

**UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA**

**MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO**

**2014-2015**

**O ESTATUTO DO ACCIONISTA BANCÁRIO NO  
QUADRO DOS DIREITOS DOS ACCIONISTAS**

---

**QUESTÕES SUSCITADAS PELO FENÓMENO DO ACTIVISMO**

**ANTÓNIO MARIA DE ANDRADE COUTINHO LANHOSO ABECASIS**

**Aluno n.º 142713079**

**MAIO DE 2015**

**ORIENTADOR: PROFESSOR DOUTOR PAULO OLAVO CUNHA**

## Índice

Abreviaturas.....	2
1. Introdução.....	3
1.1. Objecto do Trabalho .....	3
1.2. O Activismo Accionista.....	8
1.3. Os Efeitos da Crise no Relacionamento entre o Accionista e o Banco .....	9
2. A Separação entre Propriedade e Controlo .....	13
2.1 A Relação de Agência.....	13
2.2 Incentivos e Desincentivos ao Activismo .....	15
2.3 A Fiscalização Accionista.....	18
2.4 Os Direitos do Accionista Bancário.....	20
3. A Directiva dos Direitos dos Accionistas .....	22
3.1. Considerações Gerais.....	22
3.2. A Proposta de Alteração .....	24
3.3. O Reforço do Poder Accionista .....	26
3.3.1. <i>O direito de voto duplo</i> .....	29
3.3.2. <i>Os dividendos de lealdade</i> .....	30
3.3.3. <i>As L-shares</i> .....	31
3.4. A Transparência e a Liquidez do Mercado de Capitais .....	32
4. O Impacto do Regime das Participações Qualificadas no Estatuto do Accionista Bancário.....	33
4.1. Autorização para Aquisição e Restrições ao Poder de Voto.....	33
5. Conclusões .....	37
Bibliografia.....	39

## Abreviaturas

AAVV	Autores Vários
Art.	Artigo
BdP	Banco de Portugal
Cad.MVM	Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários
Cfr.	Confronte-se, confrontar com
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CRP	Constituição da República Portuguesa
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DL	Decreto-Lei
ECGI	<i>European Corporate Governance Institute</i>
Ed.	Edição
EUA	Estados Unidos da América
IPCG	Instituto Português de Corporate Governance
<i>Ob. cit. n.</i>	Obra citada na nota de rodapé
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
Pág. ou pp.	Página ou páginas
RGIC	Regime Jurídico das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
S.A.	Sociedade Anónima
UE	União Europeia

## 1. Introdução

### 1.1. Objecto do Trabalho

Toda a sociedade comercial nasce com a celebração de um pacto social, celebrado por um<sup>1</sup> ou mais sócios, com o intuito de criação de uma nova pessoa jurídica, capaz de ser titular de direitos e obrigações que a permitam desenvolver uma actividade económica. Ora, os bancos não são excepção. Estatui o artigo 14.º n.º 1 b) do RGIC que os bancos assumirão a forma de sociedade anónima, pelo que as partes que celebrarem, entre si, o pacto social que dará vida a uma nova instituição de crédito deverão ser consideradas como accionistas da mesma e deverão cumprir todo o normativo estabelecido para as S.A.<sup>2</sup>, em tudo o que o RGIC<sup>3</sup> não regule de forma diferente.

A organização inerente a qualquer sociedade comercial e, em especial, à S.A. implica a adopção de estruturas de governação societária (*corporate governance*) que possam assegurar a sua gestão sustentável, permitindo que os vários sujeitos que de alguma forma se relacionam com a sociedade (os *stakeholders*) vejam as suas posições e interesses acautelados.

Em relação aos bancos, existem várias fontes normativas que regulam a composição e funcionamento dos órgãos sociais que integram estes modelos de organização societária. Para além do enquadramento legal do banco como S.A. no CSC, temos também normas presentes no CVM que se aplicam às sociedades abertas e aos intermediários financeiros<sup>4</sup>, as regras relativas às instituições de crédito constantes do RGIC, e por fim, existem ainda as diversas fontes regulamentares existentes neste campo<sup>5</sup>. Nasce assim um complexo quadro normativo, que se multiplica por vários diplomas, complicando a apreensão das normas pelas quais se rege a actividade bancária.

---

<sup>1</sup> Sobre as sociedades unipessoais cfr. arts. 270.º-A a 270.º-G, bem como os arts. 488.º e seguintes do CSC. Para mais desenvolvimentos e com indicações bibliográficas, vide PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2015 (pp. 63-68)

<sup>2</sup> Assim, os arts. 271.º e seguintes do CSC serão o direito subsidiário de aplicação ao âmbito bancário. “O Direito das sociedades comerciais rege as instituições de crédito e as sociedades financeiras... As normas comerciais, assim competentes para intervir, sofrem diversos influxos e adaptações.”, MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, 5.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2015 (pág. 57).

<sup>3</sup> Qualquer artigo apresentado sem indicação de fonte legal deverá ser reconduzido ao RGIC.

<sup>4</sup> Em Portugal, as principais instituições de crédito a exercer actividade têm o capital aberto ao público ou desenvolvem actividades de intermediação financeira, reguladas pelo CVM.

<sup>5</sup> Os Avisos do Banco de Portugal e os Regulamentos da CMVM são também importantes instrumentos de regulação da actividade de um banco em Portugal.

Neste quadro normativo, o papel do accionista, como beneficiário último da actividade da sua empresa e como proprietário da mesma, não pode ser ignorado. Por isso, é necessária a consagração de direitos e deveres para os sócios, que tornem possível a influência da vontade destes na direcção da sua própria empresa. Refira-se também que os accionistas deverão ser colocados numa posição que lhes permita fiscalizar a gestão da sua empresa, assumindo uma função de *monitoring* da administração que contribui para as boas práticas de governo<sup>6</sup>. Esta é uma necessidade que ganha especial acuidade nas sociedades com o capital disperso pelo público, onde se denotam fenómenos de abstencionismo accionista e, conseqüentemente, a gestão goza de um amplo espaço de discricionariedade.

O abstencionismo, nos bancos, deve-se sobretudo: **i)** às fracas posições relativas que cada investidor assume na assembleia geral, funcionando o pouco relevo que o seu voto tem, como um desincentivo ao exercício de um voto informado; **ii)** à extrema complexidade das actividades bancárias, levando a que o titular da participação social não consiga compreender o que está em causa e os riscos envolvidos nalgumas operações, não podendo por isso fiscalizar a actividade da administração de forma cabal; **iii)** e, por último, ao problema da *patrimonialização* das participações sociais que são detidas como meros activos rentáveis. No fundo, estas razões configuram desincentivos ao exercício dos direitos sociais do accionista e serão, por isso, objecto de análise neste trabalho.

Embora a dispersão do capital enfraqueça o poder accionista, o mercado português é caracterizado por uma estrutura accionista essencialmente *blockholder*, decorrente da concentração do controlo da empresa num reduzido número de sócios. Esta estrutura pode também dar origem a um enfraquecimento dos direitos de alguns accionistas, uma vez que os titulares de posições de controlo terão uma maior influência na gestão, podendo manipulá-la, de forma a *expropriar*<sup>7</sup> os sócios minoritários e impedindo a influência da vontade destes na determinação dos destinos da sociedade. A expropriação terá lugar seja através da delapidação do património social em seu benefício, seja através da imposição de administradores da sua confiança e tendencialmente zelosos dos interesses dos maioritários.

---

<sup>6</sup> Cfr. Capítulo 2.1. sobre as vantagens da monitorização e o seu papel na fiscalização da gestão.

<sup>7</sup> A expressão utilizada é da autoria JOSÉ COSTA PINTO, «A Evolução dos Modelos de Governo Societário», *A Emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal*, Almedina, Coimbra, 2013 (pág. 26).

Neste sentido, torna-se necessário proteger os accionistas minoritários de actuações abusivas por parte dos maioritários, o que só se revelará possível através da flexibilização dos processos de manifestação da vontade de todos os accionistas, independentemente do seu distanciamento, quer geográfico, quer *político*<sup>8</sup>, assegurando que a informação chega a todos os detentores de posições accionistas na sociedade<sup>9</sup>, criando mecanismos de protecção de minoritários<sup>10</sup> e incentivando ao envolvimento de todos os accionistas na participação em assembleia.

Acresce que, no que toca aos bancos, terão que ser observadas algumas regras que o RGIC estabelece e que, em certa medida, tornam a posição de accionista de um banco menos livre e mais fraca do que aquela que este teria se detivesse participações noutra qualquer S.A.

Esta menor liberdade traduz-se, por exemplo: **i)** na necessidade de pedir autorização ao BdP para a constituição da sociedade (arts. 16.º e 17.º); **ii)** no facto de o BdP poder recusar a autorização de constituição se considerar que os accionistas não reúnem condições que garantam uma gestão sã e prudente da instituição (art. 20.º n.º 1 d)); **iii)** nas exigências legais quanto à composição e escolha dos membros do órgão de administração (o art. 15.º estabelece números mínimos de composição do órgão executivo do banco e o art. 30.º define critérios qualitativos para a escolha dos administradores pelos accionistas, deixando a responsabilidade de verificação do cumprimento desses critérios ao BdP); **iv)** na sujeição a autorização prévia do BdP para alteração de alguns aspectos dos estatutos (art. 34.º); **v)** na comunicação obrigatória de participações qualificadas (art. 102.º, sob pena de perda do direito de voto conforme o art. 105.º comina); **vi)** na possibilidade de ser proibida a distribuição de lucros pelo BdP, com fundamento nas exigências de fundos próprios nestas instituições (art. 116.º-C n.º 2 h), em sede de medidas correctivas<sup>11</sup>); **vii)** entre outras limitações. Da

---

<sup>8</sup> Por distanciamento político, quer-se significar o grau de afastamento dos accionistas do centro de poder e da tomada de decisões no âmbito societário.

<sup>9</sup> Sobre a necessidade de reforço do papel dos intervenientes societários e deveres de informação nos casos de combate à extracção de benefícios privados de controlo por parte de accionistas controladores, cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES, «Conflito de Interesses entre Accionistas nos Negócios Celebrados entre a Sociedade Anónima e o seu Accionista Controlador», *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, Almedina, Coimbra, 2010 (pág. 212).

<sup>10</sup> É neste âmbito que surgem normas como o art. 392.º n.ºs 6, 7 e 8 do CSC, nos quais se possibilita a eleição de administradores por accionistas minoritários, no caso de estes representarem pelo menos 10% do capital social e tiverem votado contra a lista proposta e que fez vencimento na assembleia geral de eleição de administradores.

<sup>11</sup> “A recente alteração ao RGIC promovida pelo DL n.º 31-A/2012, de 10 de Fevereiro, determinou igualmente relevantes implicações em matéria de governação de instituições de crédito em crise, que

enumeração exemplificativa que aqui se faz, depreende-se já que a grande diferença entre o estatuto do accionista de um banco e o estatuto de um accionista de uma S.A. comum está no poder que é atribuído a uma autoridade administrativa de supervisão da actividade das instituições de crédito – o Banco de Portugal.

A regulação do sector e a apertada fiscalização, da qual se dá conta, encontra o seu fundamento no interesse público<sup>12</sup> que impõe que se assegure a estabilidade no sector financeiro, dado que os bancos actuam tipicamente com elevada exposição a risco sistémico, com grandes níveis de alavancagem financeira e desempenham funções fundamentais para o crescimento da economia, tais como a concessão de crédito, a captação de depósitos e a gestão de sistemas de pagamentos e liquidação.

Ao problema das limitações legais a que o accionista do banco está adstrito em virtude do interesse público na salvaguarda da estabilidade do sector financeiro, soma-se ainda o já aludido problema do desinteresse dos titulares das participações na tomada de decisões e no escrutínio efectivo da actividade da administração. Não raras vezes, o accionista toma a sua participação social como um investimento meramente financeiro, esperando apenas que a participação gere dividendos ou mais-valias que lhe tragam retorno a curto prazo, sem que a detenção da mesma signifique um efectivo compromisso com a instituição e uma vontade de exercer o seu direito de voto ou de monitorizar a gestão. A participação social fica assim reduzida a património financeiro, alternativo aos depósitos a prazo, funcionando como meio de remuneração de poupanças, sem que haja um verdadeiro envolvimento com a sociedade na qual se investe.

Por outro lado, a evolução da estrutura accionista nas sociedades cotadas tem sido caracterizada pelo aparecimento dos investidores institucionais, elencados no art. 30.º do CVM, que assumem participações de grande peso e que podem, por isso, ter um papel importante no combate ao abstencionismo e na fiscalização da gestão dos bancos. As esperanças depositadas nestes investidores derivam também do facto de estes terem uma política de investimento mais profissionalizada ou mais sofisticada, podendo

---

implicam uma importante ablação das competências dos accionistas...”, PAULO CÂMARA, «A Renovação do Direito Bancário no Início do Novo Milénio», *O Novo Direito Bancário*, Almedina, Coimbra, 2012 (pág. 153).

<sup>12</sup> Importa referir que são as funções desempenhadas pelos bancos que se revelam de interesse público, não as próprias instituições privadas ou públicas que as exercem, como bem denota MARIANA DUARTE SILVA, «Os Novos Regimes de Intervenção e Liquidação Aplicáveis às Instituições de Crédito», *ob. cit. n. 11* (pág. 379).

contribuir para o refinamento das boas práticas de governo bancário<sup>13</sup>, na medida em que exerçam o seu voto de forma a otimizar o valor da sociedade. Contudo, a prática tem demonstrado que estes investidores não se comportam de forma diferente nos mercados de capitais, centrando as suas políticas de investimento em mais-valias e dividendos<sup>14/15</sup>.

Apesar de os legisladores e reguladores entenderem que o abstencionismo é prejudicial para as organizações, na medida em que prescinde da monitorização da gestão pelos accionistas, os passos dados quanto à promoção do exercício dos direitos sociais nas sociedades cotadas têm sido criticados e alvo de alguma descrença por parte da doutrina. Esta descrença está relacionada sobretudo com a mudança de paradigma quanto à visão da participação por parte do accionista: que já não é mais caracterizada pela intenção de investir num negócio concreto, mas sim pela intenção de lucrar com a simples detenção do activo.

A análise que se segue pretende perceber qual o grau de poder que os accionistas podem exercer dentro de um banco, tendo em conta as exigências legais de estruturação do *corporate governance* dos bancos e a forma como o poder accionista é mitigado pela fiscalização do BdP. Com este trabalho, pretende-se também retirar algumas conclusões sobre a evolução do tema, tendo em conta a Proposta de Alteração da Directiva sobre Direitos dos Accionistas de 9 de Abril de 2014 e a transposição da Directiva 2007/44/CE sobre Fusões e Aquisições em Instituições de Crédito.

---

<sup>13</sup> “A eficácia e credibilidade de todo o sistema de governo das sociedades e de supervisão das empresas irá, por conseguinte, depender, em grande medida, de investidores institucionais que possam exercer, com conhecimento de causa, os seus direitos de accionistas e desempenhar efectivamente as suas funções nas empresas em que investem.” OCDE, *Principles of Corporate Governance*, 2004 (pág. 38).

<sup>14</sup> “(...) *Such shareholders sometimes seem to show little interest in the long-term governance objectives of the businesses/financial institutions in which they invest and may be responsible for encouraging excessive risk-taking in view of their relatively short, or even very short (quarterly or half-yearly) investment horizons.*” European Commission, *Green Paper – Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policies*, 2010 (pág. 8). Ainda sobre o absentismo accionista, especialmente o denotado nos investidores institucionais: CARLOS FRANCISCO ALVES, «Deverão os Investidores Institucionais Envolver-se no Governo das Sociedades?», *Cad.MVM*, n.º 8, 2000 (pp. 91-123).

<sup>15</sup> “*It is true that more recently much hope has been placed on them [institutional investors] as possibly active shareholders, and regulators and legislators have pushed them to engage themselves more actively in the internal corporate governance of the firm and the bank. But there is justified skepticism.*” (sublinhado nosso); KLAUS HOPT, *Better Governance of Financial Institutions*, 2013 (pág. 16).

## 1.2. O Activismo Accionista

Na sequência do enquadramento *supra* realizado, cabe referir que o exercício dos direitos dos accionistas, num contexto internacional, não tem sido homogéneo. De facto, nos EUA, no Reino Unido e na Europa continental, verificam-se grandes diferenças na forma como os accionistas encaram a sua participação social. Esta disparidade não será um fenómeno estranho, uma vez que nos sistemas anglo-saxónicos a estrutura accionista típica é caracterizada pela pulverização de pequenos investidores, com pequenas participações nas sociedades cotadas; já a realidade continental aponta para a concentração de participações em accionistas controladores.

Nos EUA, o activismo é uma ferramenta indispensável ao bom governo, uma vez que a inexistência de accionistas *blockholders* dá um amplo espaço de discricionariedade à gestão, que não depende directamente de nenhum dos accionistas. É também mais comum, fenómeno que é explicado pela actuação de *hedge funds*, com um tipo de investimento agressivo e beneficiários de menores exigências no plano regulatório<sup>16</sup>. O país tem assistido a várias formas de exercer o activismo, que são graduadas entre dois pólos: de forma mais agressiva (“*shareholders who are in the business of doing things*”), ou de forma mais dialogante (“*shareholders who are in the business of asking things*”)<sup>17</sup>. No Reino Unido a experiência é bastante similar, sendo mais comum o activismo dialogante<sup>18</sup>.

Quanto à Europa continental, o activismo dos investidores é menos comum, o que provavelmente terá que ver com a estrutura accionista *blockholder*, em sentido contrário à dispersão verificada nos EUA ou no Reino Unido. A concentração de capital denotada no mercado europeu leva a que os investidores, no mercado, não consigam assumir o controlo em empresas que têm participações muito concentradas em accionistas-fundadores ou accionistas de referência para a vida da empresa: o que pode significar que o centro de poder está ou na administração, ou nos accionistas com maiores posições relativas na estrutura accionista.

---

<sup>16</sup> «Missing the Forest for the Trees: A New Approach to Shareholder Activism», YARON NILI, 2013, (pág. 9).

<sup>17</sup> “*Carl Icahn Would Like to Ask a Favor of Apple*”, em: <http://www.bloombergvew.com/articles/2013-12-05/carl-icahn-would-like-to-ask-a-favor-of-apple>.

<sup>18</sup> *Ob. cit. n. 15*, pág. 23. Sublinhando as afinidades entre a experiência britânica e norte-americana, cfr. PEDRO MAIA, «Corporate Governance em Portugal», *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Almedina, Coimbra, 2012 (pág. 57).

Apesar da monitorização da gestão pelos accionistas ser mais premente nos sistemas anglo-saxónicos, existem razões para a promoção dos direitos dos pequenos investidores nos sistemas da Europa continental: lembre-se que a existência de accionistas controladores também pode implicar a adopção de políticas de gestão perversas, que devem ser também impedidas e objecto de fiscalização pelos demais sócios.

### 1.3. Os Efeitos da Crise no Relacionamento entre o Accionista e o Banco

Não se pode dizer que a promoção dos direitos sociais dos accionistas seja um produto da crise, uma vez que esta preocupação tem raízes no *Cadbury Report*<sup>19</sup> de 1992, constando já do capítulo 6 a necessidade de divulgação das políticas de voto pelos investidores institucionais. Neste relatório, já era patente a preocupação com a *stewardship* entre accionistas e administradores, relação que traduz os custos de agência<sup>20</sup> decorrentes da separação entre controlo e propriedade nas empresas cotadas.

A evolução dos temas de *corporate governance* fez-se sempre com um especial foco para o problema do absentismo accionista: em Setembro de 1999, o Comité de Basileia debruçou-se sobre os problemas presentes no governo dos bancos, inspirado nos *Principles of Corporate Governance*<sup>21</sup> elaborados pela OCDE em Fevereiro do mesmo ano. Ainda antes do rebentar da crise, em 2006, as recomendações constantes do referido trabalho do Comité de Basileia intitulado *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations*<sup>22</sup> foram melhoradas e desenvolvidas. O trabalho seguia de perto as recomendações feitas pela OCDE, num âmbito mais geral, para todas as sociedades. Focava aspectos como a gestão sustentável e responsável por uma administração adequada e idónea, a confiança no sector bancário, a protecção dos depositantes, a efectiva fiscalização da administração por parte dos accionistas<sup>23</sup>, entre outros.

No entanto, a preocupação com o governo dos bancos está na ordem do dia desde o rescaldo da crise financeira com origem no verão de 2007 nos EUA, crise que revelou

---

<sup>19</sup> O *Cadbury Report* pode ser consultado em: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

<sup>20</sup> A relação de agência e os custos decorrentes da mesma serão analisados no Capítulo 2.

<sup>21</sup> Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>.

<sup>22</sup> Consultável em: <http://www.bis.org/publ/bcbs122.pdf>.

<sup>23</sup> Note-se que já em 2006 o Comité de Basileia defendia que o governo dos bancos poderia ser melhorado através da promoção e protecção dos direitos dos accionistas. Cfr. Ponto 66, *Enhancing...*

os problemas sérios que existiam dentro das instituições financeiras<sup>24</sup>, entre eles, as más práticas de governo e, assim, também o papel que os accionistas devem ter no *corporate governance* tem sido objecto de investigação e desenvolvimento.

Com efeito, e apesar das recomendações da OCDE e do Comité de Basileia, a crise mundial revelou inúmeras falhas no governo dos bancos. Em Junho de 2009, a OCDE publicou um relatório intitulado de *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*<sup>25</sup>, relatório que apontava várias fragilidades nos esquemas de governo dos bancos como causas para a queda e fraco desempenho destas instituições durante a crise. O relatório debruçava-se sobretudo em quatro temas: as remunerações tendencialmente excessivas e pouco transparentes dos administradores; a deficiente gestão de riscos dentro das instituições; o fraco desempenho dos órgãos de administração; e o desinteresse dos accionistas no exercício dos seus direitos. Esta publicação serviu de mote para o estudo dos problemas identificados e para a reforma dos modelos de governo bancários patentes nas leis dos diversos países, muito embora o Relatório de Larosière, apresentado em Fevereiro de 2009, já referisse estas fragilidades no governo das instituições financeiras como uma das causas justificativas para a crise<sup>26</sup>.

Perante as evidências da crise, impunham-se reformas legislativas que eliminassem os problemas existentes e restaurassem a confiança dos cidadãos no sistema financeiro, através do reforço das exigências no governo societário tendentes às boas práticas. Por isso, tanto na Europa como nos EUA se procurou estudar o problema e reformular as regras existentes até à data. Estas reformas implicaram alterações de fundo, que não constituem o objecto deste trabalho<sup>27</sup>, sendo apenas de frisar aquelas que estejam relacionadas com os direitos dos accionistas.

---

<sup>24</sup> Os bancos foram, de facto, as primeiras instituições afectadas pelo rebanhar da bolha imobiliária, registando-se insolvências, nacionalizações e absorções das mesmas por todo o mundo. Cfr. *Ob. cit. n. 2*, (pág. 131-134). Para uma melhor compreensão das causas e origens da crise cfr. Relatório De Larosière.

<sup>25</sup> Disponível em: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>.

<sup>26</sup> Peter Mülbart assinala que antes deste relatório nenhum outro estudo apresentava as falhas no governo dos bancos como uma das causas para a crise financeira, o que não é verdade, uma vez que o Relatório de Larosière é de Fevereiro e o estudo da OCDE é de Julho. Cfr. *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis – Theory, Evidence, Reforms*, ECGI, (April 2010). E os pontos 23 e 24 do Capítulo I do Relatório de Larosière: [http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf).

<sup>27</sup> As alterações mais relevantes estão ligadas à instauração de novas proibições, criação de exigências de carácter prudencial, reforço de regimes sancionatórios, reformulação dos modelos de supervisão, entre outros.

Neste contexto, a crise dos *sub-primes* tem sido argumento para os defensores do activismo accionista nos EUA, uma vez que se julga que um escrutínio mais intenso dos accionistas proibiria o excesso na assunção de riscos por parte da administração e promoveria o desenvolvimento de estratégias assentes no longo prazo, e por isso, mais sustentáveis. Assim, o *Dodd-Frank Act*, de 21 de Julho de 2010 consagrou no ordenamento jurídico norte-americano a obrigação de sujeitar a deliberação não vinculativa dos accionistas as remunerações dos administradores e da direcção de topo, com o intuito de evitar a desproporção e o abuso nos montantes pagos pela sociedade, e flexibilizou as exigências quanto às procurações tendentes ao exercício do voto<sup>28</sup>.

No Reino Unido, o relatório do *Financial Reporting Council*<sup>29</sup> de 2009 concluiu que muitos dos problemas detectados na gestão durante a crise seriam evitados se os accionistas tivessem desempenhado o seu papel.

Subsequentemente, a promoção do activismo fez-se através do *Stewardship Code*, que também data de Julho de 2010 e que se baseia numa lógica de “*comply or explain*”, pressupondo que os seus destinatários (as sociedades) irão aplicar os princípios previstos no Código ou que, em alternativa, deverão explicar porque não o fazem. O princípio 6 do *Stewardship Code* convida os investidores institucionais a promoverem um voto que não deve ser automaticamente concordante com as propostas da administração, devendo estes abster-se ou votar contra as propostas, no caso de não concordarem com as mesmas. Assim, deverão os investidores institucionais explicar as suas razões e divulgar a política de voto que têm seguido.

Já na Europa continental, os grandes desenvolvimentos na matéria têm-se devido à intervenção das autoridades de supervisão de cada Estado-Membro, apesar de em 1995, um estudo feito pelo CEPS<sup>30</sup> defender que a existência de um mercado único também passaria por uma harmonização destes temas. Na verdade, a exigência de deveres de informação quanto ao voto dos investidores institucionais é quase um traço comum a todos os ordenamentos jurídicos europeus, pelo que o problema não se punha de forma premente. O reforço do papel do accionista teve a sua expressão máxima antes da crise,

---

<sup>28</sup> Subtítulos E e G do Título IX do *Dodd-Frank Act*.

<sup>29</sup> “*A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities – Final Recommendations*”, pág. 72, Ponto 5.11. Em: [http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker\\_review\\_261109.pdf](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf).

<sup>30</sup> *Centre for European Policy Studies*, “*Corporate Governance in Europe*”, pág. 30. Disponível em: [http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker\\_review\\_261109.pdf](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf).

com a Directiva sobre Direitos dos Accionistas<sup>31</sup>, de 11 de Julho de 2007. As inovações porém não foram animadoras e encontra-se agora publicada uma proposta de alteração que data de 19 de Abril de 2014.

Não obstante os avanços descritos, a doutrina tem-se mostrado adversa à atribuição de um papel importante aos accionistas, sobretudo aos accionistas de instituições financeiras. As políticas de investimento actualmente em voga têm por base premissas de diversificação de títulos em carteira, diluindo o risco específico de cada activo e aproximando o risco da carteira de investimento ao risco de mercado. Ora, esta gestão constitui um incentivo ao investidor racional a apostar na diversificação, na liquidez e numa gestão da carteira completamente desligada da *performance* de cada activo por si só. Ou seja, o que interessa ao accionista é a *performance* da sua carteira de investimento, bem diversificada, não a valorização de um activo específico e isolado<sup>32</sup>.

A resistência ao reconhecimento dos accionistas e, sobretudo, dos investidores institucionais, como importantes intervenientes no bom governo das instituições<sup>33</sup>, deve-se ao entendimento de que os interesses deste tipo de investidores estão desalinhados com os interesses de longo prazo da sociedade e que este tipo de accionistas não desempenha qualquer tipo de controlo sobre a gestão, pelo contrário, muitas vezes incentiva-a a buscar o máximo retorno, independentemente dos efeitos que os riscos assumidos possam ter a longo prazo, desde que a valorização a curto prazo seja efectiva.

O *European Corporate Governance Institute* não toma posição no debate em causa, incentivando apenas à investigação e relembrado as vantagens e desvantagens que o activismo pode trazer<sup>34</sup>. A União Europeia tem envidado tímidos esforços no sentido de reforçar o papel accionista no enquadramento societário, veremos com que resultados.

---

<sup>31</sup> Directiva analisada *infra*.

<sup>32</sup> Para mais desenvolvimentos sobre a *Modern Portfolio Theory* cfr. STEPHEN ROSS, *et alia*, *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw Hill, Ed. 10, 2012 (pp. 330-340).

<sup>33</sup> “Yet the hopes set at getting institutional investors to actively and consistently participate in internal corporate governance are rather doubtful, according to some even futile.” KLAUS HOPT, pág. 56, *ob. cit.* n. 15.

<sup>34</sup> Em: <http://www.ecgi.org/activism/index.php>. As vantagens e desvantagens serão analisadas *infra*.

## 2. A Separação entre Propriedade e Controle

### 2.1 A Relação de Agência

Sempre que uma organização se caracterize, ou por uma grande dispersão accionista, ou pela falta de interesse que os proprietários da empresa demonstram na mesma, a gestão terá um maior poder de arbitrariedade, que será de tão elevado grau quanto maior for o desinteresse da assembleia geral. Neste quadro, abrem-se as portas para actuações oportunistas por parte da gestão, que se poderão traduzir por, de um lado, a possibilidade de apropriação de benefícios em proveito próprio ou, por outro, a ineficiência no exercício da actividade sem que esta lhe traga quaisquer consequências. O problema é originado assim pela separação entre propriedade e controlo, que origina custos decorrentes da representação, os *agency costs*<sup>35</sup>.

Tradicionalmente, à relação dos accionistas com os gestores, era reconduzido o problema do desalinhamento de interesses, dado que o accionista tendia a querer que a empresa gerasse riqueza a longo prazo, e pelo contrário, o gestor estava apenas preocupado com maximizar a geração de lucros durante o seu tempo de mandato. Os administradores propendiam assim para permitir a assunção de grandes riscos, beneficiando dos retornos em caso de sucesso das operações, mas em caso de insucesso, os fundos perdidos não seriam os seus<sup>36</sup>. Os accionistas, por seu lado, estavam menos interessados nesta política de investimento mais agressiva que punha em causa os seus fundos.

No entanto, a emergência dos investidores institucionais e o próprio desenvolvimento do mercado de capitais demonstram que hoje, os interesses dos accionistas passam a estar também eles focados no curto prazo, o que torna esta contraposição inexistente e pode, a longo prazo, ser prejudicial para as empresas, os seus credores e, no caso dos bancos, os depositantes.

---

<sup>35</sup> “Na relação gestor vs. accionista, em que este último assume uma posição mais fraca derivada do poder decisório e de acesso e controle de informação do primeiro, pontifica o risco de expropriação do accionista pelo gestor”, *Ob. cit. n. 7*, pág. 26.

<sup>36</sup> Refira-se contudo que esta visão é um tanto básica: na verdade, o administrador tem um investimento específico, pelo que os riscos do insucesso da empresa que este corre podem efectivamente ser maiores do que os riscos assumidos por um accionista bem diversificado, à luz da teoria de diversificação de carteiras já referida *supra*. Cfr. *Ob. cit. n. 32*, (págs. 330-340).

Ora, se os interesses dos accionistas se centram no retorno a curto prazo, estes interesses passam a estar alinhados com os de uma administração que quer obter o máximo rendimento possível durante o seu tempo de mandato, preconizando um desempenho caracterizado pela assunção de riscos insustentáveis a longo prazo e desprezando gastos que permitam à organização assegurar a sua sustentabilidade a longo prazo, como é o exemplo da investigação e desenvolvimento<sup>37</sup>. Será necessário, portanto, proteger as organizações deste alinhamento de interesses que se pode vir a revelar prejudicial para estas.

Neste sentido, todos os intervenientes no debate sobre boas práticas nas sociedades<sup>38</sup>, têm vindo a incentivar à participação efectiva por parte dos accionistas na vida da empresa, tentando sempre relembrar a importância do voto na assembleia geral e a importância da *accountability* da administração perante os proprietários da instituição, para asseverar melhores perspectivas de futuro e crescimento sustentável para as sociedades. Esta preocupação surge sobretudo como consequência da emergência de uma visão do governo das sociedades que pugna pela primazia da gestão sobre os accionistas, em resultado da qual se têm reforçado os poderes da administração<sup>39</sup> e, por isso, implica um maior empenho na fiscalização do exercício desses poderes, por parte dos accionistas.

Os problemas de *governance* quanto à estrutura accionista não se esgotam porém nas oportunidades que do absentismo surgem para a gestão. Quando existam accionistas maioritários (*blockholders*), será também necessário acautelar os interesses dos accionistas minoritários face aos primeiros, sob pena de se possibilitar a realização de negócios que resultem numa *expropriação* de valor face à sociedade e aos accionistas minoritários. Por isso, torna-se premente a necessidade de regular as transacções entre as sociedades e os seus sócios maioritários, dando voz aos restantes accionistas e proibindo os interessados de votarem nestas matérias<sup>40</sup>. Note-se contudo, que o

---

<sup>37</sup> Assim, na Exposição de Motivos da Proposta de Alteração da Directiva sobre Direitos dos Accionistas pode ler-se: “*Os incentivos de curto prazo desviam a atenção e prejudicam o investimento dos recursos em função dos dados fundamentais (estratégia, desempenho e governo) e das perspectivas a mais longo prazo, bem como uma avaliação do real valor e capacidade de criação de valor a longo prazo das sociedades*” (...).

<sup>38</sup> Sejam eles organizações internacionais (OCDE), associações (IPCG), reguladores (CMVM), sem qualquer pretensão de exaustividade. Os tais “*regulators and legislators*” a que se refere KLAUS HOPT na citação que se transcreve na nota 15.

<sup>39</sup> Sobre a *directors primacy approach*, como orientação recente no *corporate governance*, sucedendo à *shareholders primacy*, cfr. PEDRO MAIA, *ob. cit. n. 18* (pág. 46).

<sup>40</sup> Cfr. as proibições constantes do n.º 6 do art. 384.º do CSC.

problema não é estruturalmente diferente do que opõe a administração e os accionistas: em ambos os casos, temos de um lado a propriedade (dos outros accionistas) e do outro o controlo (aqui, exercido pelo accionista controlador).

Assim, a protecção e promoção dos direitos dos accionistas surgiu como um dos primeiros temas de *corporate governance*, constando já do primeiro relatório de relevo sobre os temas, o *Cadbury Report*<sup>41</sup>. Neste relatório, já era patente a preocupação com a *stewardship* entre accionistas e administradores, muito embora só fosse adoptada uma recomendação relativa à divulgação de políticas de voto pelos investidores institucionais<sup>42</sup>.

Os direitos dos accionistas foram também um dos temas de relevo nos *Principles of Corporate Governance* da OCDE, datados de 1999 e revistos em 2004. Dois dos seis princípios ínsitos neste documento estão relacionados com os accionistas, prevendo-se por um lado a necessidade de proteger e facilitar a participação dos mesmos na vida da sociedade e, por outro lado, o tratamento equitativo dos accionistas, nomeadamente através da eliminação de barreiras a votos transfronteiriços e na protecção dos sócios minoritários contra abusos dos sócios maioritários.

No âmbito estritamente bancário, o Comité de Basileia, no seu trabalho intitulado *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations*, que, à semelhança dos princípios da OCDE, é datado de 1999 e foi revisto mais tarde, em 2006, não se debruça sobre o problema dos direitos do accionista de forma aprofundada. No entanto, explica que não o faz por ser um tema já bastante tratado pela OCDE e reconhece que a promoção dos direitos do accionista, bem como o alinhamento de interesses deste com a gestão e com os demais *stakeholders* é um tema importante para a adopção de boas práticas nas organizações bancárias<sup>43</sup>.

## 2.2 Incentivos e Desincentivos ao Activismo

A criação de mecanismos legais que favoreçam o exercício do voto dos accionistas é de extrema importância, pois são várias as razões que convidam o accionista à apatia racional. Esta atitude, adoptada com frequência pelos accionistas, pode traduzir-se no comportamento passivo perante a solicitação de exercício do direito de voto, através da

---

<sup>41</sup> Cfr. n. 19.

<sup>42</sup> Recomendação 16.

<sup>43</sup> Capítulo VI, *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations*.

qual o accionista beneficia da decisão economicamente eficiente (ou não), tomada por quem despendeu tempo e dinheiro a compreender qual seria a melhor solução para a empresa (o chamado accionista *free-rider*<sup>44</sup>), ou conformando-se com a decisão tomada pela administração, uma vez que a análise crítica da proposta da gestão é menos atractiva, porque mais cara, do que a simples adesão à mesma.

Ao já aludido problema do activismo não se compadecer com as estratégias imediatistas praticadas no mercado de capitais, somam-se ainda desincentivos relativos aos custos no exercício do voto, relacionados com o acompanhamento do negócio desenvolvido pela empresa (*monitoring*); com a obtenção de informação adequada a fundamentar o sentido de voto; com o estudo dessa mesma informação; e com a disponibilização de meios humanos para estarem e votarem na assembleia.

Configuram ainda desincentivos, para os investidores institucionais, os custos de oportunidade relacionados com a imobilização de um investimento dentro da sociedade participada (que pode inviabilizar ganhos com arbitragem ou dar menor liberdade ao investidor na gestão, quer da sua carteira, quer dos retornos a entregar aos clientes); a maior exposição a um risco específico; e os eventuais problemas para o investidor, na transacção de acções, resultantes do seu comportamento mais comprometido, para efeitos de *insider trading*<sup>45</sup>.

Ainda no que toca aos investidores institucionais, estes também serão convidados a uma atitude de pouco envolvimento com as empresas nas quais investem por causa dos problemas que se podem gerar no que respeita a conflitos de interesses: o interesse que deve ser assumido como prioritário por estes agentes de mercado, é o interesse dos seus beneficiários últimos e não o interesse das sociedades nas quais investem<sup>46</sup>. Tudo visto, os investidores institucionais também tenderão a estruturar as suas políticas de investimento de acordo com a *Modern Portfolio Theory*, reduzindo ao máximo o risco decorrente da sua participação numa empresa específica e limitando, por isso, o seu interesse no bom desempenho da empresa.

---

<sup>44</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª Ed. Almedina, Coimbra 2011 (pp. 530-534)

<sup>45</sup> O levantamento dos desincentivos ao activismo que aqui se faz segue de perto o que é feito por CARLOS FRANCISCO ALVES, em *Ob. cit. n. 14*.

<sup>46</sup> A título de exemplo, veja-se o art. 14.º do Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de Maio, que classifica o interesse dos participantes nos Organismos de Investimento Colectivo como interesse exclusivo a ter em conta na gestão dos mesmos. O art. 304.º do CVM também indica a protecção dos legítimos interesses dos clientes como orientação para a actividade dos intermediários financeiros.

Os custos de agência *supra* referidos poderão despoletar no investidor a postura de *free-rider*, ou determinar um comportamento perante o mercado de capitais coerente com a famosa regra de Wall Street: “*if you don’t like management, sell; if you don’t sell, support management*”<sup>47</sup>. Ora, nenhuma destas posturas se pode conciliar com o exercício do activismo, porque o contrariam e focam o investidor, mais uma vez, no curto prazo.

Por outro lado, refira-se que, apesar de pouco provável e mais difícil de atingir, existe uma vantagem no exercício do activismo para o investidor institucional. Os retornos advenientes de operações de arbitragem a curto prazo, embora possam não ser despidiendos se os activos comprados e vendidos forem de grande volume, nunca poderão igualar a potencial riqueza criada com o crescimento sustentado de uma empresa a longo prazo. A obtenção de lucro com a valorização das empresas terá um valor económico, para todos os agentes, incomparavelmente maior do que o retorno gerado por pequenas ineficiências no mercado de capitais - os tais ganhos de arbitragem - os quais muitas vezes são foco exclusivo dos investidores institucionais. Assim, se determinado investidor institucional entender que se justifica, poderá agraciar a empresa na qual investiu com o seu *know-how* e estratégia, potenciando a geração de valor da mesma. Esta vantagem será tão grande quanto maior for a participação do accionista na sociedade<sup>48</sup>. É nesta hipótese que se centram as esperanças depositadas no activismo accionista: se existir um compromisso a longo prazo com a sociedade, esta poderá gerar maior valor económico para todos os *stakeholders* que rodeiam a empresa.

Contrapõem-se assim duas estratégias de investimento diferentes: uma lógica baseada na valorização das sociedades, de longo prazo, exercida através do voto (“*voice strategy*”); outra, fundada na *wall street rule*, que postula que se o investidor não está satisfeito com a gestão da sociedade, o melhor a fazer será vender a sua participação (“*exit strategy*”). Em 2010 é publicado um estudo<sup>49</sup> que revela que 80% dos investidores institucionais preferem adoptar uma *exit strategy* como predominante. Apenas 50% se declaravam capazes de votar, em vez de sair, se não estivessem de

---

<sup>47</sup> *Ob. cit. n. 14*, pág. 11.

<sup>48</sup> Note-se também que os investidores institucionais muitas vezes estão obrigados por lei a não assumir participações de grande relevo nas empresas onde investem. É o caso dos Organismos de Investimento Colectivo, como se pode retirar do disposto no art. 113.º do Decreto-Lei 63-A/2013, de 10 de Maio.

<sup>49</sup> Joseph A. McCahery *et allia*, “*Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*”, pág. 7.

acordo com alguma decisão da gestão. Este estudo foi depois referido por uma análise feita pela OCDE em 2011<sup>50</sup>.

Do exposto, não resulta um quadro animador para o activismo accionista. Na verdade, tudo leva a crer que este será cada vez menor. Os estudos quanto ao impacto que o activismo tem nas empresas, a nível empírico também não se revelam muito concludentes quanto às vantagens efectivas deste tipo de abordagem<sup>51</sup>. Promover o longo prazo poderá ter efeitos perversos no mercado, afectando a liquidez do mesmo, e poderá revelar-se uma medida inócua se os investidores aceitarem deter participações de forma mais duradoura, sem que passem a exercer os seus direitos de participação na vida da sociedade. No quadro do governo dos bancos, os accionistas deparar-se-ão ainda com um desincentivo relativo ao processo burocrático e administrativo que pode vir a resultar da aquisição de participações qualificadas<sup>52</sup>.

Todavia, a crise demonstrou que o enfoque no curto prazo não é sustentável, o que pode determinar uma mudança de mentalidade e uma diferente abordagem aos mercados por parte da teoria financeira da gestão de carteiras<sup>53</sup>. Esperam-se avanços nesta área, mas à lei, caberá o papel de facilitar e promover as boas práticas nas organizações, pugnando por uma sustentabilidade das empresas que proteja quer os accionistas, quer os demais *stakeholders* com interesses de longo prazo na empresa.

### 2.3 A Fiscalização Accionista

Será pertinente perguntar qual a relevância de uma efectiva fiscalização da administração por parte dos accionistas, se já existe um órgão responsável por essa mesma função na organização societária das S.A. Na verdade, qualquer que seja a

---

<sup>50</sup> “*The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*”, pág. 44.

<sup>51</sup> “Por outro lado, é necessário constatar que, quando se invoca que a criação de um sistema de dividendo de lealdade permite uma fidelização accionista, está-se a partir de uma afirmação sem base empírica, por inexistirem demonstrações claras de que é benéfico para uma sociedade manter um conjunto de accionistas fiéis, estáveis, duradouros.” FÁTIMA GOMES, «Dividendos de Lealdade?», *II Congresso de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra 2012 (pp. 409-418, em especial, pág. 411).

<sup>52</sup> Desincentivo analisado *infra*.

<sup>53</sup> “*Yet, more generally, the financial crisis of 2008 may initiate a paradigm shift away from a short-term investment culture towards effective long-term investment and shareholder engagement. Legal reforms can well play a supporting role. These reforms may increase the protection of shareholders...*”, JONATHAN MUKWIRI, *The Financial Crisis: A Reason to Improve Shareholder Protection in the EU?*, pág. 15. Registando alguns avanços relativos à preocupação com a sustentabilidade nas Finanças, sobretudo na Suíça: JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, «Acções de lealdade – A primazia dos interesses de estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas», *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI – n.º 2, Almedina, Coimbra 2014 (pp. 455-456).

estrutura de administração e fiscalização adoptada pela S.A., de entre as três previstas no art. 278.º do CSC, existirá sempre um órgão competente para a fiscalização da gestão<sup>54</sup>.

No que toca ao Conselho Fiscal das sociedades cotadas, as suas competências encontram-se elencadas nas alíneas do art. 420.º n.ºs 1 e 2 do CSC. A Comissão de Auditoria assume exactamente as mesmas competências, por força do art. 423.º-F, do mesmo diploma. Já ao Conselho Geral e de Supervisão são-lhe reconhecidas mais competências, podendo até nomear e destituir administradores, caso esta competência não seja atribuída à assembleia geral pelos estatutos (art. 441.º n.º 1 a)).

Dos enunciados legais referidos, resulta claro que, quando a S.A. adopte como modelo de governação o modelo germânico, e entregue os poderes de nomeação e destituição de administradores ao Conselho Geral e de Supervisão, os poderes de controlo dos accionistas sobre a sociedade serão menores. Neste caso, será o órgão de fiscalização o responsável, não só pelas funções de controlo técnico, consultivo e procedimental da gestão, como também por um controlo de mérito na actuação desta.

Se é verdade que o modelo germânico possibilita o enfraquecimento do poder accionista nas sociedades, também é verdade que, de um modo geral, as sociedades cotadas portuguesas adoptam o modelo de governação anglo-saxónico, no qual são os accionistas os responsáveis pela nomeação e destituição de administradores.

Com efeito, nos outros modelos de governação, tanto no modelo anglo-saxónico, como no modelo clássico, só os accionistas poderão efectuar um verdadeiro controlo *político* sobre a sociedade, cabendo ao Conselho Fiscal ou à Comissão de Auditoria um controlo de cariz mais técnico (ex.: *verificar a regularidade dos livros, registos contabilísticos e documentos que lhes servem de suporte*<sup>55</sup>), consultivo (ex.: *dar parecer sobre o relatório, contas e propostas apresentados pela administração*<sup>56</sup>) ou procedimental (ex.: *vigiar pela observância da lei e do contrato de sociedade*<sup>57</sup>).

Nestes modelos, conservando os accionistas o poder de nomear e destituir administradores, aqueles preservam um grau de poder relevante e que deve persistir,

---

<sup>54</sup> Este órgão designar-se-á de Conselho Fiscal no modelo de governação clássico previsto na alínea a) do art. 278.º n.º 1, Comissão de Auditoria no modelo de governação anglo-saxónico constante da alínea b) do mesmo artigo e número, e Conselho Geral e de Supervisão no modelo germânico de estruturação da administração e fiscalização (art. 278.º n.º 1 c)).

<sup>55</sup> Artigos 420.º n.º 1 c) e 423.º-F n.º 1 c) do CSC.

<sup>56</sup> Artigos 420.º n.º 1 g) parte final e 423.º-F n.º 1 g) parte final.

<sup>57</sup> Artigos 420.º n.º 1 a) e 423.º-F n.º 1 a).

independentemente da existência de órgãos de fiscalização que assegurem a auditoria das contas e negócios da empresa. Só assim se poderá assegurar aos accionistas a possibilidade de “*serem os verdadeiros proprietários da sociedade (e não apenas das suas acções)*”<sup>58</sup> e de controlarem melhor a actuação dos administradores.

Deste modo, a existência de um órgão de fiscalização não deve servir de argumento, de modo nenhum, para defender o afastamento daqueles que detêm a empresa e que deverão, por essa mesma razão, ter uma palavra a dizer sobre o seu destino. Ou seja, o reforço dos poderes dos accionistas não deverá ter como consequência o enfraquecimento dos poderes do órgão de fiscalização, nem o inverso, uma vez que a supervisão destes órgãos à gestão é feita sob perspectivas diferentes: de um lado, uma fiscalização técnica, consultiva ou procedimental, de outro lado, uma fiscalização política.

#### 2.4 Os Direitos do Accionista Bancário

Em Portugal, na estrutura organizativa típica de uma sociedade, ao sócio são reconhecidos certos direitos e deveres de ordem geral, contemplados nos arts. 20.º e 21.º do CSC. Mesmo estes direitos e deveres comuns a qualquer sociedade comercial, sem grandes desvios, no campo bancário adoptam especificidades que devem ser tidas em conta. Cabe analisar, por ora e apenas, as limitações que estejam relacionadas com os direitos políticos e a supervisão prudencial das participações, objecto do trabalho.

A votação na assembleia geral poderá ser condicionada pelo BdP no caso, previsto no art. 105.º, de incumprimento do dever de comunicação de participações qualificadas. Assim, o exercício do direito de voto na assembleia geral de um banco pode estar dependente de uma autorização prévia de uma entidade administrativa, nos termos que melhor se desenvolverão no capítulo 4.

No que toca à participação nos lucros e nas perdas, os accionistas poderão deparar-se com uma proibição do BdP para distribuírem os lucros gerados pela sua própria sociedade<sup>59</sup>, fenómeno ao qual as S.A. são completamente alheias. Na verdade, o CSC consagra no seu artigo 294.º n.º 1 uma proibição de não distribuição de pelo menos metade do lucro do exercício distribuível, salvo diferente cláusula contratual ou

---

<sup>58</sup> *Ob. cit. n. 53*, (pp. 471-472).

<sup>59</sup> Cfr. Art. 116.º-C n.º 2 h) do RGIC.

deliberação que aprove a não distribuição por maioria de três quartos dos votos correspondentes ao capital social. Segundo o Professor Paulo Olavo Cunha<sup>60</sup>, nem todas as limitações estatutárias serão admissíveis, devendo entender-se que esta norma tem um conteúdo mínimo imperativo, em claro contraste com o que se verifica nos bancos.

O dever de informação estará também adaptado e condicionado pelo dever de sigilo que preside a toda a actividade bancária e o direito a ser nomeado para os órgãos de fiscalização e administração será condicionado à verificação de idoneidade que o BdP deverá assegurar<sup>61</sup>.

Por fim, não se registam quaisquer especificidades a ter em conta quanto à protecção dos accionistas minoritários nas instituições de crédito, relativamente àquelas que estão legalmente consagradas para as sociedades anónimas, em sede geral. Note-se apenas que o regime da comunicação de participações qualificadas, por impor encargos a partir da aquisição de participações que ascendam aos 10%, pode representar um entrave ao crescimento de accionistas minoritários dentro da estrutura accionista.

A acrescer à tendência dos mercados para o *directors primacy approach*, pode também afirmar-se que, no caso dos bancos, existe outro centro de poder, que tem vindo a mitigar o papel dos accionistas no governo dos mesmos: o poder do BdP. Com efeito, o poder accionista é cada vez mais fraco no banco, o que não deixa de ser paradoxal, uma vez que se tem firmado nos legisladores e reguladores um entendimento quase consensual de que os accionistas seriam a chave para a resolução dos problemas revelados pela administração das instituições, durante a crise financeira.

Considerando a necessidade de promover a detenção de participações a longo prazo e o reforço do papel dos accionistas, deverá a lei progredir no sentido de tornar estas realidades e/ou posturas mais atractivas do ponto de vista do mercado, sob pena de se perder um importante centro de poder no governo das organizações. Não se deve esquecer também que este centro de poder é legitimado pela propriedade, devendo portanto merecer algum respeito na configuração dos *checks and balances* próprios de qualquer sociedade.

---

<sup>60</sup> Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, «O Poder dos Sócios», *Ob. cit. n.* 18, pág. 206 e ss.

<sup>61</sup> Cfr. Arts. 73.º e 30.º do RGIC, respectivamente.

### 3. A Directiva dos Direitos dos Accionistas

#### 3.1. Considerações Gerais

A 11 de Julho de 2007 foi publicada no Jornal Oficial da UE a Directiva 2007/36/CE, relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas na União Europeia. Na tentativa de reforçar os direitos dos accionistas, em linha com as orientações que vinham sendo propostas no seio da UE, a harmonização visava assegurar o cumprimento de certas exigências mínimas em todos os Estados-Membros, facilitando o investimento intracomunitário e a circulação de capitais.

Contudo, os resultados do projecto revelaram-se pouco satisfatórios. Focando-se sobretudo nos aspectos procedimentais<sup>62</sup> que urgia reformar e eliminando alguns desincentivos ao exercício dos direitos sociais, o legislador europeu deixou intocado o cerne da questão: os incentivos à participação. Foram estabelecidas regras como a antecedência mínima da convocação dos accionistas face à assembleia (art. 5.º 1.º parágrafo), a proibição de bloqueio de acções prévio à assembleia (art. 7.º n.º 1 b) e n.º 2), a proibição de impedimentos ao exercício do voto transfronteiriço e voto à distância, quer por meios electrónicos, quer por correspondência, quer por procuração (artigos 10.º a 13.º), mas ficaram por tratar as questões relativas à promoção da detenção a longo prazo de acções e ao exercício efectivo do voto.

Algumas medidas previstas na Directiva, embora sejam também de teor mormente procedimental, tiveram um efeito de reforço dos direitos dos accionistas, como o alargamento da legitimidade para convocação de assembleias e inserção de pontos na ordem do dia a todos os accionistas, podendo os Estados-Membros limitar esta legitimidade, desde que não se exija percentagem do capital social superior a 5% para o exercício destes direitos (artigo 6.º) e o direito de interpelação, presente no artigo 9.º, que tem por conteúdo o reconhecimento a todos os accionistas do direito de fazer perguntas na assembleia geral, independentemente da sua percentagem de capital, estando a sociedade obrigada a responder, se as informações não estiverem no *site* da sociedade.

---

<sup>62</sup> No mesmo sentido: ANDRÉ FIGUEIREDO, «Notas sobre o exercício de direitos de voto nas sociedades cotadas: breve balanço da vigência da Directiva 2007/36/CE e perspectivas de revisão», *III Congresso de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2014 (pág. 58).

No que toca ao ordenamento jurídico português, a Directiva foi transposta pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio e implicou pequenas alterações no regime anteriormente vigente. Na verdade, poucas eram as alterações necessárias, uma vez que a maior parte dos direitos que a Directiva atribuía aos accionistas já se encontravam consagrados no ordenamento jurídico português<sup>63</sup>.

A mais importante alteração foi a eliminação do bloqueio de acções anterior à assembleia geral, segundo o qual, os accionistas que manifestassem interesse em participar na assembleia teriam que registar as suas acções, ficando proibidos de as transaccionar no mercado até ao fim da reunião. A eliminação desta proibição constituiu um importante incentivo - ou pelo menos a eliminação de um desincentivo - à participação nas assembleias por parte dos investidores institucionais, uma vez que a impossibilidade de transaccionar acções num determinado período de tempo, para estes investidores, aconselharia a que estes não registassem as suas acções, perdendo o direito a votar, mas mantendo a possibilidade de dispor dos activos.

Aquando da transposição, o legislador reduziu o prazo que deve mediar entre a publicação da convocatória e a realização da assembleia para 21 dias, em vez dos 30 dias anteriormente previstos e mantidos para as outras sociedades anónimas: esta redução de prazo inspirou-se no limite mínimo fixado no art. 5.º n.º 1 da Directiva, mas representa uma medida de sinal contrário à promoção dos direitos dos accionistas, uma vez que fixa um prazo menor para os accionistas se prepararem para a assembleia.

Outro aspecto que se revela criticável na transposição da Directiva prende-se com o voto por correspondência. O artigo 12.º da Directiva prevê expressamente que os Estados-Membros só possam sujeitar o voto por correspondência a requisitos e condicionalismos que visem assegurar a identificação dos accionistas, e apenas na medida em que estas restrições sejam proporcionais. Ora, o n.º 2 do artigo 22.º do CVM permite que os estatutos da sociedade afastem a votação por correspondência, exceptuando as votações relativas às matérias que digam respeito à alteração dos estatutos e à eleição de titulares de órgãos sociais. Embora o art. 12.º da Directiva esteja redigido no sentido de obrigar os Estados-Membros a permitirem a votação, e não no sentido de deverem proibir que os estatutos das sociedades cotadas nacionais afastem

---

<sup>63</sup> Em sentido concordante: ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «A Directriz 2007/36, de 11 de Julho (Accionistas de Sociedades Cotadas): Comentários à Proposta de Transposição», *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 68, n.º 2; PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, 5.ª Ed., 2015 (pág. 624, em especial a nota de rodapé 847).

este tipo de votação, é lamentável que se continue a permitir às sociedades que obstaculizem o exercício do voto aos accionistas, através de uma proibição estatutária deste tipo, e vai sem dúvida contra o espírito do legislador comunitário, que é claro na intenção de eliminar obstáculos, *ratio* fundamentadora da intervenção do legislador europeu ora em análise.

Relativamente a este aspecto, note-se que o Código de Governo das Sociedades da CMVM, na sua recomendação I.1 estabelece que: “*As sociedades devem incentivar os seus accionistas a participar e a votar nas assembleias gerais, designadamente não fixando um número excessivamente elevado de acções necessárias para ter direito a um voto e implementando os meios indispensáveis ao exercício do direito de voto por correspondência e por via electrónica*”, recomendação que aponta precisamente no sentido de não se proibirem estatutariamente votações por correspondência, seja qual for a matéria alvo de deliberação. Neste sentido, a votação por correspondência não deve ser impedida pelas sociedades cotadas, devendo estas explicar as limitações que impuserem, neste âmbito, nos seus estatutos.

Não obstante, consideramos que o n.º 2 do art. 22.º do CVM deveria ser revisto. A votação por correspondência pode afectar a segurança jurídica na aprovação de deliberações, uma vez que esta importa uma votação temporalmente desfasada da votação em assembleia e implica a adopção de um procedimento que pode ser mais ou menos oneroso para a sociedade. Contudo, a previsão legal da permissão de afastamento deste tipo de votação, nos estatutos, é de dúvida conformidade com a Directiva e abre as portas ao estabelecimento de regras que podem debilitar o poder accionista.

### 3.2. A Proposta de Alteração

A proposta de alteração da Directiva em análise, divulgada a 9 de Abril de 2014, é mais ambiciosa na promoção do exercício dos direitos sociais pelos accionistas. Com efeito e em alguns aspectos, a preocupação já não é meramente procedimental, mas substantiva, atribuindo competência aos accionistas em temas sensíveis de *corporate governance* como a remuneração dos administradores e as transacções entre partes relacionadas (artigos 9.º-A e 9.º-C, a serem aditados à Directiva<sup>64</sup>) e obrigando os investidores institucionais a divulgar uma “*política de envolvimento*” que deve explicar

---

<sup>64</sup> Todos os artigos mencionados no texto, que constem da proposta de alteração à Directiva, serão referidos pela numeração que irão adoptar caso a proposta seja aprovada.

qual será a postura que estes investidores irão adoptar perante as sociedades nas quais participam, nomeadamente para efeitos de exercício do direito de voto (art. 3.º-F).

As alterações propostas à Directiva implicarão alterações ao regime português, sobretudo quanto às transacções entre partes relacionadas, que passam a estar sujeitas a aprovação da assembleia geral, sempre que os montantes envolvidos representem mais de 5% dos activos da sociedade e que devem ser obrigatoriamente sujeitas a parecer do órgão de fiscalização e a divulgação pela sociedade, aquando da sua realização, sempre que ultrapassem o valor representativo de 1% do capital social. Quanto à obrigação de elaboração de uma política de envolvimento dos investidores institucionais, esta será também uma novidade, caso a proposta seja aprovada e adequadamente transposta. O mesmo não se passa com a política de remunerações, uma vez que o art. 399.º do CSC e, no caso específico dos bancos, o art. 115.º-C n.º 4 do RGIC já atribui competência aos accionistas para se pronunciarem sobre a política de remunerações.

A Proposta visa ainda implementar obrigações de comunicação e transparência dos intermediários financeiros que mediem o investidor final e a sociedade cotada, resolvendo o problema da identificação dos accionistas<sup>65</sup> através da imposição do dever de comunicar à sociedade cotada, sem demora injustificada, os nomes e contactos dos investidores finais, imposição feita a todos os intermediários que façam parte da cadeia de intermediação (art. 3.º-A). Os intermediários financeiros ficam ainda obrigados a assegurar que, caso a sociedade não opte pela comunicação directa com o accionista, toda a informação relacionada com a detenção de acções circula até ao fim da cadeia, de forma ascendente e descendente<sup>66</sup> (ou seja, da sociedade ao accionista e do accionista à sociedade). Estes sujeitos ficarão também obrigados a facilitar o exercício dos direitos sociais pelo investidor final<sup>67</sup>, nos termos do art. 3.º-C e, quando cobrem taxas ou preços pelos serviços que prestem, estes devem ser divulgados publicamente e os seus valores não devem ser discriminatórios ou desproporcionais, muito menos devem existir diferenças quanto ao exercício de direitos a nível nacional e transfronteiras (art. 3.º-D).

Apesar de existir um reforço nas competências dos accionistas e de se darem também outros passos de cariz procedimental, essenciais ao cabal exercício dos direitos sociais

---

<sup>65</sup> No caso específico dos bancos, o problema da identificação dos accionistas não se põe, uma vez que as acções representativas do capital social serão obrigatoriamente nominativas por imposição do art. 14.º n.º 1 d) do RGIC. Assim, faz-se referência ao regime em causa, apenas por ser um dos traços principais da Proposta de Alteração da Directiva e por criar obrigações acrescidas aos intermediários financeiros.

<sup>66</sup> Artigo 3.º-B da Proposta.

<sup>67</sup> Para mais desenvolvimentos: *Ob. cit. n. 62.*

dos accionistas, a proposta de Bruxelas não cria reais incentivos à participação nas assembleias gerais.

Eliminar obstáculos ou reforçar o poder accionista não resolverá o problema do abstencionismo accionista. Na verdade, a única medida proposta que poderá contrariar a tendência até agora denotada nos mercados é a que obriga os investidores institucionais a criar uma política de envolvimento, dado que esta passará a ser encarada como uma boa prática, que terá cariz recomendatório, mas não deixará de ser um bom *benchmark* para os investidores que a adotem, a cumpram e através deste instrumento alterem o seu comportamento.

Contudo, existem já mecanismos previstos na legislação de alguns Estados-Membros com a potencialidade de fomentar o activismo accionista de uma forma mais efectiva e que, por servirem as necessidades de promoção do poder accionista, deveriam constar da proposta de alteração à Directiva, para que possam ser discutidos. Referimo-nos às acções de lealdade, aos dividendos de lealdade<sup>68</sup> e à atribuição de direitos de voto plural aos accionistas que detenham as suas participações por um determinado período de tempo. Estes mecanismos, uns mais que outros, permitem a atribuição de benefícios àqueles accionistas que se envolvem e participam activamente na assembleia, partindo dos mesmos pressupostos que têm sido defendidos pela Comissão Europeia.

### 3.3. O Reforço do Poder Accionista

Na legislação francesa, desde 1966 que são reconhecidos os direitos de voto duplo a quem seja titular de acções nominativas há dois anos ou mais, através de um regime supletivo, à data, previsto no art. 175. da Lei n.º 66-537 de 1966.

O direito de voto duplo pode ser exercido em todas as assembleias gerais e especiais, ordinárias ou extraordinárias e pode ser atribuído com base nos estatutos ou numa assembleia geral extraordinária posterior, desde que o direito seja atribuído a acções integralmente liberadas e que se encontrem há dois ou mais anos em nome do mesmo accionista. Este direito é renunciável, temporária ou definitivamente, pelo accionista que a ele tenha direito, mas não o pretenda exercer. As previsões legais estabelecem os

---

<sup>68</sup> “O Sr. P. R. Butler, *chief executive* da *Governance for Owners* (...) havia proposto que se criasse um sistema de incentivo à participação e fidelização dos accionistas assente num esquema de dividendo de lealdade, como mecanismo que poderia resolver problemas de agência provocados pela diferente estrutura accionista, na qual se distinguem os accionistas de curto prazo dos de longo prazo.” *Ob. cit. n. 51*, pág. 406.

requisitos mínimos, podendo depois os estatutos prever regimes mais exigentes para a atribuição deste benefício.

Em casos de aumento de capital por incorporação de reservas, a doutrina francesa<sup>69</sup> tem entendido que poderá ser conferido o direito de voto duplo às acções atribuídas a accionista que já detenha esse direito. Quanto às operações de fusão ou cisão da sociedade, o accionista mantém o seu direito de voto duplo e pode exercê-lo na sociedade beneficiária.

Foi também em França que surgiram os dividendos de lealdade, em 1994: autorizou o artigo 347-2 da Lei n.º 66-537 a estipulação de um dividendo que atribísse um prémio de fidelidade aos accionistas que mantivessem a sua participação na sociedade por dois anos ou mais, reportados à data de encerramento do exercício.

Embora mais nenhum ordenamento jurídico tenha acolhido a figura do direito de voto duplo nos seus sistemas, o dividendo de lealdade foi acolhido pelo Estado Italiano, em 2010, aquando da transposição da Directiva dos Direitos dos Accionistas.

A majoração no dividendo só pode ser superior em 10% aos dividendos distribuídos aos outros accionistas e o accionista de uma sociedade cotada só terá direito ao prémio de fidelidade por, no máximo, 0,5% do capital social<sup>70</sup>. O regime italiano prevê ainda mais dois limites: não podem ser atribuídos dividendos de lealdade aos accionistas controladores e àqueles que actuem em concertação, ao abrigo de acordo parassocial de voto, quando a participação dos contraentes vinculados for superior a 30% do capital social<sup>71</sup>.

O regime italiano, ao contrário do francês, que nestes pontos é omissivo, esclarece que a cessão onerosa ou gratuita das acções implica a perda do direito aos dividendos majorados, exceptuando-se os casos de sucessão universal ou de aumento de capital por incorporação de reservas, desde que o accionista a quem são atribuídas as acções a título gratuito, já gozasse deste benefício por causa das acções detidas antes do aumento. Esclarece ainda a lei italiana, que as acções pelas quais o accionista terá direito à majoração, não constituem uma categoria especial de acções, dado que o benefício é

---

<sup>69</sup> Com referências bibliográficas: *Ob. cit n. 51*.

<sup>70</sup> “*le nombre de titres éligibles à cette majoration de dividende ne peut excéder, pour un même actionnaire, 0,5 p. 100 du capital de la société.*” Art. 347-2 da Lei n.º 66-537, de 24 de Julho de 1966.

<sup>71</sup> N.º 2 do art. 127.º-*quater* do *Teste Único sulla Finanza*.

atribuído ao titular da acção pela estabilidade com que a detém, e não à acção em concreto, não podendo circular com a mesma.

Quanto ao método de imputação das acções alienadas em casos de alienação parcial, tem sido entendido pela doutrina<sup>72</sup> que o melhor método de contagem será o *LIFO* (*last in, first out*) em vez do método *FIFO* (*first in, first out*)<sup>73</sup>. Ou seja, se o accionista vender parte das suas acções, deve-se considerar que a venda teve por objecto as acções que este detinha há menos tempo, mantendo o direito ao prémio de fidelidade relativamente às acções que preservou na sua titularidade.

Em 2000, o regime das acções com direito de voto duplo passou a ser aplicável a todas as acções nominativas detidas há dois ou mais anos, podendo ser afastado pelos estatutos. Prevê-se também que o accionista que atinja 30% dos direitos de voto por possuir acções com direito de voto duplo não tenha que lançar OPA obrigatória sobre as demais acções. Quanto ao dividendo de lealdade, a revisão legislativa estabeleceu que este direito pode ser atribuído perante um aumento de capital gratuito, desde que essa majoração não seja concedida nos dois anos posteriores à alteração dos estatutos.

A atribuição de dividendos de lealdade, sobretudo em Itália<sup>74</sup>, tem merecido críticas por parte da doutrina, que entende que este regime não atinge os objectivos a que se propõe, na medida em que não promove a participação dos accionistas nas assembleias, bastando-se a premiar o capital estável na sociedade.

A previsão legislativa destas figuras tem sido bem recebida pelos mercados de capitais dos dois países. Em Dezembro de 2007, 57,5% das sociedades cotadas francesas conferiam aos seus accionistas de longo prazo o direito de voto duplo<sup>75</sup>. Várias sociedades de referência, como a *Lafarge* ou a *L'Oreal Finance* atribuem prémios de fidelidade aos accionistas mais antigos.

Outra alternativa aos dividendos de lealdade ou à atribuição de voto duplo para remuneração dos accionistas de longo prazo é a atribuição de *warrants* sobre acções, estabelecendo um preço de exercício propositadamente mais baixo do que o valor de mercado da acção, de forma a remunerar o accionista, permitindo que este reforce a sua

---

<sup>72</sup> Com referências bibliográficas: *ob. cit. n. 53*, pág. 451.

<sup>73</sup> *FIFO* e *LIFO* são métodos de avaliação de activos. No primeiro, pressupõe-se que os bens mais antigos serão os primeiros a serem vendidos, no segundo, pressupõe-se que os bens mais recentes serão os primeiros a serem vendidos. *Ob. cit. n. 53*, pág. 452.

<sup>74</sup> *Ob. cit. n. 53*, pág. 453.

<sup>75</sup> Conforme o *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, disponível no site: [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).

posição na empresa, abaixo do valor de mercado, e permitindo também a entrada de mais capital dentro da sociedade. São as chamadas *L-shares*<sup>76</sup> (“1” de *loyalty*), usadas por exemplo pela *Michelin* em 1991<sup>77</sup>.

Concluindo, dir-se-á que a lei pode criar verdadeiros incentivos à participação accionista: a experiência francesa e italiana bem o demonstram. E quando se fala em criar verdadeiros incentivos à participação accionista, não se tem em mente a eliminação de obstáculos ao exercício de direitos sociais, ou a previsão de regimes mais generosos quanto às competências da assembleia geral: o que se tem em mente são incentivos de carácter económico que permitam às sociedades contrariar as vantagens económicas que o mercado de capitais oferece aos investidores através da especulação e arbitragem.

Porém, para que se possa defender a instituição destas figuras entre nós, será também necessário perceber se, à luz do nosso ordenamento jurídico, estas figuras serão admissíveis.

### 3.3.1. *O direito de voto duplo*

O direito de voto duplo, dos três mecanismos abordados, é aquele que melhor serve os interesses de promoção do exercício dos direitos sociais por parte dos accionistas: o único prémio pela longevidade na detenção do investimento consiste em poder ter um peso maior na tomada de decisões. Também se prefigura como aquele que maior sentido fará, na medida em que o accionista que já mantém uma relação de longo prazo com a sociedade em causa saberá o que é melhor para a mesma.

Ironicamente, é também aquele que maiores problemas levanta na hora de o confrontar com o regime português actual. Isto porque o art. 384.º n.º 5 do CSC veda o voto plural nas sociedades anónimas, proibindo que um accionista detentor do mesmo capital social que outro, exerça uma influência maior na assembleia pela desproporção criada com a introdução de acções com voto plural. Assim, esta proibição consiste num afloramento do princípio da igualdade de tratamento dos sócios e torna o voto plural incompatível com o ordenamento jurídico português.

---

<sup>76</sup> Para mais desenvolvimentos sobre as *L-shares*: PATRICK BOLTON e FREDERIC SAMAMA, “*L-shares: Rewarding Long-Term Investors*”, 2012.

<sup>77</sup> *Ob. cit.* n. 53, pág. 453.

Existem, no entanto, razões para defender a admissibilidade do voto plural nas sociedades anónimas. A primeira razão prende-se com o facto de, no caso do voto plural ser concedido apenas aos accionistas de longo prazo, o diferente tratamento dos sócios tem por base circunstâncias objectivas (a longevidade do investimento), não se tratando de uma medida de diferenciação discriminatória ou injustificada. A segunda razão está ligada ao facto de nem sempre o mesmo número de acções corresponderem ao mesmo grau de investimento, uma vez que as acções podem ter sido emitidas em períodos temporais distintos e a preços de emissão também eles diferentes: neste caso, podemos ter por exemplo um accionista que fez um investimento de 50€ em 100 acções e um accionista que fez um investimento de 100€ em 100 acções. Ambos terão o mesmo peso em assembleia geral, peso esse que não corresponde aos diferentes graus de investimento feitos pelos dois accionistas.

Por estas razões, o único obstáculo à admissibilidade do voto plural é a proibição do art. 384.º n.º 5 do CSC, que, poderia ser revisto no sentido de permitir diferenciações, desde que baseadas em circunstâncias objectivas e não discriminatórias.

### 3.3.2. *Os dividendos de lealdade*

A admissibilidade deste tipo de dividendos foi discutida no Supremo Tribunal Holandês<sup>78</sup>, no qual se entendeu que a criação de regimes de dividendo diferentes não tinha que estar obrigatoriamente relacionada com a criação de categorias de acções, ao contrário do que tinha sido decidido pelo Tribunal *a quo*. Com efeito, se as cláusulas estatutárias fixassem as condições para a atribuição dos prémios de fidelidade e, desde que não existisse violação do princípio da igualdade no tratamento dos accionistas, o direito ao dividendo majorado seria admissível.

A majoração em análise não pode ser reconduzida a um benefício inerente à acção, porque este é um benefício relacionado com o titular do direito e não com o direito em si. Nunca poderá circular com a acção. O seu carácter *intuitu personae* contraria as classificações doutrinárias às quais estamos habituados, segundo as quais a participação em sociedades anónimas é de carácter capitalístico e não personalístico, mas, sem que

---

<sup>78</sup> Para mais desenvolvimentos, *vide*: FÁTIMA GOMES, *ob. cit. n. 51* (pp. 402-403) e JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *ob. cit. n. 53* (pp. 456-457).

haja fundamento bastante para negar a admissibilidade desta figura, a classificação doutrinária não bastará para afastar a mesma<sup>79</sup>.

Os dividendos de lealdade, enquanto mecanismo de promoção do exercício de direitos sociais e quando comparados com a atribuição de voto duplo, são francamente mais falíveis. A estabilidade de um investimento não significa obrigatoriamente que o seu titular vai exercer os direitos de voto subjacentes às acções. Enquanto no primeiro mecanismo se premeia a longevidade com o reconhecimento de um maior peso na assembleia geral (o benefício só será gozado na medida em que o accionista participe efectivamente), neste mecanismo, o prémio é financeiro, não combatendo a *patrimonialização* da participação e o absentismo que se pretende evitar.

Embora menos apto a incentivar à participação, tem o mérito de incentivar à estabilidade do investimento e não levanta quaisquer problemas de admissibilidade na Ordem jurídica portuguesa. É certo que o facto de não ter um regime definido na lei desaconselha a sua adopção e que existem traços de regime por delinear, por isso, melhor seria que o legislador português se ocupasse do assunto<sup>80</sup>.

### 3.3.3. *As L-shares*

Por fim, as *L-shares* serão admissíveis sob a forma de *warrant*. Se os primeiros dois mecanismos apresentam dificuldades na implementação por não terem um regime legal delineado que responda a todas as questões que podem surgir, as *L-shares* têm sem dúvida a vantagem de ser a figura que menos problemas de segurança jurídica traz consigo.

A incerteza quanto à admissibilidade deste instrumento recairia apenas na possibilidade de interpretar a concessão de *warrants* sobre acções a título gratuito ou abaixo do valor de mercado a alguns accionistas, em detrimento de outros, como contrária ao princípio da igualdade do tratamento dos accionistas, problema sobre o qual já nos pronunciámos *supra*.

---

<sup>79</sup> No mesmo sentido: JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, *ob. cit.* n. 53 (pág. 465).

<sup>80</sup> “*Sendo admissível a institucionalização de um regime de dividendo de lealdade, apenas com base no regime estabelecido no CSC, não deixa, no entanto, de ser recomendável a criação de solução legal expressa (neste sentido), considerando a clarificação das diversas questões jurídicas conexas à criação de um dividendo de lealdade (...)*” *Ob. cit.* n. 51.

As *L-shares* são também mais eficazes na promoção do activismo que o dividendo de lealdade. Isto porque não premeiam o accionista só através de dividendos acrescidos, mas atribuem-lhe também mais peso na assembleia, uma vez que o accionista que exerça os seus direitos de compra passará a deter mais acções e a ter, por isso, mais influência na tomada de decisões em assembleia geral.

#### 3.4. A Transparência e a Liquidez do Mercado de Capitais

As formas de premiar a fidelidade que analisámos baseiam-se sempre em registos que a sociedade possui, nos quais consta a longevidade da detenção de acções de cada accionista. Assim, a consagração deste tipo de regime em sociedades que detenham acções ao portador, não será só benéfica pela estabilidade do capital na sociedade, mas também porque aumentará a transparência, na medida em que a empresa terá os meios para identificar os seus accionistas, estabelecendo uma relação mais próxima com os mesmos.

O maior risco na instauração destas figuras está relacionado com a perda de liquidez nos mercados de capitais. Se as sociedades passarem a premiar a detenção de acções, será provável que os investidores deixem de comprar e vender acções em bolsa com a frequência com que actualmente o fazem. John Coffee<sup>81</sup> refere por isso que liquidez e controlo são *trade offs*: o investidor terá que optar entre beneficiar do prémio que lhe será conferido aquando da distribuição de dividendos ou vender a sua participação.

O impacto destes prémios na liquidez do mercado de capitais será tão grande quanto maior for o benefício decorrente do prémio de liquidez para o accionista. A sociedade terá que optar consoante o que lhe for mais conveniente: a estabilidade do capital ou a liquidez dos seus títulos em mercado. Não deve o risco de iliquidez servir de argumento para proibir estas figuras no direito societário: caberá às sociedades decidir o que fazer com os meios legais que tenha ao seu dispor.

---

<sup>81</sup> JOHN COFFEE, “*Liquidity versus Control: the institutional investor as corporate monitor*”, 1991 e EMEKA DURUIGBO, “*Stimulating Long-Term Shareholding*”, (pág. 19), 2011. Disponíveis, respectivamente nos seguintes links:

[http://www.law.columbia.edu/null/Working+Paper+No?exclusive=filemgr.download&file\\_id=6482&showthumb=0](http://www.law.columbia.edu/null/Working+Paper+No?exclusive=filemgr.download&file_id=6482&showthumb=0)  
<http://ssrn.com/abstract=1939502>.

#### 4. O Impacto do Regime das Participações Qualificadas no Estatuto do Accionista Bancário

##### 4.1. Autorização para Aquisição e Restrições ao Poder de Voto

O investidor que pretenda adquirir acções de um banco depara-se ainda com um desincentivo relacionado com os encargos que podem advir para o mesmo da detenção de participações neste tipo de sociedades. Por um lado, a aquisição de participações, quando atinja determinado limiar, estará sujeita a um procedimento administrativo anterior tendente à autorização da aquisição<sup>82</sup>, por outro lado, a inobservância do procedimento de autorização pode determinar a inibição dos direitos de voto do accionista em causa.

O controlo externo efectuado pela autoridade de supervisão que impende sobre os bancos pode ter efeitos na sua estrutura accionista, paralisando-a, como o comprova o facto de entre 1999 e 2004 a percentagem de operações de fusões e aquisições ser, no geral, de 45% e no sector financeiro de apenas 20%<sup>83</sup>. Esta disparidade era potenciada pelas diferenças de regimes na avaliação das propostas de aquisição entre Estados-Membros, que causava incerteza, existindo inclusive registos de operações frustradas por motivos proteccionistas ou políticos. Com efeito, a falta de transparência e a incerteza quanto aos critérios de apreciação da idoneidade dos accionistas prejudicava o mercado de compra e venda de participações em instituições de crédito.

A Directiva 2007/44/CE mitigou estes problemas, através da harmonização do regime de avaliação prudencial das propostas de aquisição de participações em instituições financeiras, não esquecendo a necessidade de controlo subjacente à protecção do interesse público na estabilidade financeira. Os objectivos da Directiva eram clarificar o regime e assegurar que o controlo exercido pelas autoridades de supervisão nacionais se bastava com a análise dos requisitos prudenciais da proposta<sup>84</sup>.

---

<sup>82</sup> Assegura-se desta forma que a verificação da capacidade do accionista para garantir uma gestão sã e prudente da instituição bancária não é feita só aos accionistas fundadores, nos termos do art. 20.º n.º 1 d) do RGIC, mas também aos accionistas que venham depois a adquirir participações de relevo no banco.

<sup>83</sup> PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, «O Novo Regime Bancário da Aquisição de Participações Qualificadas e da Imputação de Direitos de Voto», *Ob. cit. n. 11*.

<sup>84</sup> Neste sentido, pode ler-se no 3.º Considerando da Directiva: “*O papel das autoridades competentes, em casos de âmbito quer nacional quer transnacional, deverá ser o de proceder à avaliação prudencial com base num procedimento claro e transparente e num conjunto limitado de critérios de avaliação claros de natureza estritamente prudencial. É, pois, necessário especificar os critérios que devem*

Da transposição da Directiva realizada pelo Decreto-Lei n.º 52/2010, resultaram alterações ao regime das participações qualificadas que atenuaram os encargos para os accionistas. Em primeiro lugar, a presunção de que a titularidade de 5% do capital social era bastante para se exercer uma influência significativa na gestão desapareceu, passando a ser considerado detentor de participações qualificadas apenas aquele que detenha pelo menos 10% do capital social ou que, abaixo desse limite, consiga exercer uma influência significativa na gestão (art. 2.º-A ee)).

Desaparecendo a presunção de exercício de influência significativa na gestão a partir dos 5%, a aquisição de acções por um investidor que passe a deter entre 5% a 10% do capital social passa a dispensar a prova de que não exerce influência significativa na gestão perante o BdP e dispensa o accionista da comunicação da aquisição ao BdP. Fica assim esclarecido, com base em valores objectivos, o que é uma participação qualificada e o que não é, com claros benefícios para o mercado e sem prejuízo de, no caso concreto, se atribuir a uma participação inferior a 10% um carácter qualificado por existir influência significativa.

Quando o accionista adquira uma participação qualificada e esteja por isso sujeito ao regime dos artigos 102.º e seguintes do RGIC, este não estará obrigado a apenas comunicar a aquisição, como sugere a letra do art. 102.º n.º 1 (“(...) *deve comunicar previamente ao Banco de Portugal (...)*”), mas sim a dirigir um requerimento ao BdP, pedindo a autorização para a aquisição em causa: na verdade, o proposto adquirente deverá esperar por uma decisão do BdP (art. 103.º n.º 4) e poderá ver os seus direitos de voto coarctados caso proceda à aquisição sem que o BdP se tenha pronunciado (art. 105.º n.º 1 b)). Ora, se o proposto adquirente tem que esperar por uma decisão administrativa que o autorize a realizar o negócio a que se propõe, estamos perante um requerimento e não perante um mero dever de comunicação<sup>85</sup>.

É também com o Decreto-Lei n.º 52/2010 que se fixam os requisitos que o BdP pode verificar de forma taxativa (art. 103.º n.º 2), proibindo que a decisão seja motivada por qualquer outra razão que não tenha por base fundamentos prudenciais. Uma vez listados os requisitos que o BdP tem que verificar, os investidores ganham em segurança, na mesma medida em que a autoridade administrativa passa a ter a sua decisão vinculada.

---

*presidir à avaliação prudencial dos accionistas e dirigentes no quadro de uma proposta de aquisição e definir um procedimento claro para a sua aplicação. (...)*”

<sup>85</sup> Em sentido concordante: *Ob. cit. n. 83.*

À enumeração legal dos requisitos a apreciar pelo BdP a título taxativo, acresce outra obrigação para a autoridade de supervisão que traz benefícios relacionados com a transparência: o BdP, ao abrigo do art. 102.º n.º 4, está obrigado a fixar, por aviso, todos os elementos e informações relevantes que devem acompanhar a “comunicação”. Assim, os investidores saberão quais as informações a facultar, nos termos dos Anexos ao Aviso n.º 5/2010 do Banco de Portugal.

As vantagens na clarificação do processo tendente à obtenção de autorização também se verificam quanto ao procedimento seguido, tendo agora o BdP que obedecer aos prazos fixados nos n.ºs 5 e 6 do art. 102.º e nos n.ºs 4 e 6 do art. 103.º, sob pena de existir um deferimento tácito que possibilita ao investidor prosseguir com o processo de aquisição sem inibição dos direitos de voto (art. 103.º n.ºs 9 e 10).

Com efeito, a análise dos pedidos em causa é fundamentada pela susceptibilidade dos accionistas influenciarem a gestão sã e prudente da instituição bancária. Assim, a recusa só pode ter por base motivos que se prendam com a capacidade ou incapacidade do investidor de oferecer garantias de estabilidade à instituição. Hoje, com a entrada em vigor do Regulamento n.º 1024/2013, o BdP terá ainda que sujeitar, no mínimo, dez dias úteis antes do termo do prazo, a sua proposta de oposição ou não oposição a avaliação do BCE, nos termos do art. 15.º do referido Regulamento.

Não deve contudo esquecer-se que a intervenção da autoridade administrativa neste tipo de negócios é excepcional e teleologicamente vinculada à protecção do interesse público. A sua intervenção deve ser pautada pelo princípio da proporcionalidade, reduzindo as restrições ao princípio da autonomia empresarial bancária ao estritamente necessário<sup>86</sup>.

As consequências, para um accionista que não cumpra o dever de submissão de requerimento perante o BdP estão directamente relacionadas com o voto: o accionista deixa de poder exercer o seu direito de voto, muito embora continue a ter direito a receber os dividendos que eventualmente sejam distribuídos e tenha ainda o direito a vender as acções que adquiriu<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> No mesmo sentido, PAULO CÂMARA: “No âmbito do governo societário das instituições de crédito, o princípio de proporcionalidade foi consagrado na Directiva 2010/76/UE (...) a propósito dos aspectos remuneratórios, mas deve entender-se que o seu âmbito aplicativo atinge todos os aspectos relacionados com a governação destas instituições”, «O Governo Societário dos Bancos», *Ob. cit.* n. 11, pág. 149.

<sup>87</sup> Cfr. *Ob. cit.* n. 2 (pág. 926).

Embora se mantenham os encargos relacionados com o procedimento administrativo tendente à aquisição de participações qualificadas em instituições bancárias, a verdade é que se eliminaram obstáculos, ligados à incerteza quanto à decisão sobre a assunção destas posições através das regras implementadas pela Directiva 2007/44/CE e transpostas para o ordenamento jurídico nacional pelo Decreto-Lei n.º 52/2010.

## 5. Conclusões

No desenhar do esquema dos *checks and balances* que constitui a *corporate governance*, o papel do accionista, detentor último da propriedade da instituição, não pode ser desprezado. O governo da organização deve, por isso, atribuir ao órgão social composto pelos accionistas o poder de fiscalizar todas as decisões que possam ser relevantes para o destino da sociedade.

Os benefícios da fiscalização accionista estão ainda por provar, ainda que o entendimento maioritário tenda para considerar que o accionista pode ser um bom instrumento para a resolução dos problemas que a crise pôs a descoberto no governo das organizações. No entanto, alguma doutrina diverge deste entendimento, mostrando-se céptica, pois são vários os desincentivos à assunção de uma postura de participação na assembleia geral.

Procurando promover o exercício dos direitos dos accionistas, a UE tem obrigado os Estados-Membros a eliminarem qualquer expediente que possa opor-se à participação de um accionista na assembleia. A intervenção comunitária tem-se caracterizado mais pela eliminação de obstáculos, do que pela criação de reais incentivos ao activismo accionista.

A legislação francesa, por outro lado, consagra um verdadeiro incentivo ao exercício dos direitos sociais, através do direito de voto duplo atribuído aos accionistas que detenham acções na sociedade há dois ou mais anos. Este benefício revela-se bastante apto a incentivar o activismo, embora não seja conciliável com a legislação portuguesa, que proíbe o voto plural no art. 384.º n.º 5 do CSC.

Os dividendos de lealdade são, também, outra forma de premiar a fidelidade e merecem também acolhimento legal, em França e na Itália. Contudo, a atribuição deste tipo de benefícios revela maior aptidão para captar capital paciente, do que propriamente para incentivar à participação na assembleia, uma vez que o prémio não se traduz num aumento dos direitos políticos do accionista.

Algumas empresas têm optado pela atribuição de *L-shares* aos seus accionistas, uma figura que permite remunerar os accionistas fiéis através do aumento das suas participações e que não traz consigo os problemas quanto à concretização do seu regime decorrentes do não acolhimento legal dos dividendos de lealdade, em ordenamentos

jurídicos como o português. Por outro lado, as *L-shares* possibilitam que os accionistas fiéis tenham um maior peso na assembleia geral e remuneram a fidelidade, cumprindo os objectivos das duas outras figuras abordadas.

Outro avanço a registar, na promoção dos direitos dos accionistas bancários, reporta-se à eliminação de incertezas quanto aos critérios a atender aquando da avaliação prudencial de uma proposta de aquisição de participações qualificadas numa instituição bancária, que a Directiva 2007/44/CE permitiu, clarificando os critérios a avaliar e o procedimento seguido, com claros benefícios para os potenciais adquirentes que não verão mais as suas propostas recusadas com base em fundamentos que nada tenham que ver com a supervisão prudencial.

O interesse público legitima uma mitigação dos poderes ínsitos ao estatuto do accionista bancário, mas a intervenção da autoridade pública deve sempre ser pautada pela proporcionalidade, de forma a restringir os direitos fundamentais protegidos pela nossa CRP (a liberdade de iniciativa privada e o direito de propriedade privada) ao mínimo necessário.

## Bibliografia

### **AAVV:**

*I Congresso de Direito Bancário* (coord. de L. Miguel Pestana de Vasconcelos), Almedina, Lisboa, 2015.

*II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Lisboa, 2012.

*III Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Lisboa, 2014.

*Direito dos Valores Mobiliários*, Volume VIII, organização do Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, Coimbra 2008.

*A Emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal*, Almedina, Coimbra, 2013.

*A governação de Sociedades Anónimas nos sistemas jurídicos lusófonos* (coord. de Paulo Câmara), Almedina, Coimbra, 2013.

*O Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro* (coord. de Paulo Câmara), Almedina, Coimbra, 2010.

*O Governo das Organizações* (coord. de Paulo Câmara), Almedina, Coimbra, 2011.

*O Novo Direito Bancário* (coord. de Paulo Câmara), Almedina, Coimbra, 2012.

*Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (coord. de Fábio Ulhoa Coelho e Maria de Fátima Ribeiro), Almedina, Coimbra, 2012.

### **Abreu, Jorge Manuel Coutinho de:**

*Governação das Sociedades Comerciais*, 2.<sup>a</sup> Ed., Almedina, Coimbra, 2010.

### **Alves, Carlos Francisco:**

«Deverão os Investidores Institucionais envolver-se no Governo das Sociedades?», Cadernos MVM, n.º 8 2000.

### **Bolton, Patrick e Samama, Frederick:**

*L-shares: Rewarding Long-Term Investors*, 2012, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2188661>

### **Câmara, Paulo:**

*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2.<sup>a</sup> Edição, 2011.

**Casu, Barbara (et allia):**

*Introduction to Banking*, Essex, 1.<sup>a</sup> Edição (2006)

**Coffee, Jonh:**

“*Liquidity versus Control: the institutional investor as corporate monitor*”, 1991, disponível em:

[http://www.law.columbia.edu/null/Working+Paper+No?exclusive=filemgr.download&file\\_id=6482&showthumb=0](http://www.law.columbia.edu/null/Working+Paper+No?exclusive=filemgr.download&file_id=6482&showthumb=0)

**Cordeiro, António Menezes:**

*Direito das Sociedades*, vol. I, *Das Sociedades em Geral*, Almedina, Coimbra, 3.<sup>a</sup> Ed., 2011.

*Direito das Sociedades*, vol. II, *Das Sociedades em Especial*, Almedina, Coimbra, 2.<sup>a</sup> Ed., 2014.

*Manual de Direito Bancário*, Almedina, Coimbra, 4.<sup>a</sup> Ed., 2012.

*Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, Coimbra, 2.<sup>a</sup> Ed., 2011.

*SA: Assembleia Geral e Deliberações Sociais*, Almedina, Coimbra, 2006.

«A Directriz 2007/36, de 11 de Julho (Accionistas de Sociedades Cotadas): comentários à proposta de transposição», *ROA*, ano 68, II/III, 2008 (pp. 503-554).

**Cunha, Paulo Olavo:**

*Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 5.<sup>a</sup> Edição, 2015.

«Assembleias Gerais de Sociedades Anónimas I: questões relativas à convocação, participação e funcionamento», *Estudos em Homenagem ao Professor Miguel Galvão Teles*, vol. II, Almedina, Coimbra, 2012.

**Edelman, Paul H.:**

*Shareholder voting in an age of intermediary capitalism*, 2014, disponível em:

<http://ssrn.com/abstract=2401746>

**Emeka, Duruigbo:**

“*Stimulating Long-Term Shareholding*”, 2011, disponível em:

<http://ssrn.com/abstract=1939502>

**Hopt, Klaus:**

*Better Governance of Financial Institutions*, 2013, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2212198>

**McCahery, Joseph A.; Sautner, Zacharias; Starks, Laura T.:**

*Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, 2010, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1571046>

**Mülbert, Peter:**

*Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis – Theory, Evidence, Reforms*, ECGI, April 2010, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1448118>

**Mukwiri, Jonathan:**

*The Financial Crisis: A Reason to Improve Shareholder Protection in the EU?*, 2013, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2398502>

**Nili, Yaron:**

*Missing the Forest for the Trees: a New Approach to Shareholder Activism*, 2013, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2369966>

**Ross, Stephen (et alia):**

*Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw Hill, Ed. 10, 2012.

**Santos, João Vieira dos:**

«Acções de lealdade – A primazia dos interesses de estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas», *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI – n.º 2, Almedina, Coimbra 2014.

**Vaz, João Cunha:**

*A Regra de Não Frustração da OPA e a Aquisição do Controlo*, dissertação de doutoramento, 2011, disponível em:

<https://estudogeral.sib.uc.pt/bitstream/10316/21125/3/Tese%20Final.pdf>