim, são riscos ou efeitos nocivos do *short-termism* a insustentabilidade a longo prazo das sociedades e, conseqüentemente, dos mercados financeiros constituídos por estas; a criação de bolhas especulativas; a empolgação da valorização de resultados a curto prazo; a corrupção originada por pressões para a obtenção célere de resultados; o desinvestimento em desenvolvimento, pesquisa e inovação; a eliminação de postos de trabalho; entre outros.<sup>19</sup>

Decisões de curto prazo tendem a favorecer resultados imediatos ou muito próximos em detrimento de ganhos futuros, de uma forma que pode comprometer a sustentabilidade da sociedade e, inclusivamente, por consequência, o valor actual líquido desta.

O *short-termism* acarreta ainda o risco de destruição de valor a longo prazo, de diminuição da eficiência do mercado, redução do retorno de investimento e do bloqueio de esforços no sentido de reforçar a prossecução dos objectivos do *corporate governance*.<sup>20</sup>

As razões que levam o mercado e todos os seus agentes a submeter-se a esta lógica de curto prazo são múltiplas, sendo esta sujeição visível de um modo talvez mais evidente na conduta dos investidores. No entanto, seria uma visão muito curta da realidade dos mercados financeiros dizer que só nestes se manifesta o *short-termism*. As próprias sociedades, através dos seus administradores são agentes de curto prazo.

A “vida” destes agentes não é estanque, pelo que todos estão, como lhes é natural, além de profundamente relacionados uns com os outros, dependentes entre si,

---

<sup>19</sup> ASPEN INSTITUTE, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, 2009, disponível em [https://assets.aspeninstitute.org/content/uploads/files/content/docs/pubs/overcome\\_short\\_state0909\\_0.pdf](https://assets.aspeninstitute.org/content/uploads/files/content/docs/pubs/overcome_short_state0909_0.pdf); MICHAL BARZUZA, ERIC TALLEY, *op. cit.* 16, p.6; MALCOLM S. SALTER, *op. cit.* 18, p. 4; CFA CENTRE FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY / BUSINESS ROUNDTABLE INSTITUTE FOR CORPORATE ETHICS, *Breaking the short-term cycle – Discussion and recommendations on how corporate leaders, asset managers, investors, and analysts can refocus on long-term value*, 2005, p.3; entre outros.

<sup>20</sup> CFA CENTRE FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY / BUSINESS ROUNDTABLE INSTITUTE FOR CORPORATE ETHICS, *op.cit.* 19

cada um contribuindo para a construção do ambiente no seio do qual desenvolvem a sua actividade.

Do ponto de vista dos administradores, salientamos o facto de estes terem, muito frequentemente, a sua remuneração dependente da obtenção de resultados positivos pela sociedade. Mas mais significativo para o fenómeno de que aqui nos ocupamos é o conjunto de critérios de acordo com os quais tais resultados são avaliados. Estes dão, o mais das vezes, um peso desmesurado ao curto prazo, em contraste com uma crescente desconsideração dos efeitos e resultados de longo prazo.

De entre os poderes atribuídos à assembleia geral, conta-se a competência para a fixação da remuneração dos administradores, prevista no número 1 do artigo 399.º do CSC<sup>21</sup>. De acordo com o número dois do mesmo artigo, ainda que com limites, “*a remuneração pode ser certa ou consistir parcialmente numa percentagem dos lucros de exercício*”. Não obstante esta constituir uma tentativa de concretização da idealização de uma estrutura de remuneração que faz coincidir em termos óptimos os interesses dos administradores com os dos accionistas<sup>22</sup>, a imperfeição dos esquemas existentes (e, pela sua natureza, dos próprios administradores) gera riscos, nomeadamente, por estes “lucros” serem frequentemente, na prática, substituídos por “resultados” avaliados com demasiada frequência, o que leva à tomada de decisões que têm como fundamento o interesse do próprio administrador, ao invés do interesse da sociedade.<sup>23</sup>

Na doutrina de origem anglo-saxónica, recorre-se frequentemente à expressão “miopia dos administradores” para referir este modo de actuação que desconsidera os interesses sociais.<sup>24</sup>

---

<sup>21</sup> LUCA ENRIQUES; HENRY HANSMANN; AND REINIER KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in *op. cit.* 1, p. 75

<sup>22</sup> LUCA ENRIQUES; HENRY HANSMANN; AND REINIER KRAAKMAN, *op. cit.* 1, p. 75

<sup>23</sup> ALEX EDMANS; VIVIAN W. FANG; ALLEN H. WUANG, *The long-term consequences of short-term incentives*, Finance Working Paper n.º527/2017, Fevereiro de 2018, p. 23, disponível em <http://ssrn.com>

<sup>24</sup> JOANA F. PIMENTEL e SUJIAO (EMMA) ZHAO, *Maturidade de Curto Prazo e Miopias nas Empresas*, in *Revista de Estudos Económicos*, Julho 2018, disponível em [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re201807\\_p\\_0.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re201807_p_0.pdf); e ALEX EDMANS/VIVIAN W. FANG/ALLEN H. WUANG, *op. cit.* 23, p. 5

Em termos simplificados, os administradores podem ser incentivados a procurar resultados a curto prazo, sob pena de verem as suas próprias compensações drasticamente reduzidas, ou até de perder oportunidades de carreira, caso os resultados apresentados não correspondam às expectativas dos accionistas.<sup>25</sup>

Contribui também para a importância desequilibrada dada ao curto prazo a incerteza gerada pela dificuldade no acesso à informação por parte dos investidores. São comuns as decisões motivadas pela actuação de agentes influentes em primeiro lugar e, em segundo, por todos os agentes menos importantes (e menos informados) que tomam decisões na esteira das decisões tomada pelos agentes mais influentes.<sup>26</sup>

As decisões são tomadas por reflexo e imitação, mais do que por acção com base na informação recolhida, estando tal informação mais relacionada com os agentes do mercado *per se* do que com o próprio mercado ou o próprio activo ou instrumento financeiro.

Há também quem atribua, no âmbito do mercado de capitais dos Estados Unidos da América, a predominância do *short-termism* à disseminação de uma “*casino mentality*” em Wall Street. Ou seja, defendem estes Autores<sup>27</sup> que o mercado bolsista reflecte cada vez menos um desenvolvimento marcado pela racionalidade financeira, e cada vez mais dirigido pela especulação e pela simples aposta.

Apesar de ser mais comum a culpabilização dos administradores pelas faltas que deram origem à crise, uma análise menos superficial deixa em clara evidência o papel fundamental desempenhado pelos investidores, tanto institucionais como particulares. Entre inúmeros outros factores, é também através da influência exercida

---

<sup>25</sup> LYNNE L. DALLAS, *Short-termism, the financial crisis and corporate governance*, The Journal of Corporation Law, vol. 37:2, University of San Diego, Legal Studies Research Paper Series, Research paper n.º 12-078, Fevereiro de 2012, 264-363 (271)

<sup>26</sup> JOHN COFFEE, *Gatekeepers: The Role of the Professions and Corporate Governance*, *apud* LYNNE L. DALLAS, *op. cit.* 25

<sup>27</sup> Entre outros, JOSEPH E. STIGLITZ, *Using tax policy to curb speculative short-term trading*, Journal of Financial Services Research, 1989

pelos accionistas e pelos próprios mercados financeiros que os administradores se vêem obrigados a prosseguir estratégias dominadas pelo investimento a curto prazo.<sup>28</sup>

É consabido que a teoria da agência aborda os problemas e riscos decorrentes da relação entre os accionistas e os administradores de uma sociedade. Ora, é inelutável a influência que os interesses dos primeiros têm na conduta dos últimos. Assim, se se observa – como referido *supra* - que a forma como a remuneração dos administradores está estruturada favorece o *short-termism*, também é verdade que este não é o único aspecto que contribui para tal constatação.

Queremos com isto dizer que a uma estrutura accionista com interesses marcados pelo curto prazo corresponderá, por via de regra, uma administração com interesses semelhantes. Isto porque, tendencialmente, um administrador que prossiga interesses distintos dos procurados pelos accionistas terá, provavelmente, pouco sucesso, sendo expectável que venha a ser substituído por um outro cuja actuação corresponda aos interesses dos accionistas.

Este aspecto tem ganho especial relevância com o crescimento da influência dos investidores institucionais e o chamado activismo accionista<sup>29</sup>, habitualmente mais próximo do *short-termism*.

Os investidores institucionais são denominados, no artigo 30.º do CVM (aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, republicado pela Lei n.º 35/2018) como investidores profissionais. O n.º 4 deste artigo refere-se a este tipo de agentes como “*entidades dotadas de uma especial competência e experiência relativas a instrumentos financeiros*”, listando alguns exemplos como instituições de crédito (alínea *a*)); empresas de investimento (alínea *b*)); Empresas de seguros (alínea *c*)); Instituições de investimento colectivo e respectivas sociedades gestoras (alínea *d*)); Fundos de pensões e respectivas sociedades gestoras (alínea *e*)); entre outros.

---

<sup>28</sup> PATRICK BOLTON, FRÉDÉRIC SAMAMA, *L-shares: rewarding long-term investors*, SWF Research Initiative and Amunid – Crédit Agricole Group, Novembro 2012, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2188661>

<sup>29</sup> DOMINIC BARTON, JONATHAN BAILEY, JOSHUA ZOFFER, *Rising to the challenge of short-termism*, FCLT Global, disponível em <http://www.fcltglobal.org/docs/default-source/default-document-library/fclt-global-rising-to-the-challenge.pdf?sfvrsn=0>

Daqui se retira que qualquer solução apresentada para combater este fenómeno não pode bastar-se com a sugestão de mudanças para apenas um dos sujeitos das relações entre accionistas, sociedades e administradores. Logo, não basta a *correção* dos esquemas de incentivos postos à disposição dos accionistas ou a revisão dos mecanismos de remuneração dos administradores. Sendo os agentes, em larga medida, dependentes uns dos outros, faz sentido que a abordagem integre elementos que promovam a mudança de comportamentos de todos os agentes.

A maior disponibilização da informação conduz a uma maior competitividade que, por sua vez, leva a uma vantagem cada vez maior na obtenção de mais informação num espaço de tempo cada vez menor. Como daqui se infere, a cultura do curto prazo cria um ciclo que tende a encurtar-se cada vez mais<sup>30</sup>.

Importa perceber as razões que levam os defensores do combate ao *short-termism* a advogar tal posição. Parece-nos pertinente, também, salientar que é da predominância do curto prazo sobre o mercado – e não do curto prazo em si – que decorrem os malefícios apresentados. Ou seja, não decorre da adopção de uma lógica de curto prazo para certos investimentos qualquer consequência prejudicial ao bom funcionamento dos mercados, a um desenvolvimento sustentável das sociedades, nem à obtenção de lucros pelos investidores. O problema surge na medida em que esta estratégia se torna dominante, dando lugar às consequências e aos riscos supracitados.

Ao contrário do que vinha sendo defendido pela maioria da doutrina, tem-se assistido, em anos mais recentes, ao surgimento de dúvidas quanto aos efeitos perniciosos do *short-termism* na condução de investimentos e de sociedades. Diversos estudos<sup>31</sup> sustentam, mais do que as virtudes e potencialidades do *short-termism*, a dificuldade ou a impossibilidade de demonstrar uma relação de causalidade entre a disseminação desta cultura e todos os problemas que desta alegadamente resultam.

---

<sup>30</sup> DOMINIC BARTON, JONATHAN BAILEY, JOSHUA ZOFFER, *op. cit.*29

<sup>31</sup> JESSE M. FRIED, CHARLES C. Y. WANG, *Short-Termism and Capital Flows*, Working Paper n.º 342/2017, Janeiro de 2017, disponível em [www.ecgi.com](http://www.ecgi.com); MARK J. ROE, *Corporate Short-Termism—In the Boardroom and in the Courtroom*, *The Business Lawyer*, Vol. 68, Agosto 2013

Parece haver, na doutrina dos Estados Unidos da América, uma polarização das opiniões: os Autores ou são a favor do *short-termism* ou do seu contrário (o chamado *long-termism*). No entanto, há também Autores que defendem (tal como referido *supra*), que nenhuma das orientações tem valor intrínseco, ou pode ser tida como a opção certa desenquadrada da realidade<sup>32</sup>. Assim, de acordo com estes Autores, a melhor prática será uma combinação<sup>33</sup> das duas modalidades de investimento e conduta, concretizadas de modo a aproveitar as oportunidades e a adequar-se à conjuntura de cada momento.

No entanto, independentemente das consequências que desse fenómeno possam advir e das posições que se possa defender, é pacificamente aceite na doutrina que ao curto-prazo é dada mais importância tanto pela maioria dos investidores como dos administradores das sociedades objecto dos investimentos daqueles<sup>34</sup>.

Paralelamente, a doutrina maioritária defende que a preocupação com o longo prazo é fundamental para a sustentabilidade das sociedades e, consequentemente, dos mercados em que estas se inserem<sup>35</sup>.

---

<sup>32</sup> MICHAL BARZUZA, ERIC TALLEY, *op. cit.* 16

<sup>33</sup> MICHAL BARZUZA, ERIC TALLEY, *op. cit.* 16, p. 21-22

<sup>34</sup> MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE, *op. cit.* 3, p.1.

<sup>35</sup> MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE, *op. cit.* 3, p.1.

### 3. ACÇÕES DE LEALDADE

As acções de lealdade são um mecanismo de fidelização dos acionistas. Através da sua adopção, pretende-se a criação de incentivos aos accionistas no sentido de promover investimentos que favorecem o longo prazo, contribuindo para a sustentabilidade da sociedade em causa.<sup>36</sup>

No período anterior à crise de 2008, observou-se um recurso excessivo a técnicas de alavancagem. A alavancagem financeira é uma estratégia de financiamento segundo a qual as empresas em fases de investimento recorrem a fundos emprestados para aumentar o retorno potencial dos seus investimentos<sup>37</sup>. Significa isto que as empresas que recorrem a técnicas de alavancagem se financiam com recurso a dívida.

O recurso excessivo a estratégias de financiamento através da contracção de dívida teve como efeito, a partir do momento em que as condições da concessão de crédito começaram a deteriorar-se, um uso excessivo da dívida a curto prazo, que tem sido considerado como um dos catalisadores da crise<sup>38</sup>. Deste modo, surgiu a necessidade de procurar meios alternativos de financiamento a longo prazo das sociedades.<sup>39</sup>

As acções de lealdade correspondem à promoção de uma destas alternativas, que é o financiamento directo junto do mercado de capitais.

Uma das premissas em que assentou a legislação americana pós-crise – nomeadamente, o *Dodd-Frank Act* - é que o combate ao *short-termism* pode ser

---

<sup>36</sup> Vide JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Acções de Lealdade: Primazia dos Interesses da Estabilidade a Longo Prazo da Empresa Social*, in RDS, Vol.VI, 2014; ALEXANDER QUIMBY, *op. cit.* 17; PATRICK BOLTON, FRÉDÉRIC SAMAMA, *op. cit.* 28

<sup>37</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 2, p. 350

<sup>38</sup> JOANA F. PIMENTEL e SUJIAO (EMMA) ZHAO, *op. cit.* 24

<sup>39</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (com a colaboração de ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO), *Direito Bancário*, 6.<sup>a</sup> ed., 2016, Almedina, p. 161

travado através da concessão de mais poder aos accionistas<sup>40</sup>. No entanto, como veremos *infra*, esta concessão pode acarretar alguns riscos.

FÁTIMA GOMES alerta para o facto de a convicção de que os dividendos de lealdade - e, bem assim, outros mecanismos semelhantes – constituírem ferramentas eficazes para a fidelização dos accionistas não assentar em qualquer base empírica. Acrescenta ainda a Autora que a premissa de que se parte, quando se defende estes mecanismos, é de que a manutenção de uma estrutura accionista estável é do interesse da sociedade. Mais uma vez, é difícil demonstrar a veracidade desta presunção.<sup>41</sup>

No entanto, existem alguns casos (a que voltaremos *infra*) que permitem apontar esta como uma solução viável. Além disso, cremos que a manutenção de uma estrutura accionista estável é apenas uma consequência do verdadeiro interesse a ser prosseguido, que é a viabilidade e sustentabilidade a longo prazo das sociedades. A prossecução deste interesse poderá tender para uma cristalização da estrutura accionista, mas sem que esta se torne o objectivo a cumprir.

Como analisaremos adiante, apesar da designação como “acções de lealdade” – que mantemos por motivos de comodidade de expressão e continuidade das expressões já utilizadas pela doutrina<sup>42</sup>- estas não configuram uma categoria de acções. São, antes do mais, um mecanismo de direito societário cujo funcionamento assenta na detenção de acções por um determinado período ininterrupto<sup>43</sup>, habitualmente designado como período de lealdade<sup>44</sup>. As acções detidas serão, em princípio, como adiante veremos com mais detalhe, acções ordinárias.

A detenção pelo período de lealdade cria, na esfera jurídica do accionista detentor da participação, um determinado direito sobre a sociedade.

---

<sup>40</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 7, 437

<sup>41</sup> FÁTIMA GOMES, *op. cit.* 9

<sup>42</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 7; JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *op. cit.* 36; DIOGO DRAGO, *Loyalty Shares: um meio de controlo ou o acentuar de conflitos no seio societário?*, in *Revista de Direito Comercial*, 2017

<sup>43</sup> PATRICK BOLTON, FRÉDÉRIC SAMAMA, *op. cit.* 28

<sup>44</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 7

Concretamente, este direito com o qual pretende retribuir-se a lealdade demonstrada pelo accionista pode assumir múltiplas naturezas consoante a estrutura accionista da sociedade em causa, a actividade desenvolvida, as circunstâncias concretas da sociedade, entre outros elementos.

Não havendo uma previsão legal expressa para as acções de lealdade, não se encontra no ordenamento qualquer óbice à sua aplicação, com a ressalva de que, como adiante analisaremos, a admissibilidade da figura em análise dependerá, em larga medida, de um juízo casuístico da natureza dos incentivos atribuídos pela sociedade como forma de remuneração da lealdade dos seus accionistas.

Sendo esta a estrutura básica das acções de lealdade, a natureza e o modo de concessão desta retribuição podem variar muito.

As formas de retribuição que vamos analisar são três:

- (i) a atribuição de direitos de voto plurais<sup>45</sup>;
- (ii) a distribuição de dividendos adicionais; e<sup>46</sup>
- (iii) a concessão de opções de compra (*warrants*) sobre acções da sociedade em causa.<sup>47</sup>

Independentemente do tipo de retribuição proposto, as experiências de acções de lealdade têm encontrado, nos vários ordenamentos jurídicos onde têm sido implementadas, problemas semelhantes.

Têm-se colocado, com particular incidência, questões relacionadas com a transmissão das acções, quer por morte do titular, quer em vida deste.

A questão de saber se o período de lealdade é interrompido pela realização de uma transmissão *mortis causa* das acções em causa tem encontrado uma resposta pacífica, segundo a qual tal transmissão não produzirá efeitos relevantes para o decurso do período de lealdade.

---

<sup>45</sup> PATRICK BOLTON, FRÉDÉRIC SAMAMA, *op. cit.* 28

<sup>46</sup> FÁTIMA GOMES, *op. cit.* 9

<sup>47</sup> PATRICK BOLTON, FRÉDÉRIC SAMAMA, *op. cit.* 28

Quanto à transmissão em vida, a resposta é menos clara, apesar de a solução tender a ser comum. Contrapõem-se, a este propósito, duas perspectivas no que toca à especificação das acções que estão a ser transmitidas. Por um lado, pode adoptar-se a perspectiva FIFO (“*first in first out*”), segundo a qual as acções adquiridas em primeiro lugar seriam, necessariamente, as primeiras a ser alienadas o que, para efeitos de contagem do período de lealdade, seria muito danoso. Se as acções objecto da transmissão forem as detidas há mais tempo, tornar-se-á mais difícil manter a titularidade ininterruptamente pelo período de lealdade.

Por outro lado, pode recorrer-se ao método LIFO (“*last in first out*”), segundo o qual as acções adquiridas mais recentemente seriam as consideradas em caso de alienação. Do ponto de vista das acções de lealdade, a segunda perspectiva é evidentemente mais vantajosa.<sup>48</sup>

Importa referir que as acções de lealdade não são, de modo algum, a única forma de conformação dos interesses sociais com os dos sócios. Veja-se, a título de exemplo, a hipótese da consagração de isenções fiscais sobre ganhos de capital.<sup>49</sup>

No entanto, tal como defendido por MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA<sup>50</sup>, cremos que a primeira abordagem a problemas desta natureza deve ser a via contratual. Ou seja, é sobre as próprias sociedades que deve recair a responsabilidade pela busca de novas soluções.

No Reino Unido, não se tem optado pela adopção de acções de lealdade, mas pela consagração de obrigações para os administradores no *UK Stewardship Code*.<sup>51</sup>

---

<sup>48</sup> FIFO (“*first in first out*”) e LIFO (“*last in first out*”) são mecanismos de gestão de activos. Respectivamente, <https://www.investopedia.com/terms/f/fifo.asp>; e <https://www.investopedia.com/terms/l/lifo.asp>

<sup>49</sup> ALEXANDER QUIMBY, *op. cit.* 17, p.392

<sup>50</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 7

<sup>51</sup> PAUL DAVIES, SARAH WORTHINGTON, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 10.<sup>a</sup> ed., 2016, Sweet & Maxwell, p. 418 ss.

Apesar de se ter observado algumas melhorias, a maioria dos investimentos mantém a duração de doze meses.<sup>52</sup>

### 3.1. VOTO PLURAL

O direito de voto é um dos mais importantes direitos decorrentes da detenção de participações sociais. Geralmente, tem-se a regra *one share, one vote*, de acordo com a qual a cada acção corresponderia um voto, como a estrutura óptima de atribuição de votos.<sup>53</sup>

Há, no entanto, excepções a esta regra. Estas podem consistir na atribuição de votos plurais, ou na criação de acções cujo acervo de direitos não inclui o direito de voto.

A atribuição de voto plural como retribuição das acções de lealdade traria algumas vantagens muito significativas do ponto de vista da prossecução dos interesses de longo prazo da sociedade. Não só seria uma forma de compensar a detenção de acções da sociedade em questão por períodos mais extensos do que, em princípio se poderia esperar do investidor médio – ou, por outras palavras compensar a lealdade – como também seria uma forma de eficazmente conceder a estes mesmos accionistas leais (e com interesses de longo prazo!) um maior e crescente controlo sobre a sociedade.

A atribuição de direitos de voto plural tenderia a resultar numa relevância e influência cada vez maiores dos accionistas de longo prazo, o que tornaria expectável uma promoção forte de uma cultura de longo prazo e o consequente desenvolvimento de uma estrutura sustentável de financiamento da sociedade.

---

<sup>52</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 7

<sup>53</sup> RENÉE ADAMS, DANIEL FERREIRA, *One Share, One Vote: The Empirical Evidence*, working paper n.º 177/2007, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=987488](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=987488)

Não obstante a formulação aparentemente clara da lei, a escassa doutrina portuguesa que se tem debruçado sobre a hipótese da introdução de acções de lealdade em Portugal tem dado uma relevância significativa a este ponto. Tem, aliás, em parte, concluído pela admissibilidade do voto plural, contestando a aplicação do princípio *one share-one vote* como regra.<sup>54</sup>

Analisaremos as posições defendidas por estes Autores mais adiante.

Independentemente da admissibilidade da atribuição de voto plural nas sociedades comerciais portuguesas, parece que os problemas analisados *supra* encontrariam um caminho para soluções adequadas na obtenção pelos accionistas com interesses de longo prazo de uma maior influência sobre as sociedades.

Contudo, a doutrina tem alertado para os riscos de ver na concessão de poder aos accionistas a solução de todos os problemas das sociedades.<sup>55</sup>

Parece-nos importante, a este propósito, referir que a concessão de mais poder aos accionistas não é, em si, suficiente para o combate ao *short-termism*. Isto porque se as escolhas dos accionistas não forem alteradas pelos incentivos concedidos, estar-se-á apenas a conferir mais poder a accionistas que vão manter os seus interesses inalterados.

Ou seja, estar-se-á a promover precisamente os problemas que se pretendia ver resolvidos. Aquilo que se procura no combate ao *short-termism* é a mudança da cultura de predomínio do curto prazo. Os incentivos criados devem tender para a convergência entre os interesses dos accionistas e das sociedades, promovendo um reequilíbrio entre os interesses de curto e longo prazo, ambos relevantes para a sustentabilidade da sociedade.<sup>56</sup>

---

<sup>54</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 7, p. 437; JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *op. cit.* 36, p. 33

<sup>55</sup> FÁTIMA GOMES, *op. cit.* 9, p. 411

<sup>56</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 7

As experiências internacionais têm revelado uma certa resistência à instituição de mecanismos de promoção de investimentos a longo prazo. No entanto, parece-nos que esta rejeição está mais relacionada com o facto de os próprios accionistas continuarem focados numa lógica de curto-prazo do que em problemas no funcionamento dos ditos mecanismos.

Um exemplo do sucesso de mecanismos deste tipo ocorreu em França, onde não obstante, as recentes alterações legislativas nesta matéria não têm sufragado grande apoio.<sup>57</sup>

Na década de 90, a Michelin compensou um corte nos dividendos, motivado por dificuldades financeiras com a emissão de acções de lealdade. Estas, obedecendo ao mecanismo já exposto, concediam um *call-warrant*, cujo exercício podia ter lugar nos 4 anos seguintes. O preço de exercício destes instrumentos era muito baixo, de forma a captar o muito necessário investimento.<sup>58</sup>

No ordenamento jurídico francês, as acções são majoradas por defeito, de acordo com a *Loi Florange*<sup>59</sup>. Esta majoração consiste na retribuição da detenção de participações sociais por um período ininterrupto de dois anos, através da concessão de voto duplo.

Em Itália a experiência tem sido algo diferente. Neste ordenamento, o voto plural era expressamente proibido até 2014. Após uma discussão que durou, pelo menos, desde o início do século XX, o legislador italiano acedeu à admissibilidade de acções com voto plural, fundamentando a sua decisão na adopção de uma lógica de promoção de um maior e mais fácil acesso ao mercado de capitais italiano.<sup>60</sup>

A promulgação desta lei obrigou as sociedades cotadas que não pretendessem que as suas acções se tornassem acções de lealdade a declará-lo expressamente nos

---

<sup>57</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 7

<sup>58</sup> PATRICK BOLTON, FRÉDÉRIC SAMAMA, *op. cit.* 28

<sup>59</sup> Disponível em

<https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000028811102&categorieLien=id>

<sup>60</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 7

seus estatutos. De outra forma, a partir do momento da entrada em vigor do diploma, todas as sociedades cotadas veriam as suas acções sujeitas ao regime das acções de lealdade, nos termos descritos.

No entanto, esta proposta de promoção de detenções a longo prazo não encontrou grande acolhimento, dado que os investidores institucionais, sendo tradicionalmente accionistas influentes, tendem a fazer parte dos principais interessados na cultura que as acções de lealdade pretendem combater. Assim, não surpreende que os maiores beneficiários do *short-termism* combatam as medidas que pretendem combater este fenómeno.<sup>61</sup>

As acções com voto plural são proibidas no ordenamento jurídico alemão. Neste ordenamento não há desenvolvimentos relevantes a propósito de acções de lealdade.<sup>62</sup>

### 3.2. WARRANTS

A proposta de PATRICK BOLTON e FRÉDÉRIC SAMAMA, apresentada no seu artigo “L-Shares: Rewarding Long-Term Investors”, é a retribuição da lealdade dos accionistas – leia-se, a manutenção da titularidade das acções durante o período de lealdade – através da emissão de *warrants* sobre acções da própria sociedade.<sup>63</sup>

*Warrants* são, em termos genéricos, instrumentos financeiros que conferem ao seu titular o direito (mas não a obrigação) de adquirir um activo financeiro - num momento posterior ao contrato - por um preço previamente estipulado. Veremos, de seguida, a forma como o ordenamento jurídico português procedeu à regulação deste instrumento financeiro.

---

<sup>61</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 7

<sup>62</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 7

<sup>63</sup> PATRICK BOLTON, FRÉDÉRIC SAMAMA, *op. cit.* 28

A doutrina<sup>64</sup> refere a versatilidade do conceito, mencionando a polissemia da designação “*warrant*”. Podendo referir-se a diversas realidades, a palavra *warrant* designa, habitualmente, um valor mobiliário cuja titularidade confere um certo conjunto de direitos. Reproduzimos, aqui, a lista avançada por PAULO CÂMARA e secundada por ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, resultante do artigo 2.º do Decreto-lei n.º 172/99, de 20 de Maio, com a redacção dada pelo Decreto-Lei n.º 70/2004, de 25 de Março:<sup>65</sup>

- (i) direito a subscrever valores mobiliários;
- (ii) direito a adquirir determinado activo subjacente;
- (iii) direito a alienar determinado activo subjacente;
- (iv) direito a exigir a diferença entre dois preços de referência, um determinado na emissão do valor mobiliário e outro determinável ao longo da sua vigência. Tal abrange, por seu turno:
  - a. o direito a exigir a diferença entre o preço de referência ao activo subjacente e o preço do activo subjacente no momento do exercício, em relação aos *warrants* de aquisição (*call warrants*); e
  - b. o direito de exigir a diferença entre o preço de exercício e o preço de referência, no tocante aos *warrants* de alienação (*put warrants*).

Como refere ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, trata-se de um direito potestativo, cujo exercício está sujeito ao juízo do seu titular. Juízo este que terá lugar não aquando da formação do contrato, mas apenas em momento posterior.

No artigo supracitado, PATRICK BOLTON e FRÉDÉRIC SAMAMA advogam a retribuição da lealdade dos accionistas mediante a emissão de *warrants*, considerando estes como configurando um “direito a adquirir determinado activo subjacente”, ou

---

<sup>64</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, , 2.ª ed., 2011, Almedina p. 166

<sup>65</sup> Respectivamente, PAULO CÂMARA, *op. cit* 64.; e ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, Almedina

“direito a subscrever valores mobiliários”. ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO agrupa este tipo de *warrants* sob uma designação comum: *call warrants*.<sup>66</sup>

Os Autores, distinguindo as duas hipóteses, não dão preferência a nenhuma delas, afirmando que a melhor escolha será aquela que melhor se adequar e melhor satisfizer os interesses prosseguidos pela sociedade, em cada caso concreto.

A emissão de tais *warrants* consistiria, no que às acções de lealdade concerne, na constituição, na esfera dos accionistas leais, de um direito a adquirir ou subscrever acções da sociedade em causa.

As vantagens das duas hipóteses são, *grosso modo*, idênticas. A instituição de acções de lealdade com esta estrutura significaria um aumento das posições relativas de accionistas leais (partindo do pressuposto de que estes exerceriam os direitos que lhes fossem conferidos), e a probabilidade de atrair accionistas com interesses de longo prazo aumentaria.

A presença de accionistas leais com posições significativas no quadro da estrutura accionista acarreta vantagens para todos os accionistas. Isto porque, em princípio, um accionista com estas características exercerá uma função de fiscalização vedada a accionistas cuja participação seja menor. Este tipo de accionistas assume o elevado custo decorrente de uma fiscalização minuciosa, enquanto todos os accionistas beneficiam dos resultados daquela.

Importa, no entanto, distinguir as duas hipóteses, de modo a melhor poder analisar as características de cada uma.

Na hipótese de a retribuição ser feita mediante a consagração de um direito a adquirir acções da sociedade emitente, coloca-se o problema da liquidez do mercado secundário. Este, por sua vez, tem relevância em duas situações diferentes.

---

<sup>66</sup> ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, *op. cit.* 65

A primeira é a da sociedade que, na data de vencimento dos *warrants* concedidos, tem que ser titular de um número suficiente de acções para ser capaz de fazer frente ao exercício por todos os accionistas que assim o desejem dos seus direitos.

A segunda situação é a do accionista que, não tendo interesse no exercício do seu direito de aquisição, não encontra nesta modalidade de acções de lealdade uma retribuição suficiente, não vendo a sua lealdade ser adequadamente retribuída.

Isto pode ser combatido por um mercado secundário que se apresente suficientemente líquido e, como tal, assegure ao accionista leal a alienação do direito que lhe foi conferido a título de retribuição da lealdade. No entanto, considerando a realidade pouco dinâmica do mercado de capitais português, este cenário parece implicar um risco manifestamente elevado e, como tal, pouco atractivo do ponto de vista dos investidores.

Na hipótese de o direito conferido pelo *warrants* ser de subscrição de valores mobiliários emitidos pela mesma sociedade, é imposta sobre esta a obrigação de, no final de cada período de lealdade, proceder à emissão de novas acções. Esta imposição gera, sobre a sociedade, a obrigação de proceder a aumentos de capital no final de cada período de lealdade, ou a uma potencial diluição do capital resultante da periódica emissão de novas acções sem que tenha lugar um aumento do capital que lhe corresponda. Isto porque o *warrant* permite a quem seja o seu titular, exercer o direito potestativo de aquisição dos activos subjacentes a um preço previamente estipulado. Caso o preço estipulado aquando da emissão do *warrant* seja inferior ao preço praticado no mercado para as acções em causa, a sociedade emitente vai ver o seu número de acções aumentar sem que o aumento do valor (que, ainda assim, terá lugar) seja proporcional.

### 3.3.DIVIDENDOS DE LEALDADE

O dividendo de lealdade consiste na hipótese de um accionista receber dividendos extraordinários, em face dos recebidos pelos accionistas em situação normal, por força de um qualquer mecanismo que o preveja. Esta recompensa pode também ser oferecida sob a forma de uma percentagem acrescida sobre os lucros.

FÁTIMA GOMES configura a hipótese da distribuição de dividendos de lealdade como “*uma retribuição acrescida (...) a título de participação nos lucros de exercício, e que está dependente da manutenção da titularidade das acções por um período continuado mínimo (...)*”.<sup>67</sup>

Embora não acolha essa perspectiva, a Autora apresenta o dividendo de lealdade de um modo que permite a caracterização deste como uma forma de retribuição de acções de lealdade, se consideradas como acima exposto. A própria Autora reconhece, no artigo que aqui citamos, que o princípio que subjaz ao dividendo de lealdade e ao voto plural é o mesmo.<sup>68</sup>

A vantagem da adopção desta forma de retribuição é o facto de esta se apresentar como uma forma de promover a conciliação dos interesses dos accionistas com os da sociedade, mantendo o enfoque nas estratégias de longo prazo. Ao fazer depender a atribuição dos dividendos de lealdade da detenção ininterrupta por um determinado período, cria-se um incentivo claro aos investimentos de longo prazo.

O facto de a retribuição ser de natureza financeira vai ao encontro dos interesses prosseguidos pelos accionistas, salvaguardando a sustentabilidade da sociedade. Se os investidores procuram resultados financeiros, um incentivo de natureza financeira atrairá investimento.

Apesar das claras vantagens decorrentes da adopção deste modelo de acções de lealdade, surgem também diversos obstáculos.

---

<sup>67</sup> FÁTIMA GOMES, *op. cit.* 9

<sup>68</sup> FÁTIMA GOMES, *op. cit.* 9

FÁTIMA GOMES salienta seis:

- (i) o facto de a adopção da figura levar ao tratamento desigual de titulares de acções da mesma categoria;
- (ii) a discriminação gerada contra investidores institucionais;
- (iii) a possibilidade de incentivar a participação dos accionistas na vida societária através de outros meios;
- (iv) a necessidade de as sociedades criarem novas “estruturas e rotinas” em virtude da adopção da figura;
- (v) o risco de quebra da liquidez; e
- (vi) a assunção de um pressuposto sem base empírica.

Como veremos adiante com maior pormenor, as acções de lealdade não constituem uma categoria de acções. A sua consagração cria um regime acessível a todos os accionistas, pelo que não implica a criação de direitos especiais. Como tal, uma eventual desigualdade no tratamento de accionistas detentores de acções de uma mesma categoria (ou de acções ordinárias) decorrerá exclusivamente do comportamento dos próprios accionistas.

A detenção de participações por períodos longos pode conduzir a desequilíbrios no mercado, provocados pela quebra na liquidez.

Analisaremos o último obstáculo apontado *infra*.

Em França, a adopção de dividendos de lealdade foi conturbada, até à aprovação de um regime especial que previa a figura. O valor recebido pelos accionistas a título de dividendo de lealdade não poderia, em caso algum, exceder 10% do montante recebido a título de dividendo ordinário. Para estas acções, o período de lealdade mínimo seria de dois anos, podendo ser aumentado através de alteração estatutária.<sup>69</sup>

---

<sup>69</sup> FÁTIMA GOMES, *op. cit.* 9

No ordenamento jurídico italiano, exige-se a detenção de participações sociais por um período mínimo de um ano para que tenha lugar uma atribuição diferenciada de dividendos. Tal atribuição diferenciada está dependente, no entanto, de uma alteração estatutária feita neste sentido.<sup>70</sup>

FÁTIMA GOMES defende que a instituição de dividendos de lealdade pode ter lugar *de iure condito*, com base no artigo 22.º CSC, segundo o qual a distribuição de dividendos pode obedecer a critérios – desde que objectivos – incluídos nos estatutos, aliado aos artigos 24.º CSC, que consagra a criação de direitos especiais; 272, n.º 1, alínea c) CSC, que obriga à inclusão nos estatutos de todas as eventuais categorias de acções que possam vir a existir; e 302.º CSC, que prevê a possibilidade de acções de uma mesma sociedade conferirem direitos diferentes aos seus titulares, estatuindo também a possibilidade da criação de categorias de acções. A Autora defende, no entanto, que uma consagração legal expressa seria aconselhável, no sentido de uma maior clarificação do regime a aplicar.<sup>71</sup>

---

<sup>70</sup> FÁTIMA GOMES, *op. cit.* 9

<sup>71</sup> FÁTIMA GOMES, *op. cit.* 9, p. 412

## 4. PORTUGAL

Chegados a este ponto, importa aferir da admissibilidade das acções de lealdade no ordenamento jurídico português.

Analisaremos os obstáculos impostos pela lei portuguesa, fazendo uma análise *de iure condito*. Pretendemos também contribuir para uma compreensão da estruturação das acções de lealdade que mais se adequa não só à realidade das sociedades comerciais portuguesas, mas também do nosso mercado de capitais.

FÁTIMA GOMES identifica um problema fundamental para a consideração da adopção das acções de lealdade em Portugal. Segundo a Autora, as acções de lealdade seriam uma solução adequada para países onde as sociedades são, tipicamente, de titularidade dispersa, mas que, transpostas para um universo de sociedades detidas por grandes accionistas ou, inclusivamente, por famílias, “*perde algum do seu significado prático*”. Acrescenta a Autora que, nestas sociedades, “*a instituição de incentivos à participação poderá conduzir ao acentuar da influência do grupo de accionistas já dominantes, que colherão vantagens acrescidas*”.<sup>72</sup>

### 4.1. DIREITOS ESPECIAIS

Os direitos especiais são atribuídos pelo contrato de sociedade a um ou mais sócios, conferindo-lhes uma vantagem relativamente aos demais. É o que resulta do artigo 24.º, n.º 1 do CSC.

Para todos os sócios de uma mesma sociedade decorrem da qualidade de sócio, em princípio, os mesmos direitos e deveres. Se nada for estipulado em sentido contrário, o estatuto de sócio é igual para todos os sócios.

É admissível, no entanto, a estipulação no contrato de sociedade, de direitos especiais, dos quais gozam apenas parte dos sócios. A criação destes direitos só pode

---

<sup>72</sup> FÁTIMA GOMES, *op. cit.* 9

ocorrer através de previsão no contrato de sociedade, como decorre da letra do artigo supracitado.

Há, na doutrina, como identificado por PAULO OLAVO CUNHA, alguma confusão quanto ao conceito de direito especial. Este Autor distingue muito claramente dois tipos de direitos tradicionalmente designados indiscriminadamente como “direitos especiais”. Segundo este Autor, apenas um destes tipos deve ser qualificado como tal.

O primeiro tipo identificado pelo Autor é descrito como o conjunto de direitos que, dada a sua importância no seio do acervo de direitos decorrente da qualificação de sócio, merecem uma tutela especial<sup>73</sup>, que se concretiza no facto de serem derogáveis apenas quando obtido o consentimento de uma maioria qualificada.

O segundo tipo é constituído por direitos diferenciados, atribuídos exclusivamente a uma categoria de acções, extravagantes em relação à posição jurídica característica de um accionista.<sup>74</sup>

Discute-se, na doutrina, se pode ser qualificado como direito especial um direito que seja reconhecido a todos os sócios. Da letra da lei parece resultar claro que o carácter de especialidade do direito é aferido no confronto com os direitos reconhecidos a todos os sócios.

A propósito desta questão, ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO observa que, tal como a supressão de direitos especiais só é possível com o consentimento dos sócios que gozam de tais direitos, também só será possível a criação de novos direitos especiais se os sócios não beneficiados derem o seu consentimento. Parte-se, nesta análise, do princípio de que há sócios não beneficiados.<sup>75</sup>

---

<sup>73</sup> PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Acções Privilegiadas*, 1993, Almedina, pp. 24 e ss.

<sup>74</sup> PAULO OLAVO CUNHA, *op. cit.* 73

<sup>75</sup> ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, *op. cit.* 65

PAULO OLAVO CUNHA refere, quanto à admissibilidade de um direito especial que caiba a todos os sócios, que isto seria contrário à própria essência dos direitos especiais<sup>76</sup>.

CRISTIANO DIAS defende que a admissibilidade de um tal “direito especial” terá como critério não o número de sócios a que é atribuído, mas sim na própria especialidade. Assim, refere a doutrina propugnada por António Menezes Cordeiro, segundo a qual a especialidade destes direitos reside “no facto de se diferenciarem perante o regime geral”<sup>77</sup>.

O n.º 4 do artigo 24.º do CSC estabelece, para as sociedades anónimas, que os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de acções, e nunca a sócios em concreto. Esta atribuição será, pelo menos em teoria, independente da pessoa a quem pertencem as acções às quais os direitos especiais são atribuídos.

Uma categoria de acções é formada pelo conjunto de acções que reúnam um certo e idêntico acervo de direitos e, ou de obrigações, tal como resulta do artigo 302.º, n.º 2 do CSC. O mesmo resulta do artigo 45.º do CVM.<sup>78</sup>

O artigo 272.º, alínea c) do CSC estabelece a obrigatoriedade da inclusão no contrato de sociedade das “categorias de acções que porventura sejam criadas, com indicação expressa do número de acções e dos direitos atribuídos a cada categoria”.

Expostos estes conceitos, cumpre aferir da sua utilidade e aplicabilidade às acções de lealdade.

Independentemente de serem originários ou resultantes de uma alteração estatutária, os direitos especiais só podem ser atribuídos, como acima referido, a categorias de acções. Vimos, também, que a criação de direitos especiais pressupõe a

---

<sup>76</sup> PAULO OLAVO CUNHA, *op. cit.* 73

<sup>77</sup> CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais dos Sócios nas Sociedades Anónimas: as “golden shares”*, RDS III, 2011, Almedina (735-810), pp. 740 e ss.

<sup>78</sup> ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *in Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA.VV., 2012, Almedina

exclusividade. Quer isto dizer que não podem os direitos especiais caber a todos os sócios.

As acções sobre as quais opera o mecanismo das acções de lealdade não encerram, necessariamente, um acervo extraordinário de direitos, podendoser configuradas como acções ordinárias.

Não está, no entanto, afastada a hipótese de as acções de lealdade constituírem uma categoria de acções. Simplesmente, as acções de lealdade podem ser instituídas sem recurso a uma categoria de acções <sup>79</sup>.

A denominação “acções de lealdade” não parece adequar-se ao facto de estas, tal como exposto *supra*, não corresponderem necessariamente a uma categoria de acções, mas sim a um eventual direito decorrente da detenção de uma acção por um determinado período de tempo. Assim, nenhuma acção será, originalmente, uma acção de lealdade (salvo nos casos em que as acções de lealdade sejam configuradas como uma categoria de acções). Pode, contudo, tornar-se uma acção de lealdade, pelo decurso do período de lealdade.

Pode, ainda, dizer-se correctamente que os direitos decorrentes da manutenção da titularidade de acções (sublinhe-se, ordinárias) pelo período de lealdade surgem apenas na esfera de alguns accionistas. Não obstante, esta discrepância entre os direitos de que gozam os accionistas de uma mesma sociedade (que, em virtude dessa condição, seria expectável que gozassem dos mesmos direitos) é meramente temporária, e não criada por uma qualquer disposição estatutária. Queremos, com isto, dizer que os direitos originados pelas acções de lealdade são previstos para todos os accionistas e, como tal, estão ao alcance de todos eles.

Como referem PATRICK BOLTON e FRÉDÉRIC SAMAMA, é apenas o comportamento dos accionistas que determina a titularidade (ou não) das acções de

---

<sup>79</sup> FÁTIMA GOMES, *op. cit.* 9

lealdade. Quaisquer eventuais diferenças entre accionistas serão sempre resultado do comportamento que cada um deles tenha adoptado.<sup>80</sup>

DIOGO COSTA GONÇALVES refere que a consagração de direitos especiais tem como consequência possível a limitação do interesse social. Nas palavras do Autor, “*se não contrariam, pelo menos condicionam o próprio interesse social*”<sup>81</sup>. Tal juízo parece não poder aplicar-se às acções de lealdade, dado que um dos principais objectivos desta figura é, precisamente, a coincidência entre os interesses da sociedade e os interesses dos accionistas.

Como defendido por MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, a consagração de acções de lealdade não obriga à instituição de um regime “*diferente do comum*”. Segundo a Autora, os direitos decorrentes das acções de lealdade, sendo acessíveis e cognoscíveis a todos os accionistas, não carecem de “*consagração como direito especial ou de institucionalização como categoria especial de acções*”.<sup>82</sup>

Considerando o acima exposto, pretendemos agora analisar as regras às quais obedeceria uma alteração estatutária tendente à adopção das acções de lealdade.

Antes do mais, recordamos que as acções de lealdade podem variar significativamente, consoante o propósito prosseguido pela sociedade que as adopta mas que, não obstante, o processo que nos propomos descrever será, em princípio, comum a todas estas variações.

Dado que a criação das acções de lealdade não configura a criação de um direito especial, cremos poder concluir que a maioria exigida para a sua inclusão no contrato de sociedade será a maioria normalmente exigida para a deliberação de alterações estatutárias. PAULO OLAVO CUNHA defende a aplicação desta maioria para a criação de direitos especiais, mesmo considerando a preocupação pelos accionistas que não gozariam dos benefícios criados.<sup>83</sup>

---

<sup>80</sup> PATRICK BOLTON, FRÉDÉRIC SAMAMA, *op. cit.* 28

<sup>81</sup> DIOGO COSTA GONÇALVES, *Direitos especiais e o direito de exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito II”, n.º 138, 2006, Almedina

<sup>82</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *op. cit.* 7

<sup>83</sup> PAULO OLAVO CUNHA, *op. cit.* 73

A maioria exigida para a adopção de acções de lealdade seria, assim, de dois terços, tal como resulta da aplicação conjunta dos artigos 386.º, n.º 3, 383.º, n.º 2, e 85.º, n.º 1, todos do CSC<sup>84</sup>.

O artigo 344.º-A do CSC permite, ainda, às sociedades a emissão de acções preferenciais diferentes das acções preferenciais sem direito de voto. Nas acções preferenciais sem direito voto atribuem um dividendo preferencial (o que equivale a um aumento dos direitos económicos do accionista), implicando uma redução do normal acervo de direitos que estão incluídos no estado de sócio. No caso das acções preferenciais sem direito de voto, o accionista vê os seus direitos políticos reduzidos.

O artigo acima referido, ao estabelecer a admissibilidade da emissão de acções preferenciais de outros tipos, permite à sociedade criar um equilíbrio diferente entre os dois tipos de direitos em tensão.

Permite, aliás, a emissão de acções que contemplem um reforço dos direitos de um certo tipo, sem que esse reforço implique uma redução de direitos de um tipo diferente.

Parece-nos que esta poderia ser uma outra via de instituição das acções de lealdade.

## **4.2. VOTO PLURAL**

O ordenamento jurídico português atribui, em princípio, em sede de sociedades anónimas, um voto a cada acção, como resulta do artigo 384.º, números 1 e 5 do CSC. A esta regra tem-se chamado, no contexto europeu, *one share-one vote*.

---

<sup>84</sup> JORGE PINTO FURTADO, *Curso de Direito das Sociedades*, 5.ª ed., 2004, Almedina, p. 500,

Embora nem sempre tenha sido assim (veja-se o artigo 531.º do CSC), a regra vulgarmente designada por *one share, one vote* tem valido desde a entrada em vigor do actual CSC. Esta não é, no entanto, uma regra absoluta.

Veja-se o exemplo das acções preferenciais sem direito de voto, comumente utilizadas e com acolhimento expresso no artigo 341.º do CSC. Nestas, a regra *one share, one vote* é desconsiderada, sendo admitida a criação de acções que não incluem, como contrapartida da concessão do privilégio do dividendo prioritário, o direito de voto no seu acervo de direitos.

Muitos Autores defendem a concessão de maior poder aos accionistas através da atribuição de direitos de voto como sendo uma das ferramentas essenciais ao combate ao *short-termism*.<sup>85</sup>

Apesar do acima exposto, cremos que o paradigma português não está – ao tempo a que escrevemos – preparado para mudanças tão radicais no âmbito de matérias sobre as quais pode, legitimamente, ser dito que estão longe de ser fundamentais para a experiência societária portuguesa.

Tendo em conta esta ressalva, cremos que a ausência de uma discussão aprofundada na doutrina e uma quase total inexperiência prática levam a que, *de iure condito*, nos pareça mais útil às sociedades portuguesas a propositura de mecanismos cuja conformidade com a lei seja mais pacífica.

No entanto, esta preocupação de natureza pragmática não afasta a possibilidade de se utilizar a concessão de direitos de voto como arma no combate ao *short-termism* (ou, numa visão mais positiva da questão, na defesa dos interesses de longo prazo das sociedades).

---

<sup>85</sup> USHA RODRIGUES, *Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership*, University of Georgia School of Law, Research Paper Series, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1736611>, p. 14,

## 5. CONCLUSÃO

Cremos ter demonstrado a utilidade da figura das acções de lealdade como forma de combate ao *short-termism* e de promoção de uma cultura de investimento que traz sustentabilidade financeira às sociedades.

No entanto, importa sempre lembrar que o Direito não deve andar à frente da realidade. Como tal, cumpre reconhecer que a realidade das sociedades comerciais portuguesas – em particular, as sociedades anónimas – e a forma como o capital destas se encontra distribuído, aliado a um mercado de capitais ainda pouco desenvolvido e muito pouco dinâmico, não oferecem o cenário ideal para uma solução como as acções de lealdade. Desde logo, porque o problema pode não colocar-se com a mesma intensidade como aquela que se observa noutros ordenamentos.

Apesar desta ressalva, os problemas descritos no presente trabalho têm expressão e produzem consequências no mercado de capitais e nas sociedades em Portugal.<sup>86</sup>

Como referido acima, as acções de lealdade podem ser adaptadas sob diversas formas. Esta versatilidade permite às sociedades que se decidirem pela instituição da figura fazer a adaptação mais adequada às suas específicas necessidades e características.

O facto de a consagração das acções de lealdade dependerem apenas da vontade dos sócios, no sentido em que basta a inclusão destas nos estatutos através dos procedimentos descritos, torna-as mais flexíveis do que outros meios de combate ao *short-termism*. Além disso, apesar da inexperiência portuguesa no que a estes mecanismos concerne, a adopção das acções de lealdade não depende - com excepção de alguns tipos de retribuição (ainda) não permitidos – de quaisquer alterações legislativas, podendo ter lugar *de iure condito*.

---

<sup>86</sup> Entre outros, JOANA F. PIMENTEL e SUJIAO (EMMA) ZHAO, *op. cit.* 24

Creemos que a introdução das acções de lealdade no tecido societário português pode contribuir para a atracção de investimento e, ademais, investimento sustentável e de longo prazo. Isto pode contribuir para a criação de riqueza das nossas sociedades e, indirectamente, para a dinamização do mercado de capitais português.

## BIBLIOGRAFIA

ALEX EDMANS;VIVIAN W. FANG;ALLEN H. WUANG, *The long-term consequences of short-term incentives*, Finance Working Paper n.º527/2017, Fevereiro de 2018, disponível em <http://ssrn.com>

ALEXANDER QUIMBY, *Addressing corporate short-termism through loyalty shares*, Florida State University Law Review, vol. 40, n.º 2, 2013

ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *in Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, AA.VV., 2012, Almedina

ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, 2.<sup>a</sup> ed., 2015, Almedina

ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, Almedina

ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades I – Parte Geral*, 3.<sup>a</sup> ed., 2016, Almedina

ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (com a colaboração de ANTÓNIO BARRETO MENEZES CORDEIRO), *Direito Bancário*, 6.<sup>a</sup> ed., 2016, Almedina

ASPEN INSTITUTE, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, 2009, disponível em [https://assets.aspeninstitute.org/content/uploads/files/content/docs/pubs/overcome\\_short\\_state0909\\_0.pdf](https://assets.aspeninstitute.org/content/uploads/files/content/docs/pubs/overcome_short_state0909_0.pdf)

CFA CENTRE FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY / BUSINESS ROUNDTABLE INSTITUTE FOR CORPORATE ETHICS, *Breaking the short-term cycle – Discussion and recommendations on how corporate leaders, asset managers, investors, and analysts can refocus on long-term value*, disponível em [http://www.corporate-ethics.org/pdf/Short-termism\\_Report.pdf](http://www.corporate-ethics.org/pdf/Short-termism_Report.pdf)

CRISTIANO DIAS, *Os Direitos Especiais dos Sócios nas Sociedades Anónimas: as “golden shares”*, RDS III, 2011, Almedina

DIOGO COSTA GONÇALVES, *Direitos especiais e o direito de exoneração em sede de fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*, in “O Direito II”, n.º 138, 2006, Almedina

DIOGO DRAGO, *Loyalty Shares: um meio de controlo ou o acentuar de conflitos no seio societário?*, in *Revista de Direito Comercial*, 2017

DOMINIC BARTON, JONATHAN BAILEY, JOSHUA ZOFFER, *Rising to the challenge of short-termism*, FCLT Global, disponível em <http://www.fcltglobal.org/docs/default-source/default-document-library/fclt-global-rising-to-the-challenge.pdf?sfvrsn=0>

EMEKA DURUIGBO, *Tackling Shareholder Short-Termism and Managerial Myopia*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1802840>

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

JESSE M. FRIED, CHARLES C. Y. WANG, *Short-Termism and Capital Flows*, Working Paper n.º 342/2017, Janeiro de 2017, disponível em [www.ecgi.com](http://www.ecgi.com)

JOANA F. PIMENTEL e SUJIAO (EMMA) ZHAO, *Maturidade de Curto Prazo e Miopia nas Empresas*, in *Revista de Estudos Económicos*, Julho 2018, , disponível em [https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re201807\\_p\\_0.pdf](https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re201807_p_0.pdf)

JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *Acções de Lealdade: Primazia dos Interesses da Estabilidade a Longo Prazo da Empresa Social*, in *RDS*, Vol.VI, 2014

JOHN COFFEE, *Gatekeepers: The Role of the Professions and Corporate Governance* apud LYNNE L. DALLAS, *Short-termism, the financial crisis and corporate governance*, *The Journal of Corporation Law*, vol. 37:2, University of San Diego, Legal Studies Research Paper Series, Research paper n.º 12-078, Fevereiro de.2012

JORGE PINTO FURTADO, *Curso de Direito das Sociedades*, 5.<sup>a</sup> ed., 2004, Almedina

JOSEPH E. STIGLITZ, *Using tax policy to curb speculative short-term trading*, *Journal of Financial Services Research*, 1989

LYNNE L. DALLAS, *Short-termism, the financial crisis and corporate governance*, *The Journal of Corporation Law*, vol. 37:2, University of San Diego, Legal Studies Research Paper Series, Research paper n.º 12-078, Fevereiro de.2012

LUCIAN A. BEBCHUK, JESSE M. FRIED, *Paying for Long-Term Performance*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 158, 2010

MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de acções com direito de voto plural às L-Shares*, in *RDS*, Vol. VII, 2015, Almedina

MALCOLM S. SALTER, *Short-Termism at its Worst*, Edmund J. Safra Center for Ethics, Harvard University, 2013

MARK J. ROE, *Corporate Short-Termism—In the Boardroom and in the Courtroom*, *The Business Lawyer*, Vol. 68, Agosto 2013

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE, *Measuring the economic impact of short-termism*, discussion paper, Fevereiro de 2017

MICHAL BARZUZA, ERIC TALLEY, *Short-termism and long-termism*, fev. 2016, disponível em [http://www.law.nyu.edu/sites/default/files/upload\\_documents/Paper%20Mar%201%20-%20Barzuza%20and%20Talley.pdf](http://www.law.nyu.edu/sites/default/files/upload_documents/Paper%20Mar%201%20-%20Barzuza%20and%20Talley.pdf)

PATRICK BOLTON, FRÉDÉRIC SAMAMA, *L-shares: rewarding long-term investors*, SWF Research Initiative and Amunid – Crédit Agricole Group, Novembro 2012, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2188661>

PAUL DAVIES, SARAH WORTHINGTON, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 10.<sup>a</sup> ed., 2016, Sweet & Maxwell

PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, , 2.<sup>a</sup> ed., 2011, Almedina

PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Acções Privilegiadas*, 1993, Almedina

PAULO OLAVO CUNHA, *Os novos direitos especiais: as acções especiais*, in II Congresso do Direito das Sociedades em Revista, 2012

REINIER KRAAKMAN, JOHN ARMOUR, PAUL DAVIES, HENRY HANSMANN, GERARD HERTIG, KLAUS HOPT, HIDEKI KANDA, e EDWARD ROCK, *Anatomy of Corporate Law*, 2.<sup>a</sup> ed., 2009, Oxford University Press

RENÉE ADAMS, DANIEL FERREIRA, *One Share, One Vote: The Epirical Evidence*, working paper n.º 177/2007, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=987488](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=987488)

USHA RODRIGUES, *Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership*, University of Georgia School of Law, Research Paper Series, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1736611>