



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Ações Preferenciais sem Direito de Voto

João Paulo de Sousa Oliveira

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2017

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

CENTRO REGIONAL DO PORTO

Ações Preferenciais sem Direito de Voto

Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade Católica Portuguesa -
Centro Regional do Porto, para obtenção do Grau de Mestre em Direito e
Gestão

João Paulo de Sousa Oliveira

Orientadora: Professora Doutora Daniela Farto Baptista

Faculdade de Direito | Escola do Porto

Maio de 2017

Em homenagem aos meus pais

“Quando perdemos o direito de ser diferentes,
perdemos o privilégio de ser livres”

Charles Evans Hughes

Aos meus pais, pelo seu apoio incondicional

À Sofia, por toda a paciência e preocupação

Aos meus amigos, por todo o incentivo

À Professora Dra. Daniela Baptista, por toda a disponibilidade e orientação

Resumo

A presente dissertação visa refletir sobre as ações preferenciais sem direito de voto.

Inicialmente abordaremos o financiamento de sociedades, tema essencial para o aparecimento deste instrumento financeiro.

Presentemente assistimos a uma tentativa, por parte do legislador, de facilitar e tornar mais apelativo este instrumento financeiro, o que se reflete na maior facilidade de adesão a este financiamento, por parte das sociedades, em detrimento dos empréstimos bancários.

Contudo as alterações realizadas, salvo o devido respeito, não se mostraram eficazes, tendo em conta que o uso das ações preferenciais sem direito de voto continuam a ter uma procura bastante reduzida.

Assim sendo, temos como objetivo deste trabalho refletir sobre as alterações realizadas a nível das ações preferenciais sem direito de voto.

Abordamos ainda vários aspetos relacionados com as ações que se perspetiva essencial para chegar ao tema das ações preferenciais sem direito de voto.

Deste modo, focamo-nos na análise das ações preferenciais sem direito de voto para verificar o porquê deste tipo de ações não serem eficazes, como seria de esperar nos tempos em que vivemos, e por conseguinte perceber de que forma seria possível torna-las mais atrativas/interessantes para todos os intervenientes.

Palavras-Chave: Ações; Ações Preferenciais; Direito de Voto; Categoria de Ações; Sociedades; Financiamento

Abstract

This dissertation aims to reflect on the preferred shares without voting rights.

Initially we address the financing of companies, essential theme for the appearance of this financial instrument.

At the present we are witnessing an attempt on the part of the legislature, to facilitate and make more appealing this financial instrument, which is reflected in the ease of joining this funding on the part of companies, to the detriment of bank loans.

However, the changes made, unless all due respect, not proved effective, given that the use of preferred shares without voting rights are still very low demand.

Therefore, in this work we reflect on the changes in terms of preferred shares without voting rights.

We discussed several aspects related to the actions that we perceive essential to get to the issue of preferred shares without voting rights.

Thus, we focus on the analysis of preferred shares without voting rights to check why this type of actions do not be effective, as you would expect in the times we live in, and therefore, understand how it would be possible to make them more attractive/interesting to all stakeholders.

Keywords: Shares; Preferred Shares; Without the right to vote; Category of shares; Societies, Financing

Índice

1 – Introdução	10
2- Introdução financeira das ações	11
3 – Ação	16
3.1 – Conceito de ação	16
3.2 – Critérios de ações	17
3.3 – Categoria de ações.....	18
4 – Ações Preferenciais	21
5 – Ações Preferenciais sem Direito de Voto.....	22
5.1 – Vantagens e Desvantagens	22
5.2 – Alterações de 2015	27
4.3 - Comparação entre as ações preferenciais sem direito de voto de “nova geração” e as ações preferenciais sem direito de voto “clássicas”	38
6 - Direito Comparado.....	40
6.1 – Direito Espanhol.....	40
6.2 – Direito Alemão.....	41
6.3 Direito Francês	43
7 – Conclusão.....	44
Bibliografia	45

1 – Introdução

Com o presente trabalho pretendemos abordar uma forma de financiamento das sociedades que, até ao momento, não tem sido muito utilizada. Falamos, assim, das ações preferenciais sem direito de voto que, com a sua ausência de voto, conseguem manter, em circunstâncias normais, o poder atual na sociedade e atingir fins, como o de financiamento. Esta solução de financiamento apresenta perspectivas mais vantajosas para a sociedade, com a possibilidade de, no limite, não ter um custo ou ter um custo já previsto e que é suportável pela empresa através dos lucros gerados.

A escolha do tema deste trabalho teve, na sua base, o atual estado da economia, tanto a nível nacional como internacional, considerando a necessidade de uma alternativa ao financiamento bancário que tantos problemas tem criado às sociedades e que cada vez se torna mais complicado pelas precauções necessárias (clausulas de salvaguarda (*covenants*), ingerência dos credores bancários na administração). Com o recurso a este instrumento, as ações preferenciais sem direito de voto, seria possível conciliar os objetivos de todos os interessados, sendo que muitos dos investidores têm como seu principal interesse obter um rendimento e não se preocupam com a gestão da sociedade, desde que o seu propósito lucrativo seja atingido.

Contudo, este instrumento tem sido muito pouco utilizado pelas nossas sociedades, sendo algo que pretendemos analisar para perceber qual será a razão de tal acontecimento e se as alterações realizadas em 2015 se podem ser o mote para uma maior procura deste instrumento.

Abordaremos, por fim a utilização deste instrumento noutros ordenamentos jurídicos para melhor perceção do mesmo e para averiguar se existe algum pressuposto utilizado nesses ordenamentos que possa ser utilizada para que as ações preferenciais sem direito de voto ganhem maior adesão no seio das nossas sociedades.

2- Introdução financeira das ações

As sociedades têm, durante toda a sua existência, de tomar decisões, como tal, é necessário uma gestão das mesmas e, nesse âmbito, surgem determinados aspetos que obrigam à tomada de uma posição.

Este processo de gestão das sociedades pressupõe que sejam tomadas decisões, nomeadamente no campo financeiro, no qual surge a questão do financiamento e do investimento¹.

Como exemplo, pensemos numa situação em que determinado ente societário é obrigado a alterar a composição de um produto já existente com pouca procura ou a encontrar alternativas de financiamento para a criação de um produto entre outras².

Com a presente dissertação iremos abordar uma forma de financiamento entre as muitas existentes, as ações preferenciais sem direito de voto.

Começaremos com as várias possibilidades de financiamento, ou seja, através de fundos originados pelo exercício da atividade societária ou recorrendo à captação de fundos externos³.

Um dos temas fulcrais, referente ao financiamento das sociedades, é a estrutura financeira da mesma, ou seja, a percentagem de capitais próprios e de capitais alheios que uma dada sociedade usa como forma de financiar a sua atividade⁴.

Temos aqui de decidir qual será a melhor composição de capitais próprios e de capitais alheios, ou seja, qual o melhor rácio de capitais próprios (*debt-equity ratio*)⁵.

É, assim, necessário decidir qual deverá ser a composição de capitais utilizada, sem esquecer que é fulcral que a rentabilidade dos investimentos seja superior ao custo médio dos capitais próprios⁶.

As sociedades têm à sua disposição algumas formas para obter financiamento, quer seja através de fundos que a sociedade gera e que pode dessa forma utilizar, quer

¹ Carlos, Maria Amelia Barrada, O factor fiscal e a escolha do modelo de financiamento das sociedades, Revista de Direito das sociedades, Ano II (2010), nº1/2, Almedina, p. 103

Carlos, Maria Amelia Barrada, O factor ..., cit., p.103

³ Carlos, Maria Amelia Barrada, O factor ..., cit., p.104

⁴ Perestrelo de Oliveira, Ana, Manual de Corporate Finance, 2015, 2ª edição, Almedina, p. 30

⁵ Perestrelo de Oliveira, Ana, Manual de Corporate ..., cit., p. 30

⁶ Perestrelo de Oliveira, Ana, Manual de Corporate ..., cit., p. 30

através de financiamento externo, podendo este ser por capital próprio com a emissão de novas ações, ou a capital alheio com o recebimento de dinheiro de terceiros, a quem se terá de remunerar, ou como última hipótese, através de instrumentos híbridos, podendo estes ser as ações preferenciais sem direito de voto das quais abordaremos posteriormente ou outros, como as obrigações em que conste a possibilidade de estas serem convertidas em ações⁷.

Temos de ter em atenção, quanto ao financiamento proveniente de fundos gerados pela sociedade, que a distribuição dos dividendos afeta essa necessidade de financiamento, visto que, quanto mais se distribui aos sócios menos fundos que foram produzidos pela sociedade ficam para financiamento. E, quanto menos se distribui, mais fundos a sociedade retém para utilizar no seu próprio financiamento⁸.

No que diz respeito ao financiamento através de fundos externos, teremos, antes de mais, de perceber que tipo de capital será realizado: capital próprio ou capital alheio. Se se recorre a um uso simultâneo, tem de se ter em conta, nesta última situação, a percentagem de cada um, com o objetivo de conseguir obter a maximização do valor da sociedade e das vantagens e desvantagens de cada uma destas formas de financiamento⁹.

Os fundos podem ser de dois tipos: capital próprio e/ou capital alheio, assim sendo, temos de os distinguir para se perceber a diferença entre estes. Desde logo, o capital próprio é realizado pelos sócios que entram com capital para a sociedade, sendo que depois serão remunerados, quer através de dividendos, quer de mais-valias originadas pelo aumento do valor das suas ações, no caso de venda das mesmas. Já o capital alheio é realizado por terceiros, pessoas singulares e/ou coletivas externas à sociedade, que emprestam dinheiro à sociedade e terão como remuneração os juros que a cada exercício recebem pelo capital que cederam, com a respetiva devolução do montante emprestado no último exercício deste empréstimo.

Para se avaliar qual a forma de financiamento da sociedade mais vantajosa temos que ter em consideração algumas vantagens e desvantagens, entre as quais se destaca o enquadramento legal. Ou seja, o facto de os juros serem deduzidos à matéria coletável, ao contrário do que acontece com os dividendos, que são distribuídos aos sócios e a

⁷ Perestrelo de Oliveira, Ana, Manual de Corporate ..., cit., p. 30 e 31

⁸ Carlos, Maria Amelia Barrada, O factor ..., cit., p.104

⁹ Carlos, Maria Amelia Barrada, O factor ..., cit., p.104

pressão financeira/ risco financeiro que o capital alheio cria, visto que quanto mais capital alheio temos, maior será o encargo a pagar em cada exercício, o que obriga a sociedade a ter de gerar esse montante para compensar, no mínimo, o valor a pagar e, assim, é dinheiro que sai da sociedade e diminui o valor da mesma¹⁰.

Para além da vantagem e da desvantagem anteriormente referidas, também se tem de ter em conta outras condicionantes: os custos de insolvência pois com uma maior alavancagem maior será a probabilidade de insolvência; os custos de agência entre os vários intervenientes, acionistas, financiadores e gerentes pois quantas mais pessoas entram nesta equação mais difícil será conseguirem que o foco dos vários intervenientes seja conseguido; a flexibilidade financeira, que é essencial para, em momentos de maior aperto, se conseguir recorrer a capital alheio, visto que no caso de ter pouco capital alheio é mais fácil obter o mesmo e são mais acessíveis as condições do que nos casos em que o uso de capital alheio já seja excessivo, sendo que para os vários intervenientes é bastante diferente haver um juro de cinco por cento ou de dez por cento, visto que serão precisas mais garantias e uma recompensa maior (juros) dado o risco que os financiadores correm ser superior neste segundo exemplo; a dimensão da empresa e a sua reputação também influencia, já que o nível de confiança em empresas de maior envergadura e com uma boa credibilidade acarreta menos receio e um risco inferior do que em caso semelhante para uma microempresa que acabou de entrar no mercado; a forma de gerir por parte da administração é outro fator influenciador dado que uma administração mais cautelosa e que corra menos riscos tende a alavancar menos e a pensar no crescimento da sociedade a médio/longo prazo; o crescimento da sociedade, uma sociedade em crescimento em princípio está a conseguir gerar resultados que pode aplicar, pelo que terá menos necessidade de recorrer a capital alheio; as taxas de juro, quanto mais elevadas forem menor será a vontade de recorrer a capital alheio, visto que a rentabilidade do investimento terá de ser maior, para compensar, e o contrário também é verdade, quanto mais baixa for a taxa de juro mais acessível e mais apetecível se tornam os empréstimos. Também a proteção atribuída aos credores influencia, visto que quanto mais protegidos, menor taxa de juro será pretendida por o risco ser mais reduzido¹¹.

¹⁰ Carlos, Maria Amelia Barrada, O factor ..., cit., p.105

¹¹ Perestrelo de Oliveira, Ana, Manual de Corporate ..., cit., p. 35-37

O financiamento, recorrendo a capitais próprios, tem carácter permanente, ou seja, não há direito a restituição nem obrigatoriedade de ter direito a uma remuneração. O capital próprio é composto pelas entradas, sendo também aqui incluídos os prémios de emissão ou ágios, as prestações acessórias e suplementares e as reservas, assim como os resultados da sociedade¹².

Esta definição difere da referida nos arts. 32.º e 35.º do Código das Sociedades Comerciais que se retrata como situação líquida da sociedade¹³.

Seguindo o pensamento de Maria Amelia Barrada Carlos, o facto de os juros serem deduzidos à matéria coletável faz com que o recurso ao capital alheio leve a sociedade a pagar menos impostos do que pagaria se apenas tivesse capital próprio¹⁴.

Enquanto os juros pagos pelas obrigações são dedutíveis à matéria coletável, os dividendos distribuídos aos sócios não possuem essa atenuante na altura de pagar os impostos e, por essa razão, naturalmente, “uma sociedade alavancada paga menos impostos ao Estado que uma sociedade não alavancada”¹⁵.

No entanto, na nossa opinião, não podemos considerar apenas o benefício da menor carga fiscal, importa também verificar as vantagens e desvantagens do uso do capital alheio.

O capital alheio acarreta, desde logo, um problema que é o pagamento de juros que a sociedade tem de realizar a cada exercício, mesmo que não tenha obtido lucros, podendo até, em algumas situações, verificar a existência de prejuízo e, mesmo assim, ter que pagar.

Para além do supra referido, a sociedade terá de pagar os juros a cada exercício, o que acaba por pressionar as sociedades que sabem que precisam de pagar os juros do capital alheio que possuem e acabam por ficar “reféns” dos mesmos e de, por vezes, arriscar mais para conseguir obter lucros que liquidem as suas dívidas mas que também podem levar a prejuízos ainda maiores e irrecuperáveis.

É preciso assim refletir na diferença entre estes dois tipos de capitais pois apesar de se verificar uma vantagem a nível fiscal no capital alheio, é preciso ver que o capital

¹² Perestrelo de Oliveira, Ana, Manual de Corporate ..., cit., p. 39

¹³ Perestrelo de Oliveira, Ana, Manual de Corporate ..., cit., p. 39

¹⁴ Carlos, Maria Amelia Barrada, O factor ..., cit., p.105

¹⁵ Carlos, Maria Amelia Barrada, O factor ..., cit., p.106

próprio tem a vantagem de “pagar”/distribuir dividendos, apenas quando há lucros distribuíveis e que, mesmo havendo lucros que podem não ser distribuídos, pode ser decidida a manutenção desses dividendos na sociedade, ao contrário do capital alheio que terá que ser pago com ou sem lucros. Assim, teremos que verificar qual será a melhor solução no financiamento da sociedade mas, no nosso entender, ao contrário do referido por alguns autores, é preferível o capital próprio para um crescimento financeiro saudável da sociedade sendo que dessa forma, em momentos de maior aperto, as condições que a sociedade pode encontrar para o uso de capital alheio serão favoráveis do que no caso de usar capital alheio recorrentemente. Com capital próprio podem as sociedades optar pela manutenção dos lucros na empresa, ao contrário do capital alheio, já que os juros têm de ser pagos e é dinheiro que sai da sociedade para cumprir com as obrigações a que ficou obrigada com este recurso ao capital alheio.

O excesso de financiamento através de capitais alheios agrava o risco de incumprimento por parte das sociedades, desde logo, com o aumento da alavancagem aumentam os custos de insolvência, aumentam ainda os custos de agência, dado que há mais financiadores com objetivos distintos e que podem diferir dos objetivos dos administradores, o que leva a uma situação de conflitos de interesses. É ainda essencial conseguir ter margem de manobra em termos de recorrer a capital alheio já que, a qualquer momento, pode aparecer uma boa oportunidade em que os fundos da sociedade não sejam suficientes, pelo que um baixo endividamento pode facilitar o acesso a esses fundos a um baixo custo (juros).

As empresas de maior volume e com maior antiguidade têm vantagens em relação às restantes, tanto a nível de juros como a nível de prazo, desde logo pela confiança que transmitem aos financiadores. O foco dos administradores e a sua forma de gerir a sociedade também influencia uma vez que estes podem ter objetivos bastante dispares - uns têm como principal objetivo grandes lucros a curto prazo para se destacarem na empresa e no mercado, para, por consequência, conseguirem melhores remunerações e obter maior cotação a curto prazo, enquanto outros se preocupam mais com o crescimento sustentado da mesma correndo dessa forma, menos riscos que os anteriores - e essa informação influencia os financiadores pois antecipam menos riscos com os segundos do que com os primeiros. O estado da sociedade também se torna essencial, dado que empresas que conseguem realizar lucros constantes necessitam muito menos de procurar financiamento externo, quer através de capitais próprios como alheios, visto

que a sociedade gera lucros que podem ser utilizados para se financiar. Outra grande condicionante é a taxa de juro. Esta pode ser influenciada pelo referido anteriormente mas também por outros investimentos que com o mesmo risco atribuem uma taxa mais favorável para os financiadores, ou seja, outras sociedades com o mesmo risco e que procurem financiamento podem estar dispostas a pagar uma taxa superior. Tal, vai influenciar a taxa de juro do mercado porque os investidores verificam que com o mesmo risco é preferível escolher o investimento que melhor os remunera.

Posto isto, concordamos com a opinião de Ana Perestrelo de Oliveira de que há várias condicionantes essenciais para a decisão que podem ter a mesma ou mais relevância que o favorável tratamento fiscal dado aos capitais alheios.

Aqui chegados, torna – se essencial analisar as várias formas que as sociedades têm para recorrer a capital próprio, sendo a mais conhecida o recurso ao mercado de capitais com a emissão de novas ações.

3 – Ação

3.1 – Conceito de ação

O conceito de ação pode assumir vários significados nas sociedades anónimas pelo que se diz que estas representam “três acepções¹⁶”. Ação pode ser vista como uma participação social, como fração de capital e como documento (título) que incorpora a condição de acionista e permite a sua transmissão¹⁷.

Em primeiro lugar, no que diz respeito à participação social (nas sociedades anónimas), esta traduz os direitos e deveres que se aplicam aos seus sócios. Esta é a única aceção que continua a ser defendida como sendo ainda aplicável¹⁸.

Em segundo lugar a questão da perspectiva de as ações serem uma fração do capital está ultrapassada, tendo em conta que as ações já não expressam o valor nominal visto que já é possível existirem ações sem valor nominal o que acaba por deixar cair esta ideia. Com estas ações sem valor nominal, agora no limite, as ações podem ser uma

¹⁶ Abreu, Jorge Manuel Coutinho de, Curso de Direito Comercial, Volume II, Almedina, 5ª edição, 2015, p. 207. Antunes, José Engrácia, Os instrumentos Financeiros, 1ª Edição, 2009, p. 75

¹⁷ Cunha, Paulo Olavo, Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Acções Privilegiadas, Almedina, Coimbra 1993, 1.ª edição, p. 141

¹⁸ Cunha, Paulo Olavo, Os Direitos Especiais ..., cit., p. 141

“expressão do valor da participação social”¹⁹, tendo em conta o seu valor de emissão. Sendo assim, conclui-se que o que fraciona não são as ações mas sim o valor das mesmas²⁰.

Num terceiro momento, abordamos a perspetiva das ações se corporizarem num título, tendo em conta que, nunca foi determinante um título para se ter a qualidade de sócio e, para além disso, atualmente com as ações escriturais não documentadas esta aceção ficou em causa²¹. Desta forma, como “as ações não têm de ser tituladas, podem ser escriturais²²”, esta forma de ver as ações deixou de ser uma realidade²³.

Seguindo as três perspetivas, tal como nos refere Coutinho de Abreu, com quem concordamos, “Querendo juntar as diversas perspetivas de acção, diremos que ela é participação social, cujo valor é fracção do capital social, e que normalmente será representada por título ou escrituralmente²⁴”.

Face ao supra exposto, a única perspetiva que nos parece que ainda faz sentido na atualidade é a de participação social e é com esta perspetiva que de seguida analisaremos as ações privilegiadas.

3.2 – Critérios de ações

Existem vários critérios que podemos utilizar para dessa forma se distinguir as ações.

Temos vários exemplos disso: a natureza da entrada na sociedade (ações em numerário ou ações em espécie); a sua forma (nominativas, ao portador ou escriturais); e conforme os direitos que estas atribuem, entre outros, sendo este último, o critério sobre o qual nos iremos focar²⁵.

¹⁹ Cunha, Paulo Olavo, Os Direitos Especiais ..., cit., p. 142

²⁰ Abreu, Jorge Manuel Coutinho de, Curso de Direito ..., cit., p. 208

²¹ Cunha, Paulo Olavo, Os Direitos Especiais ..., cit., p. 142

²² Abreu, Jorge Manuel Coutinho de, Curso de Direito ..., cit., p. 208. Art. 49.º do CVM

²³ Alexandre Soveral Martins e Maria Elisabete Ramos, As Participações Sociais, AAVV, Estudos de Direito das Sociedades, Almedina, Coimbra 2010, 10.ª edição, p. 133

²⁴ Abreu, Jorge Manuel Coutinho de, Curso de Direito ..., cit., p. 226

²⁵ Cunha, Paulo Olavo, Os Direitos Especiais ..., cit., p. 143. Abreu, Jorge Manuel Coutinho de, Curso de Direito ..., cit., p. 215

Tendo em conta os direitos que estas conferem podemos estar perante ações ordinárias ou especiais, dentro das segundas, temos as privilegiadas e as diminuídas, cuja diferença assenta na diversidade de direitos conferidos a cada tipo de ações²⁶.

3.3 – Categoria de ações

Nas sociedades anónimas temos uma variedade de ações visto que, segundo a lei, não precisam de ter todas um conteúdo determinado. As sociedades podem ter mais do que uma categoria de ações em que se encontre o conteúdo típico que seja necessário mas depois pode ter ainda uma parte variável em que, cada uma tem as suas características específicas²⁷²⁸.

As ações que concedem direitos iguais fazem parte de uma mesma categoria assim como referido no art. 302.º n.º2 do CSC²⁹ e no art. 45.º do CVM, que define as categorias de valores mobiliários: “Os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes”³⁰.

Estas categorias de ações têm de estar presentes no contrato da sociedade, sendo que é necessário dizer a quantidade de ações existentes de cada categoria e quais os direitos que são acervados a esta categoria³¹. Posto isto, é necessário referir que uma categoria de ações pode ser constituída por apenas uma ação³², sendo que podemos, por exclusão de partes, perspetivar que esta ação terá direitos diferentes das restantes³³.

Esta acaba por ser uma forma de proteção, quer dos atuais acionistas quer dos futuros sócios, visto que, estando presente no contrato da sociedade estas categorias, à partida, eles já sabem da sua existência, sabendo desde logo que podem existir ações que têm vantagens, ou seja, se existem acionistas com direitos especiais aos lucros

²⁶ Cunha, Paulo Olavo, *Os Direitos Especiais ...*, cit., p. 142. Abreu, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito ...*, cit., p. 215 e 216

²⁷ Art. 302.º, n.º 1 do CSC

²⁸ Labareda, João, *Das ações das Sociedades Anónimas*, p. 48

²⁹ Osório de Castro, Carlos, *Valores Mobiliários, Conceito e Espécies*, 2ª Edição, 1998, Católica, p. 88

³⁰ Almeida, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, instrumentos Financeiros e Mercados*, 7ª edição, Coimbra Editora, p.43

³¹ Art.º 272º, al. C) do CSC, Art. 24º nº 1 CSC e Art. 302.º nº2 do CSC

³² Ventura, Raul, *Adaptação ...*, cit., p. 105

³³ Cunha, Paulo Olavo, *Os Direitos Especiais ...*, cit., p. 146

distribuíveis, como por exemplo, a existência de ações que dão direitos a lucros superiores ao que a sua participação concederia normalmente³⁴.

Começamos assim pelas ações ordinárias visto que estas são a referência da qual se pode partir pois compreendem “a situação típica de acionista³⁵”. Estas ações atribuem os direitos e obrigações que a lei atribui em relação às ações em geral. Estas podem igualmente apresentar características que não sejam atribuídas às ações em geral, desde que, não afete o conteúdo dito essencial³⁶.

Estas ações refletem, desta forma, a situação normal (comum) do acionista. Não podem assim alterar os direitos ditos essenciais para um bom funcionamento da sociedade, desde logo, o direito ao lucro do exercício, o direito de voto entre outros direitos estipulados pela lei para as ações em geral³⁷.

Contudo, existem direitos que podem não ser concedido e tal não afeta a ação, ou seja, não deixa de ser uma ação ordinária. Como exemplo temos o art. 297.º sobre a antecipação dos dividendos, em que pelo simples facto de as ações não darem direito à antecipação de resultados (dividendos), tal não afeta a qualidade das ações como ordinárias³⁸.

As ações são consideradas especiais quando estabelecem direitos especiais podendo atribuir mais ou menos direitos como no caso das ações preferenciais sem direito de voto do que os legalmente estabelecidos para as ações em geral³⁹.

Neste segundo tipo de ações que podem existir nas sociedades temos as ações diminuídas, que em comparação com as ações ordinárias apenas apresentam desvantagens, ou seja, estas ações não têm todos os direitos essenciais e atribuídos às ações em geral não proporcionando, desta forma, aos seus titulares o conjunto geral de direitos que a participação na sociedade anónima geralmente proporciona. Um exemplo destas são as ações de fruição que estão presentes no Código das Sociedades Comerciais nos artigos 346º e 347, estas ações podem surgir com a amortização de ações e o seu

³⁴ Labareda, João, Das ações ..., cit., p. 48

³⁵ Pereira de Almeida, António, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários ..., cit., p.43

³⁶ Cunha, Paulo Olavo, Os Direitos Especiais ..., cit., p. 144. Ventura, Raul, Adaptações ..., cit., p. 107

³⁷ Coelho, Fábio Ulhoa, Curso de Direito Comercial, Editora Saraiva, 20ª Edição, p. 118 e 119. Rebelo, João Ferreira, As ações preferenciais sem voto no ordenamento jurídico português in Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Ano 3, Vol. 6, p. 234. Antunes, José Engrácia, Os instrumentos ..., cit., p. 77

³⁸ Cunha, Paulo Olavo, Os Direitos Especiais ..., cit., p. 144

³⁹ Abreu, Jorge Manuel Coutinho de, Curso de Direito ..., cit., p. 215. Pereira de Almeida, António, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários ..., cit., p.43

respetivo reembolso e como tal têm um valor patrimonial inferior em comparação com as restantes. Estas mantêm os direitos não patrimoniais mas ficam prejudicadas a nível patrimonial, já que apenas terão direito a uma parte dos lucros quando os restantes sócios já conseguiram um determinado dividendo. No caso de liquidação da sociedade só após todos os sócios serem reembolsados do valor nominal das suas ações, é que os sócios detentores destas ações poderão ter a hipótese de participar nesta liquidação. Outro fator que diferencia estas ações de fruição é a necessidade de constarem de um título ou do registo das ações⁴⁰. Estas ações podem ser convertidas em ações de capital, mas é necessário ser deliberado e aprovado em assembleia geral e em assembleia especial desta categoria de ações, sendo necessário em ambas uma maioria exigida para alteração do contrato da sociedade⁴¹⁴².

Por fim, temos as ações preferenciais ou privilegiadas que se destacam das restantes por assegurarem aos detentores das mesmas, vantagens em relação tanto às ordinárias como às diminuídas. Estas ações especiais formam uma ou mais categorias de ações conforme os direitos que acarretam, podendo uma sociedade ter várias categorias de ações preferenciais, em que cada uma delas “oferece” um conjunto de direitos diferentes⁴³.

Assim, dentro de uma sociedade podemos ter várias categorias de ações. Contudo não é obrigatório haver todos estes tipos de ações, ou seja, uma sociedade pode ter várias categorias de ações sendo todas preferenciais.

As categorias de ações relativas a ações especiais reúnem os acionistas, em assembleias especiais, conforme a sua categoria para estes deliberarem. Estas assembleias especiais decorrem aplicando os mesmos requisitos que são aplicados às assembleias gerais (art. 389.º n.º 1 e 3)⁴⁴.

Nos casos em que a lei exige uma deliberação por maioria qualificada nas assembleias gerais, essa mesma maioria será exigida nas assembleias especiais conforme o art. 389.º n.º 2.

⁴⁰ Art. 347.º n.º 5 do CSC

⁴¹ Art. 347.º n.º 6 do CSC

⁴² Rebelo, João Ferreira, As ações preferenciais ..., cit., p. 238 e 239

⁴³ Cunha, Paulo Olavo, Os Direitos Especiais ..., cit., p. 146 e 147. Antunes, José Engrácia, Os instrumentos ..., cit., p. 78 e 79

⁴⁴ Pereira de Almeida, António, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários ..., cit., p.43

Assim sendo, para ajudar a interpretação das categorias de ações, inicialmente temos de definir qual é a categoria das ações ordinárias, ou seja, a categoria com o regime de direitos ditos essenciais, caso haja⁴⁵.

4 – Ações Preferenciais

Inicialmente importa aqui verificar que há uma diferença entre as vantagens especiais e os direitos especiais. Os direitos especiais são atribuídos às ações, já as vantagens especiais são atribuídas aos sócios, com exemplo de ações com vantagens especiais temos as “ações beneficiárias ou partes de fundador⁴⁶” que são atribuídas aos fundadores como forma de compensar este papel essencial para a constituição da sociedade⁴⁷, encontrando - se previstas no art.º 279º nº6, al. b), e no nº8 do mesmo para as sociedades constituídas com subscrição pública⁴⁸.

As ditas ações beneficiárias ou partes de fundador não criam uma categoria de ações porque não são as ações que atribuem um direito diferenciado, é o acionista que vê atribuído a si próprio, este benefício e, como tal, a transmissão das ações deste não acarreta a atribuição do respetivo direito ao novo detentor das ações: é a pessoa a quem foi atribuído essa vantagem que continua a ter essa mesma vantagem⁴⁹.

Essa vantagem tem um limite máximo de “dez por cento dos lucros líquidos anuais da sociedade⁵⁰” e “por tempo não excedente a um terço da duração desta e nunca superior a cinco anos”⁵¹.

As ações preferenciais atribuem em termos de direitos, uma vantagem comparativamente às ações ordinárias, sendo que esses direitos estão atribuídos às ações em si mesmas e não aos sócios que detêm essas ações⁵². Esta é a razão pela qual é

⁴⁵ Abreu, Coutinho de, Curso de Direito ..., cit., p. 217

⁴⁶ Labareda, João, Das acções ..., cit., p. 55

⁴⁷ Art.º 16º do CSC

⁴⁸ Abreu, Coutinho de, Curso de Direito ..., cit., p. 203

⁴⁹ Abreu, Coutinho de, Curso de Direito ..., cit., p. 203

⁵⁰ Labareda, João, Das acções ..., cit., p. 56 e 57

⁵¹ Art.º 279º nº 8 do CSC

⁵² Art. 24.º nº 4 do CSC

possível separar as ações em categorias de ações, visto que são as ações que acervam esses direitos e não os sócios que as detêm⁵³.

A criação deste tipo de ações teve como propósito conseguir captar mais pessoas, interessadas neste tipo de ações por conferirem mais vantagens relativamente às ações ordinárias, possibilitando deste modo, a captação de investimento através de capital próprio⁵⁴.

No entanto, temos de ter atenção ao momento em que estas ações são criadas, se foi na constituição ou durante a vida da sociedade. A criação em cada um dos diferentes momentos pode ter motivos distintos, pelo que importa verificar qual foi o momento da introdução das ações preferenciais em questão⁵⁵.

Na sua maioria, este tipo de ações são criadas nas sociedades quando estas já estão a atuar no mercado, com a pretensão de conseguir angariar fundos, estando dispostas a atribuir vantagens, a quem subscrever as ações, com o intuito de captar o interesse para o investimento. Quanto às ações preferenciais, criadas no início da sociedade, estas têm como objetivo, atribuir uma vantagem a determinado ou determinados sócios cuja entrada na sociedade se antevê como essencial para o projeto societário⁵⁶.

5 – Ações Preferenciais sem Direito de Voto

5.1 – Vantagens e Desvantagens

De seguida iremos analisar a capitalização de sociedades através de um dos instrumentos financeiros disponíveis, neste caso, as ações preferenciais sem direito de voto.

Nas sociedades existem normalmente dois tipos de sócios, os ditos “passivos” que têm uma pequena percentagem do capital próprio da sociedade e cujo objetivo é o de conseguir lucro com essas ações, não estando assim interessados ou preocupados com

⁵³ Triunfante, Armando Manuel, A Tutela Das Minorias nas Sociedades Anónimas, Coimbra Editora, 2004, p. 138

⁵⁴ Rebelo, João Ferreira, As ações preferenciais ..., cit., p. 242

⁵⁵ Cunha, Paulo Olavo, Direito Das Sociedades, 4ª edição, 2010, Almedina, p.389

⁵⁶ Cunha, Paulo Olavo, Os Direitos Especiais ..., cit., p. 148 e 149

as decisões de estratégia, nem com as decisões das assembleias gerais, desde que consigam retirar lucros com a sua participação⁵⁷.

Os sócios ditos “ativos” ou também designados como controladores têm como objetivos “ocupar os cargos de administração nos órgãos sociais” e o domínio da sociedade, tentando reunir para si os votos dos sócios passivos que não comparecem nas assembleias para, deste modo, obterem a maioria dos direitos de voto na tomada de decisões da sociedade⁵⁸.

A aquisição de ações preferenciais sem direito de voto é o ideal para os acionistas que procuram o lucro, quer através da distribuição de dividendos, quer através da valorização das suas ações, não estando assim interessados com o controlo da sociedade ou com a gestão da mesma, deixando isso para outros, sendo esta cada vez mais a perspectiva de grande parte dos acionistas⁵⁹.

Inicialmente este tipo de ações tinha como objetivo captar as poupanças dos pequenos investidores (“sócios passivos”), que eram investidores não qualificados, e a sua configuração levou a que, tanto a sociedade como os sócios atuais, vissem com “bons olhos” este tipo de investimento por aumentar o capital social mas, ao mesmo tempo, manter a sociedade estável, do ponto de vista do controlo da mesma e do ponto de vista dos investidores pelas condições mais favoráveis relativamente às ações ordinárias, contudo estas não infligiram os efeitos pretendidos.⁶⁰

Estas ações, como já referido, relativamente às categorias de ações, têm de constar do contrato da sociedade, podendo estar previsto na origem da sociedade ou através de uma alteração estatutária⁶¹.

O regime deste tipo de ações sofreu, recentemente, uma alteração com o Decreto - Lei nº 26/2015, de 6 de Fevereiro, que teve como principal propósito tornar este instrumento mais atrativo para todos os interessados e também esclarecer as dúvidas que existiam. Abordaremos ainda algumas questões sobre se esta alteração o tornou realmente mais atrativo e se conseguiu dissipar todas as dúvidas quanto ao mesmo.

⁵⁷ Baptista, Daniela Farto, Ações preferenciais sem voto (em particular as detidas por investidores qualificados), IV Congresso Direito das Sociedades em Revista, 2016, p. 412

⁵⁸ Baptista, Daniela Farto, Ações preferenciais sem voto ..., cit., p. 412. Menezes Cordeiro, António, Código das Sociedades Comerciais Anotado, 2ª edição, 2012, Almedina, p.913

⁵⁹ Labareda, João, Das Acções das Sociedades ..., cit., p. 57

⁶⁰ Triunfante, Armando Manuel, A Tutela das ..., cit., p. 89

⁶¹ Pereira de Almeida, Valores Mobiliários ..., cit., p. 45

Um dos objetivos com a reformulação deste instrumento financeiro foi, como referimos anteriormente, de este passar a ser mais utilizado para melhorar a situação económica das sociedades e fazer face aos “desafios concretos relacionados com a melhoria contínua da estrutura financeira, com o grau de dependência do financiamento bancário e com o nível de capital próprio”^{62, 63}.

Com o objetivo de flexibilizar e de conseguir que, neste caso, as ações preferenciais sem direito de voto fossem uma alternativa a ponderar pelas sociedades, o legislador passou a “prever expressamente a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem voto com diferentes configurações”⁶⁴, realizou ainda algumas “restrições no universo potencial de investidores” que podem usufruir dessas novas configurações devido à importância de “credibilização do instrumento” e de conseguir almejar a “proteção ao investidor”⁶⁵.

Este tipo de ações acarreta vantagens para os vários intervenientes, desde logo, para os investidores acarreta vantagens patrimoniais pois usufruem de um dividendo prioritário cumulativo, e ainda do direito a um reembolso prioritário na liquidação da sociedade. A principal vantagem que motiva a aquisição deste tipo de ação é a do dividendo prioritário visto que a da prioridade do reembolso na liquidação, só será uma vantagem na altura da dissolução da sociedade. Apesar de o benefício ser o dividendo prioritário, este só se torna uma realidade no caso de existirem lucros distribuíveis visto que nem todos o são⁶⁶.

No caso de não existirem lucros a distribuir, os sócios detentores das ações preferenciais sem direito de voto têm direito à “cumulação obrigatória do dividendo não pago num determinado exercício⁶⁷”, ou seja, a receber no exercício seguinte o dividendo prioritário que não auferiram neste período. Quando não existem lucros suficientes para pagar integralmente dois exercícios consecutivos, o acionista que tem este tipo de ações adquire “o direito ao voto, nos mesmos termos que as ações ordinárias⁶⁸”, até ao exercício seguinte ao que lhes seja pago o dividendo em atraso⁶⁹. Estas medidas, do

⁶² Cfr. o preambulo do Decreto-Lei nº26/2015, de 6 de Fevereiro

⁶³ Baptista, Daniela Farto, Ações preferenciais ..., cit., p. 412

⁶⁴ Cfr. o preambulo do Decreto-Lei nº26/2015, de 6 de Fevereiro

⁶⁵ Cfr. o Preambulo do Decreto-lei nº26/2015, de 6 de Fevereiro

⁶⁶ Triunfante, Armando Manuel, A Tutela Das ..., cit., p. 89

⁶⁷ Baptista, Daniela Farto, Ações preferenciais ..., cit., p. 413

⁶⁸ Art. 341.º n.º 3 do CSC

⁶⁹ Art. 341.º n.º 3 do CSC

nosso ponto de vista, e tendo em conta o interesse dos sócios, acabam por não satisfazer os seus objetivos visto que o propósito deste tipo de ações é o de conseguir dividendos e não o de possuir o voto ou ter capacidade para influenciar o rumo da sociedade, pelo que acaba por ser um pouco insuficiente para os interesses destes.

Os sócios controladores têm, neste tipo de ações, vantagens, nomeadamente, pelo facto de assegurarem investimento para a sua sociedade e assim consolidar as finanças da empresa, sem ter que recorrer a capital alheio. Para além do exposto, estes sócios conseguem que a sua posição enquanto sócios controladores não seja afetada, assegurando que os novos sócios não vão interferir nas decisões da sociedade⁷⁰.

Relativamente à sociedade emitente, surge a vantagem de receber financiamento através de capital próprio que pode, em último caso, não ser remunerado se não existirem lucros distribuíveis. Outra vantagem é que devido ao facto de estas ações não terem direito a voto, a sociedade continua a ser controlada por sócios ativos que têm maior preocupação com a saúde financeira e que pretendem correr menos riscos do que os sócios passivos. Isto acontece porque os primeiros têm muito mais a perder uma vez que o seu investimento será, em princípio, mais significativo e, por consequência, estes estarão mais preocupados com o interesse da sociedade⁷¹.

Este tipo de financiamento, em comparação com o financiamento por capital alheio, acarreta desde logo a vantagem de que no caso de não existirem lucros distribuíveis não há lugar ao pagamento do dividendo prioritário. No que diz respeito ao crédito bancário ou a uma emissão de obrigações, o ente societário estaria obrigado na mesma ao pagamento dos juros que foram acordados inicialmente, mesmo que a empresa registe prejuízo nesse exercício⁷².

A sociedade consegue, com este tipo de investimento, mais uma vantagem visto que, desta forma, “evita a ingerência dos credores sociais na administração da sociedade⁷³” principalmente os credores bancários que exigem garantias e, para além disso, as “cláusulas de salvaguarda (*covenants*)⁷⁴” que estes colocam nos contratos podem influenciar as decisões do ente societário em assuntos de natureza fundamental. Através destas cláusulas os credores podem anular as decisões de investimento,

⁷⁰ Labareda, João, Das Acções das Sociedades ..., cit., p. 58

⁷¹ Baptista, Daniela Farto, Acções preferenciais ..., cit., p. 415

⁷² Triunfante, Armando Manuel, A Tutela Das ..., cit., p. 89

⁷³ Baptista, Daniela Farto, Acções preferenciais ..., cit., p. 416

⁷⁴ Baptista, Daniela Farto, Acções preferenciais ..., cit., p. 416

financiamento e de estratégia definida pelos sócios, desde que lhes pareça que os pode afetar, deixando sempre a sociedade “refém” da percepção que estes tenham dessas opções, até porque os interesses destes e da sociedade normalmente são distintos⁷⁵.

Contudo, existe uma desvantagem, na medida em que “impede a sociedade de beneficiar da monitorização dos comportamentos da administração normalmente levada a cabo pelos investidores externos (ativismo dos investidores)”, visto que estes, apesar de poderem ter conhecimentos sobre qual seria o melhor caminho da sociedade, não podem votar e, como tal, não conseguem influenciar as decisões que vão ser tomadas pela administração, a não ser aquando da recuperação do direito de voto⁷⁶.

No entanto, este tipo de ações não atingiu os seus objetivos, tendo em conta que não teve o impacto pretendido e é raramente utilizado como uma forma de financiamento por parte das sociedades portuguesas, e mesmo nos entes societários em que este instrumento foi utilizado tem vindo a ser sugerido aos portadores deste tipo de ações que as passem a ações ordinárias⁷⁷.

A distribuição de dividendos acaba por diminuir o valor da empresa, na medida em que são meios que esta dispõe e distribui, pelo que a preferência é pela retenção de resultados para valorização das suas ações. No entanto, com a existência das ações preferenciais sem direito de voto na sociedade, existe a obrigatoriedade de distribuir este dividendo prioritário nos exercícios em que se tenha conseguido resultados positivos, o que acaba por despertar menos interesse a esses acionistas.

Outra razão apontada para este tipo de ações não ser muito usada é a de os investidores nas sociedades portuguesas serem avessos ao risco, preferindo, deste modo, uma rentabilidade inferior, se com isso conseguirem reduzir o risco⁷⁸.

A possibilidade de recuperarem o direito de voto e interferirem nas decisões, afeta a vontade dos restantes sócios de terem este tipo de ações na sociedade. Para além disso, deixa-os relutantes em ter este tipo de acionistas, verificando-se ainda o inconveniente de precisarem do consentimento dos titulares das ações preferenciais sem direito de voto para suprimir ou coartar os direitos especiais⁷⁹.

⁷⁵ Baptista, Daniela Farto, Ações preferenciais ..., cit., p. 416

⁷⁶ Baptista, Daniela Farto, Ações preferenciais ..., cit., p. 415

⁷⁷ Rebelo, João Ferreira, As ações preferenciais ..., cit., p. 244

⁷⁸ Baptista, Daniela Farto, Ações preferenciais ..., cit., p. 418

⁷⁹ Art. 24.º n.º5 do CSC

O direito societário acaba por ser também uma das razões que leva os investidores a não terem tanto interesse neste tipo de ações, visto que protege quase unicamente os acionistas titulares do direito de voto e não todos os acionistas. Neste caso, os que não têm direito de voto deixam de ter acesso a vários instrumentos de fiscalização da administração⁸⁰.

Estes investidores só parecem deter uma “proteção” na fase anterior ao investimento, visto que esta é a única altura em que têm mais poder, já que no caso de o seu investimento ser avultado pode ter uma maior ou menor margem de manobra para conseguir uma posição mais favorável. Desde logo, com a possibilidade de conseguir obter um dividendo prioritário superior ao mínimo estabelecido de “1% do respetivo valor nominal ou, na falta deste, do seu valor de emissão, deduzido de eventual prémio de emissão”⁸¹, mas tendo margem para negociar por ser um investimento avultado, por exemplo, podem conseguir uma percentagem um pouco superior e que os deixe em melhores condições⁸².

Contudo, a principal razão que pode explicar a escassa utilização das ações preferenciais sem voto são as dúvidas que o direito relativamente às mesmas continua a levantar, tal como a pouca flexibilidade do regime legal em vigor, o que, em consequência, leva a grande maioria dos investidores a procurar outras soluções e grande parte das sociedades a emitir outro tipo de instrumentos. Sendo assim, este é um dos motivos que pode ter levado o legislador a alterar, em 2015, a legislação para este tipo de ações, tentando assim flexibilizar e clarificar as dúvidas existentes.

5.2 – Alterações de 2015

A 6 de Fevereiro de 2015, através do Decreto-Lei n.º 26/2015 o legislador procedeu a uma alteração com o propósito de reduzir a “rigidez e onerosidade do respetivo regime jurídico⁸³”. Contudo, parece que apenas flexibilizou para os investidores qualificados, tornando desta forma mais interessante o uso deste instrumento financeiro para estes.

⁸⁰ Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 418

⁸¹ Art. 341.º n.º2 do CSC

⁸² Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 418

⁸³ Marques, Elda, *As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro*, *Direito das Sociedades em Revista*, Março de 2015, Ano 7, Vol. 13, Almedina, p. 223

Além disso, o legislador passou ainda a esclarecer o regime, apesar de não ter conseguido clarificar todas as dúvidas existentes, conforme iremos expor adiante⁸⁴.

Começou por conferir a possibilidade de existirem ações preferenciais sem voto com características distintas⁸⁵ e, como forma de dar credibilidade a este instrumento e de proteger uma boa parte dos investidores, criou restrições aos possíveis investidores que podem usufruir destes tipos de ações preferenciais sem voto com características diferentes.⁸⁶ Apenas podem usufruir deste tipo de configurações “os investidores qualificados, na aceção do Código dos Valores Mobiliários⁸⁷” e, para proteger os restantes investidores não qualificados, estas ações não podem ser “admitidas à negociação em mercado regulamentado⁸⁸”. Como investidores qualificados consideramos os que cumprem o estatuído no art. 30.º do Código dos Valores Mobiliários.

Estas ações são destinadas apenas a este tipo de investidores por se considerar que estão mais informados e predispostos a correrem riscos. Tendo em conta o já referido, apenas aparecem em mercado primário uma vez que depois não são admitidas à negociação em mercado regulamentado, considerando a proteção dos restantes investidores⁸⁹.

Esta foi uma das formas que o legislador arranhou para tentar que as ações preferenciais sem direito de voto fossem vistas como uma alternativa a ter em conta pelas nossas sociedades, relativamente ao financiamento bancário, que é uma das fontes mais procuradas pelas sociedades portuguesas e que tantos custos acarretam⁹⁰.

Estas ações preferenciais sem direito de voto, “de nova geração”, têm menos encargos que as ações preferenciais sem direito de voto “clássicas”, que já constavam do Código das Sociedades Comerciais (doravante CSC)⁹¹.

As ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração”, devem constar nos estatutos que não participam nos lucros remanescentes⁹², não têm cumulação do

⁸⁴ Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 419.

⁸⁵ Art. 341.º n.º4 do CSC

⁸⁶ Art. 341.º n.º4 do CSC

⁸⁷ Art. 341.º n.º4 do CSC

⁸⁸ Art. 341.º n.º4 do CSC

⁸⁹ Marques, Elda, *As recentes alterações ao regime ...*, cit., p. 223

⁹⁰ Matos, Inês Serrano, *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 7, Volume 14, 2015, Almedina, p.169

⁹¹ Marques, Elda, *As recentes alterações ao regime ...*, cit., p. 223

⁹² Art. 341º n.º 4 do CSC

dividendo prioritário não pago no período anterior, caso não haja lucros distribuíveis suficientes nesse período anterior⁹³, e precisa de constar ainda a possibilidade de serem convertíveis em ações ordinárias⁹⁴, no caso de a sociedade, se deparar com certas circunstâncias específicas e relacionadas com a deterioração da situação financeira da sociedade⁹⁵, como poderemos constatar de seguida.

O legislador aproveitou o novo art. 342.º n.º4 para esclarecer alguns aspetos das ações preferenciais sem direito de voto com nova configuração, sendo que já tinha no art. 341.º n.º4 referido o tipo de acionistas, ou seja, investidores qualificados.

Vamos agora proceder à análise do regime para este tipo de ações, começando pela alínea a) do art. 342.º n.º4, que refere que o contrato da sociedade pode afastar o caráter cumulativo deste dividendo prioritário não pago, bem como parte do período de cumulação, diminuindo-o, como por exemplo, para apenas um exercício, o tempo em que esse dividendo não pago tem que ser liquidado. Pode ainda ser regulado de forma diferente, por exemplo, aceitando apenas que seja cumulado 25% do dividendo prioritário não pago ou então definir um período superior aos três anos, passando, porventura, para quatro exercícios⁹⁶.

Pela análise da alínea b) do art. 342.º n.º4 constatamos que o contrato da sociedade pode, no caso de não haver lucros distribuíveis nesse exercício, considerar que esse dividendo prioritário que haveria a receber seja considerado perdido. Desta forma, não tem que se proceder ao pagamento nos exercícios seguintes. Esta alínea b) acaba por complementar a alínea a), relativamente à cumulação do dividendo prioritário não pago poder ser alterado neste tipo de ações de nova geração, de tal forma que pode nem existir cumulação de dividendos⁹⁷.

A alínea c) deixa a possibilidade de as ações preferenciais sem direito de voto passarem a ações ordinárias, para situações previstas na altura de emissão destas ações, ou no caso de deterioração da situação financeira da sociedade, de tal forma que o

⁹³ Art. 342.º n.º4 al. b) do CSC

⁹⁴ Art. 342.º n.º4 al. c) do CSC

⁹⁵ Art. 342.º n.º4 al. c) do CSC

⁹⁶ Marques, Elda, *As recentes ...*, cit., p. 238

⁹⁷ Marques, Elda, *As recentes ...*, cit., p. 238. Art. 342.º n.º 4 alínea b)

dividendo prioritário fique impossível de pagar. Isto quer dizer que esta conversão depende de uma condição suspensiva⁹⁸.

O contrato da sociedade deve, assim, tentar explicar minimamente o que considera ser uma deterioração da situação financeira da sociedade para se saber o que pode ou não ser considerado para converter estas ações em ações ordinárias. Relativamente às condições previstas na emissão deste tipo de ações, têm de estar especificadas as situações em que as mesmas podem passar a ações ordinárias. A conversão pode ocorrer pela verificação destas situações e, assim, operar automaticamente (conversão automática) ou então, com a conversão a ocorrer por maioria em assembleia (conversão forçada)⁹⁹.

Esta passagem de ações preferenciais sem direito de voto para ações ordinárias implica a perda do dividendo prioritário após a mudança do tipo de ação mas continua a sociedade obrigada a pagar o dividendo em atraso, salvo se a cumulação estiver afastada ou tenha sido considerada perdida nos termos das alíneas anteriores.

Relativamente à alínea d) admite-se que o contrato da sociedade possa prever um número de exercícios diferente do art. 342.º nº3 que definia dois como limite para recuperar o direito de voto, podendo este período ser inferior a dois ou superior, até ao máximo de cinco exercícios, na falta de pagamento do dividendo prioritário no período definido.

Demonstra-se imperativo perceber a forma e o tempo necessários para os acionistas deste tipo de ações, que se encontram sem receber o seu dividendo prioritário, adquirirem o direito ao voto, só perdendo este direito quando todos os dividendos prioritários em atraso se encontrem liquidados. Desta forma, no caso de se definir o prazo máximo, ou seja, os cinco exercícios, a sociedade e os restantes sócios estão mais seguros em relação ao poder na sociedade, visto que os sócios detentores deste tipo de ações vão demorar mais tempo a recuperar o seu voto e, por consequência, a redefinir as relações de poder na sociedade¹⁰⁰.

Esta foi a maior alteração que as ações preferenciais sem direito de voto sofreram, tendo sido introduzida com o objetivo de conferir maior relevância a este instrumento

⁹⁸ Art. 270.º do Código Civil

⁹⁹ Marques, Elda, *As recentes ...*, cit., p. 239

¹⁰⁰ Marques, Elda, *As recentes ...*, cit., p. 223 e 239

financeiro e conseguir, assim, que tanto as sociedades, como os investidores e os restantes sócios vissem com maior interesse este tipo de ações. A sociedade consegue, deste modo, pagar aos sócios detentores de ações preferenciais sem direito de voto, com esta configuração diferente, somente quando obtém lucros distribuíveis no exercício, sendo que o contrato pode definir que este direito ao lucro prioritário, se não for pago neste exercício, pode mesmo ser considerado perdido e não pago no exercício seguinte¹⁰¹. Ora, tal favorece a sociedade, em comparação com obrigações em que teria de ser pago o juro, qualquer que fosse o resultado conseguido pela sociedade.

Este tipo de ações acarreta ainda vantagens para os sócios, nos casos em que conste do contrato da sociedade que os acionistas que detêm ações preferenciais sem voto apenas têm direito ao dividendo prioritário. Posto isto, os restantes sócios recebem um excedente de lucro na situação de a sociedade ter lucros distribuíveis, mesmo depois de pagar estes dividendos prioritários, uma vez que, o restante lucro distribuível será apenas repartido pelos restantes sócios que vão assim receber uma percentagem superior à sua participação social¹⁰².

O art. 342.º n.º5 acaba por vir complementar os anteriores, referindo a obrigatoriedade de se pagar os dividendos prioritários, no caso de haver lucros distribuíveis, não sendo assim possível deliberar a retenção desses lucros. Este preceito legal refere, assim, a possibilidade de estes recorrerem à execução específica da deliberação social de distribuição de lucros em que se delibere pela manutenção dos lucros distribuíveis em prejuízo do pagamento aos acionistas com direito ao dividendo prioritário. Estes sócios podem, deste modo, conseguir que o seu dividendo seja pago¹⁰³.

Este artigo serve, desta forma, de proteção aos possíveis investidores para que estes tenham o seu direito aos dividendos salvaguardado, acabando por ser uma forma de tutela destes sócios, deixando-os mais recetivos a este instrumento.

Outra das alterações está relacionada com a percentagem do dividendo prioritário que o “futuro acionista” pode vir a receber que, na versão anterior, era no mínimo de 5% e passou para um mínimo de 1%¹⁰⁴, dos lucros distribuíveis, conforme o estatuído

¹⁰¹ Art. 342.º n.º2 al. B) do CSC

¹⁰² Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 436

¹⁰³ Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 426

¹⁰⁴ Art. 341.º n.º2 do CSC

nos arts. 32.º e 33.º, que era um dos aspetos que afastava as sociedades deste tipo de instrumentos financeiros.

Esta foi, de facto, uma melhoria que permitiu tornar este instrumento mais apetecível, do ponto de vista dos atuais acionistas, tendo em conta que o dividendo que estes investidores recebem “à frente” dos restantes pode ser bem menor e, assim, sobrar mais dividendos.

No que diz respeito, à tentativa do legislador de esclarecer certas questões que ficaram sem resposta com a antiga redação do artigo, este procedeu à alteração da denominação do instrumento de ações preferenciais sem voto para ações preferenciais sem direito de voto. Apesar disso, o legislador, no preâmbulo do atual Decreto-Lei, acabou por repetir o uso do termo ações preferenciais sem voto¹⁰⁵. Para além disso, passou ainda a falar de capital social¹⁰⁶ em vez de somente capital.

Outra alteração relacionada com o esclarecimento do regime está presente no CSC¹⁰⁷ em que se explica que a principal vantagem deste regime é o dividendo prioritário, sendo que este pode ainda ser também um direito adicional, no caso de isto estar presente no contrato de sociedade.

Assim sendo, no caso de nada constar do contrato de sociedade, as ações preferenciais sem direito de voto dão acesso a um dividendo prioritário e, caso exista lucro remanescente - depois de os restantes acionistas receberem a mesma percentagem de lucro que os acionistas com direito ao dividendo prioritário receberam - têm direito ao restante, neste caso, participam conforme “a proporção dos valores das respetivas participações no capital^{108,109}”. Se tiverem um direito prioritário e adicional, estes acionistas acabam por receber mais do que os restantes acionistas, enquanto no caso de ser apenas um direito prioritário não recebe mais, a não ser na situação de não haver lucros distribuíveis suficientes para igualar o dividendo prioritário já recebido pelo acionistas detentores deste tipo de ações.

Em relação à base de cálculo, esta manteve-se, ou seja, uma percentagem “do respetivo valor nominal ou, na falta deste, do seu valor de emissão, deduzido de

¹⁰⁵ Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro

¹⁰⁶ Art.º 341.º n.º 1 CSC

¹⁰⁷ Art.º 341.º n.º 3 CSC

¹⁰⁸ Art.º 22.º n.º 1 CSC

¹⁰⁹ Baptista, Daniela Farto, Ações preferenciais ..., cit., p. 420 a 421

eventual prémio de emissão, retirado dos lucros que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º, possam ser distribuídos aos acionistas^{110»111}.

Contudo, há quem refira que poderia ter sido ainda melhorado este aspeto com a introdução de alterações ao nível do modo como se calcula a base do dividendo prioritário, dando maior flexibilidade às sociedades que pretendam recorrer a este instrumento, desde logo deixando a cargo destas a decisão sobre a “base de cálculo ou do quantitativo do dividendo prioritário anual¹¹²”.

Consideramos que esta situação acabaria por favorecer as sociedades e os respetivos sócios mas, na verdade, acabaria por prejudicar os possíveis investidores que teriam assim condições menos favoráveis, sendo provável uma menor procura do instrumento.

Mesmo com as alterações realizadas grande parte do regime legal manteve-se, desde logo a base de cálculo¹¹³, como anteriormente referido, o critério proporcional de repartição de lucros pelas ações preferenciais, quando estes não chegam¹¹⁴, a recuperação do voto¹¹⁵, a cumulação do dividendo preferencial¹¹⁶, a obrigatoriedade de pagar o dividendo prioritário quando haja lucros distribuíveis e a possibilidade de execução específica¹¹⁷.

Uma das dúvidas que ficou por esclarecer surgiu com a alteração do antigo art. 341.º n.º3 que passou a ser o art. 341.º n.º5. Esta alteração levantou algumas questões, visto que refere que “as ações preferenciais sem direito de voto conferem, além dos direitos de natureza patrimonial previstos nos números anteriores, todos os direitos de natureza não patrimonial inerentes às ações ordinárias, com exceção do direito de voto”. Numa interpretação meramente gramatical, isto acabava por excluir os restantes direitos patrimoniais às ações preferenciais sem direito de voto que não sejam os direitos patrimoniais prioritários, como o direito dividendo prioritário (não adicional), o direito ao dividendo prioritário adicional, ao dividendo participante e ao reembolso prioritário. Esta interpretação acaba por privar os seus titulares dos restantes direitos de natureza

¹¹⁰ Art. 341.º n.º 2 CSC

¹¹¹ Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 432

¹¹² Marques, Elda, *As recentes ...*, cit., p. 225

¹¹³ Art. 341.º n.º 2 do CSC

¹¹⁴ Art. 342.º n.º 1 do CSC

¹¹⁵ Art. 342.º n.º 2 do CSC

¹¹⁶ Art. 342.º n.º 2 do CSC

¹¹⁷ Art. 342.º n.º 5 do CSC

patrimonial que eram, normalmente, atribuídos a todos os acionistas, o que faz com que a sua posição como sócio seja assim prejudicada construindo aquilo que pode ser considerado um “entrave” a este tipo de ações¹¹⁸.

Devemos então questionar-nos se o objetivo foi apenas esclarecer a norma e a alteração não foi perceptível ou se foi mesmo objetivo do legislador excluir os acionistas preferenciais sem direito de voto de todos os direitos de natureza patrimonial, com exceção dos expostos anteriormente¹¹⁹.

Neste mesmo artigo¹²⁰, o legislador acaba também por referir que os acionistas têm dois tipos de direitos, os de natureza patrimonial e os de natureza não patrimonial, sendo que já no art. 24.º nº3 se fala nos direitos de natureza patrimonial e os restantes (direitos de natureza não patrimonial), apesar destes se aplicarem aos direitos especiais¹²¹.

A grande diferença entre estes dois tipos de direito é a forma como rapidamente se obtém rendimentos, ou seja, enquanto os direitos de natureza patrimonial têm conteúdo patrimonial imediato, os restantes têm um conteúdo de teor administrativo, razão pela qual há referência a estes como direitos políticos¹²².

Esta nova redação do antigo art. 341.º nº3 e atual art.341.º nº5, acaba, deste modo, por excluir estes acionistas dos restantes direitos de natureza patrimonial, a não ser os descritos nos números anteriores não sendo, no entanto, explícito quais os direitos que estão a ser privados aos detentores das ações preferenciais sem direito de voto¹²³.

Para além dos direitos patrimoniais presentes no artigo 341.º nº2, 3 e 4, os acionistas deste tipo de ações não teriam mais nenhum tipo de direitos de natureza patrimonial, o que os desfavorece a eles mas acaba por favorecer os restantes sócios que passam a ter maior interesse em que existam investidores a investir em ações preferenciais sem direito de voto¹²⁴.

¹¹⁸ Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 422

¹¹⁹ Marques, Elda, *As recentes ...*, cit., p. 232

¹²⁰ Art. 341.º nº5 do CSC

¹²¹ Osório de Castro, Carlos, *Valores Mobiliários*, cit., p. 88 e 89

¹²² Osório de Castro, Carlos, *Valores Mobiliários*, cit., p. 88 e 89

¹²³ Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 422

¹²⁴ Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 422

Surge ainda alguma discussão se para além destas ações não terem direito de voto, não têm também direito de requerer a convocatória de uma assembleia geral¹²⁵, o direito de requerer a inclusão de assuntos na ordem do dia¹²⁶, o direito de fazer propostas na assembleia¹²⁷, o direito a pedir informações em assembleia¹²⁸ e o direito de impugnar deliberações sociais invalidas^{129 130}.

Na nossa opinião, estas alterações têm como objetivo tornar este instrumento financeiro mais atrativo tanto para a sociedade, sócios e investidores, para que este instrumento seja uma opção na altura de capitalização das sociedades e, como o objetivo é fazer com que se recorra mais a este instrumento, parece-nos que limitar ainda mais os novos investidores, para além do voto e dos vários direitos de natureza patrimonial que estes não têm, já é demasiado para ainda se limitar mais a participação destes, tendo em conta o risco que correm.

Para além disso, o art. 343.º nº1 e o art. 379.º nº2 já referem que o contrato da sociedade pode restringir a participação na assembleia geral aos acionistas com direito de voto, tendo assim os acionistas impedidos de estar presente, a possibilidade de escolher um deles para os representar, pelo que se nada constar do contrato da sociedade estes podem participar.

Outro ponto de discórdia surge relativamente à possibilidade de os acionistas destas ações preferenciais sem direito de voto se exonerarem da sociedade por alguma razão que lhes dê essa possibilidade. Contudo, em certas circunstâncias, é exigido normalmente o voto contra, como no caso da incorporação de uma sociedade por outra a 90%¹³¹. Neste caso, isto acabava por excluir estes sócios que, por falta de terem direito a voto, não teriam como votar contra. Tal situação não se afigura muito justa visto que estes não têm a possibilidade de votar contra e assim perderiam também a possibilidade de exoneração mas, seguindo o texto do art. 341.º nº 5, os sócios deste tipo de ações têm todos os direitos de natureza não patrimonial, com exceção do voto, pelo que têm o direito à exoneração mesmo sem ter votado contra, por falta de direito de voto, desde que estejam presentes na assembleia geral e participem, demonstrando a sua

¹²⁵ Art. 375.º nº2 do CSC

¹²⁶ Art. 378.º nº1 do CSC

¹²⁷ Art. 379.º nº2 do CSC

¹²⁸ Art. 290.º nº1 do CSC

¹²⁹ Art. 59.º nº1 e art. 60.º do CSC

¹³⁰ Baptista, Daniela Farto, Ações preferenciais ..., cit., p. 424

¹³¹ Art. 116.º nº4 do CSC

discordância. Caso diferente seria, se nessa altura tivessem recuperado o direito de voto, onde já faz sentido que seja obrigatório votar contra para se exonerar¹³². No caso de constar no contrato que estes sócios não podem participar na assembleia geral, faz sentido ser o seu representante a demonstrar o desagrado com esta situação para, deste modo, os seus representados terem o direito de se exonerar.

O art. 344.º n.º1 não contém nada de novo, foi apenas uma alteração como tentativa de tornar mais explícito o contexto do artigo. Este n.º1 remete-nos para o art. 24.º onde podemos verificar, no seu número cinco e seis, que esta decisão de conversão de ações tem de ser tomada em assembleia geral mas que é necessário, para ser possível, que o sócio aceite ter as suas ações convertidas.

Este preceito refere ainda a necessidade de cumprir o estatuído no art. 341.º n.º1, ou seja, não podem ser convertidas ações ordinárias em ações preferenciais sem direito de voto, de maneira a que não ultrapasse metade do capital social¹³³. É feita ainda referência ao art. 389.º, relativamente à forma como funcionam as assembleias especiais, referindo que estas funcionam como se fossem uma assembleia geral e a maioria exigida será também igual a uma assembleia geral. É de referir ainda que o n.º1 obriga a publicação da deliberação tomada em assembleia. No que diz respeito, ao n.º2, este mantém-se intacto, referindo apenas que a conversão precisa de ser antecedida por um requerimento dos interessados e que não pode este ser requerido num prazo inferior a noventa dias da publicação da deliberação.

O art. 344.º -A surgiu com o objetivo de conferir a possibilidade de no contrato da sociedade estar estipulada a criação de ações com direitos especiais para algum (s) do (s) sócio (s) e que esses direitos especiais têm de pertencer a uma categoria de ações e que na transmissão destas se inclui também o direito especial¹³⁴. Este preceito veio confirmar a possibilidade de haver ações com direito a um dividendo prioritário mas que tenham na mesma o direito de voto, não sendo, contudo, pertencente à categoria das ações preferenciais sem direito de voto. Para além disso, tínhamos e temos também o art. 302.º que nos indica que as categorias de ações podem ser diversas no que diz respeito à atribuição de dividendos e à partilha do ativo resultante da liquidação¹³⁵.

¹³² Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 425

¹³³ Osório de Castro, Carlos, *Valores Mobiliários*, cit., p. 112

¹³⁴ Art. 24.º n.º1 e n.º4 do CSC

¹³⁵ Marques, Elda, *As recentes ...*, cit., p. 242

Apesar das várias alterações, para esclarecer as dúvidas existentes na ordem jurídica, o legislador acabou por não conseguir responder a todas.

Desde logo, no que diz respeito à base de cálculo do capital social ficou por definir se interessa “o valor do capital social antes ou depois da sua emissão”. Contudo, como este tipo de ações preferenciais sem direito de voto podem ser emitidas logo na constituição da sociedade é de prever que será o valor final do capital social que importa para este cálculo¹³⁶.

É levantada ainda a dúvida relativamente ao art. 342.º n.º2, de como será realizado o pagamento da cumulação do dividendo prioritário, no caso de ele não ter sido pago ou integralmente pago no exercício devido, tendo assim de ser pago nos três exercícios seguintes, antes do dividendo desse exercício, caso nesse período haja lucros disponíveis. Considerando que no caso dos investidores qualificados e das ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração” pode ser um período diferente dos três exercícios relativamente às ações preferenciais sem direito de voto “clássicas”¹³⁷.

Surge, ainda, a questão de saber que dividendos desses exercícios seguintes será preterido: se o dividendo prioritário, se o não prioritário ou se ambos¹³⁸. O que se verifica é que a cumulação é paga primeiro que o dividendo prioritário e tendo em conta que o não prioritário só depois seria pago, parece – nos que o que ocorre é uma de três coisas: ou os lucros disponíveis chegam para pagar a cumulação, o dividendo prioritário e depois ainda restam lucros para pagar lucros não prioritário e assim nenhum terá de ser preterido ou, num segundo caso, não chegando para tudo, os lucros a ser preteridos serão os não prioritários pois os prioritários já nos diz o artigo 342.º n.º5 que, existindo, serão obrigatórios.

Numa terceira hipótese, apenas no caso de não chegar para pagar a cumulação de dividendos em atraso e os dividendos prioritários do período, é que estes ou a parte do dividendo prioritário que fique por pagar, cumula para o período seguinte, ou seja, apenas no caso dos resultados de exercícios não chegarem para pagar a cumulação e o dividendo prioritário é que este último é preterido.

¹³⁶ Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 426 e 427

¹³⁷ Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 427

¹³⁸ Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 427

Outro aspeto que ficou por esclarecer foi relativamente à recuperação do direito de voto dos acionistas detentores das ações preferenciais sem voto, desde logo, o que devemos considerar como dois exercícios sem pagar o dividendo prioritário. É fácil de perceber que o “durante¹³⁹” explica que terão de ser dois períodos consecutivos mas não está explícito o que considera como dividendo não pago, se será um dividendo que não é pago neste exercício e não será liquidado no próximo, ou se será, não pagar o dividendo prioritário no exercício presente e no próximo pagar a cumulação, não dispondo de meios para cumprir com o dividendo desse período¹⁴⁰.

Perante isto, parece – nos que para melhor proteção dos sócios será preferível considerar durante dois exercícios consecutivos, o caso em que não se consegue pagar o dividendo prioritário no atual exercício e no seguinte não se consegue liquidar a cumulação de dividendos, caso contrário, seria uma fraca proteção para os sócios não detentores das ações preferenciais sem direito de voto, visto que muito facilmente os outros sócios recuperavam o direito de voto, já que os lucros do segundo período teriam de compensar os dividendos em atraso e os atuais.

Ainda relativamente à recuperação do direito de voto não ficou definido quando é que estes acionistas recuperam o direito de voto, ou seja, se é na assembleia seguinte à apresentação das contas em que se denota que pelo segundo ano consecutivo os detentores de ações preferências sem direito de voto não vão receber a totalidade do dividendo prioritário ou se nessa mesma assembleia, quando se demonstra que não há dividendos distribuíveis suficientes, os acionistas já recuperam o direito de voto¹⁴¹.

4.3 - Comparação entre as ações preferenciais sem direito de voto de “nova geração” e as ações preferenciais sem direito de voto “clássicas”

Com a alteração de 6 de Fevereiro de 2015 surgiram no nosso regime jurídico ações preferenciais sem direito de voto diferentes das que já estavam em vigor.

¹³⁹ Art. 342.º n.º 3 do CSC

¹⁴⁰ Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 427 e 428

¹⁴¹ Baptista, Daniela Farto, *Ações preferenciais ...*, cit., p. 428

As ações preferenciais sem direito de voto de nova geração vieram trazer algumas alternativas relativamente às existentes, introduzindo alterações que podem favorecer as sociedades e permitir uma maior utilização deste instrumento financeiro.

Estas ações têm, desde logo, a diferença em relação às já existentes, “clássicas”, de apenas serem subscritas por investidores qualificados, seguindo a explicação do que isto significa conforme o exposto no Código dos Valores Mobiliários¹⁴². No que diz respeito às restantes parece-nos que como não estão limitadas podem ser subscritas por investidores qualificados e não qualificados.

Outra grande diferença entre ambas é ainda o facto de este novo tipo de ações preferenciais sem direito de voto, apenas poderem estar em mercado primário, já que depois não podem ser negociadas em mercado regulamentado, para evitar a compra deste tipo de ações por investidores não qualificados¹⁴³. As ações preferenciais sem direito de voto “clássicas” podem ser negociadas em mercado primário, inicialmente, e em mercado secundário após subscritas a primeira vez.

As ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração” podem prever ainda que a única vantagem será o dividendo prioritário, ou seja, este pode, dependendo do contrato da sociedade, ser o único benefício, na medida em que “apenas conferem direito ao dividendo prioritário”¹⁴⁴. Assim sendo, podemos entender que também exclui os restantes direitos patrimoniais, já as “clássicas”, incorporam todos esses direitos patrimoniais.

No que ao dividendo prioritário não pago diz respeito, nas ações prioritárias “de nova geração” é possível ser bastante diferente do que estava estipulado para as ações preferenciais existentes até à altura, sendo que é concedido a possibilidade de regular de forma diversa, por exemplo, estipulando que apenas se pode cumular metade do dividendo prioritário não pago. Temos ainda a hipótese de ser considerado perdido assim que não haja dividendos distribuíveis logo nesse próprio exercício, caso em que não há cumulação do dividendo prioritário. Outra hipótese é se no contrato estiver estipulado passar a ações ordinárias no caso de acontecer algo já estipulado na emissão das ações ou por deterioração da situação financeira da sociedade, que impossibilite este dividendo prioritário e, por último, existe a possibilidade de ser estabelecido um período

¹⁴² Art. 30º do CVM

¹⁴³ Art. 341.º n.º 4 do CSC

¹⁴⁴ Art. 341.º n.º 4 do CSC

diferente dos três exercícios, sendo possível ser menos exercícios ou mais exercícios, não excedendo os cinco períodos¹⁴⁵, ou seja, ser bastante diferente dos três exercícios estipulados para as “clássicas”.

Por último as ações preferenciais sem direito de voto “de nova geração” podem ser convertidas em ações ordinárias sem o consentimento dos seus titulares, caso já esteja estipulado no contrato da sociedade¹⁴⁶, ao contrário das “clássicas” no qual é preciso haver um consentimento do titular da ação¹⁴⁷.

6 - Direito Comparado

6.1 – Direito Espanhol

As ações preferenciais sem direito de voto estão presentes também no direito espanhol como poderemos verificar nos artigos 98 a 103 referente às “acciones sin voto”.

Estas ações não podem ultrapassar assim como no direito Português metade do capital social da sociedade assim como nos diz o “artículo 98 – Creación o emisión¹⁴⁸”.

Relativamente ao dividendo atribuído a estes acionistas no direito espanhol, os estatutos é que definem o dividendo mínimo que estes têm direito a receber a cada exercício, sendo que recebem conforme os restantes acionistas, na proporção da sua participação social, como nos indica o “artículo 99 n°1”. Estamos perante uma diferença relativamente ao ordenamento jurídico Português, uma vez que aqui, não está estabelecido um mínimo percentual obrigatório, possibilitando que cada sociedade “ofereça” um rendimento conforme a sua necessidade, ao contrário de Portugal no qual é estabelecido um mínimo para este instrumento.

No caso de haver dividendos que possam ser distribuídos, a sociedade é obrigada a fazer a distribuição no mínimo dos dividendos prioritários, denominados de mínimos no direito espanhol, e que devem constar dos estatutos das sociedades¹⁴⁹.

¹⁴⁵ Art. 342º n.º 4 al. a), b) e d)

¹⁴⁶ Art. 342º n.º 4 al. c)

¹⁴⁷ Art. 24.º n.º 5

¹⁴⁸ http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/rdleg1-2010.t4.html#a98

¹⁴⁹ http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/rdleg1-2010.t4.html#a98

No caso de não haver dividendos distribuíveis suficientes a sociedade terá de os pagar nos cinco exercícios seguintes.

No caso de a sociedade sofrer prejuízos que levem á redução do seu capital, estas ações apenas são afetadas, caso essas reduções levem a que a sua percentagem ultrapasse o limite de cinquenta por cento do capital da sociedade. Nesse caso, teria de se converter uma parte destas ações em ordinárias, para voltar a uma percentagem no limite igual a cinquenta por cento. Esta alteração tem um limite temporal de dois anos, que caso não seja cumprida, leva à dissolução da sociedade (artículo 100 nº1 – Privilegio em caso de reducción de capital por pérdidas).

Relativamente à quota de liquidação da sociedade as “acciones sin voto” atribuem ao sócio o direito a ser reembolsado antes dos restantes sócios.

O “artículo 102 nº1 – Otros derechos” refere que os titulares de ações preferenciais sem voto têm os mesmo direitos que os restantes sócios, conforme o que está referido nos artigos anteriores, pelo que da leitura dos mesmos nos parece que têm todos os direitos com a exceção do direito de voto.

A falta de direito de voto leva a que estes acionistas não possam eleger os administradores e, como tal, o valor nominal das suas ações não seja tido em conta para essas decisões.

O “artículo 102 nº3” refere que as ações preferenciais sem direito de voto, estão dependentes dos estatutos e de normas supletivas, relativamente à transmissão das suas ações e do direito de preferência.

Finalmente, o “artículo 103” faz referência à necessidade de concordância dos acionistas titulares de ações preferenciais sem direito de voto, relativamente às modificações estatutárias que os possa afetar.

6.2 – Direito Alemão

As ações preferenciais sem direito de voto estão também consagradas no direito alemão e, assim como em Portugal, a subscrição deste tipo de ações não pode exceder

os cinquenta por cento do capital da sociedade¹⁵⁰. Este tipo de ações teve como propósito, a angariação de capital para as sociedades, sem terem de recorrer a outras formas de financiamento como os empréstimos bancários.

Estas ações atribuem os mesmos direitos que as ações em geral com a exceção do direito de voto. Relativamente à necessidade de autorização, para se suprimir ou limitar os direitos especiais dos acionistas, existe um artigo específico para estes casos, que refere a necessidade de autorização, para que estas alterações sejam possíveis, assim como a emissão de novas ações preferenciais¹⁵¹.

No direito alemão surgiu uma distinção a este respeito entre compressão direta e indireta¹⁵². A compressão direta refere-se aos casos em que se tenta alcançar a supressão ou limitação dos direitos especiais, enquanto na compressão indireta, a supressão ou limitação dos direitos especiais é algo necessário para se atingir o objetivo. Apenas no primeiro caso se exige o consentimento dos acionistas preferenciais¹⁵³.

Relativamente à redução de capital surgem duas posições. A primeira considera, que nestes casos os acionistas recuperam o direito de voto e podem assim deliberar sobre este assunto, algo que no nosso ordenamento jurídico, em que apenas se recupera na falta do pagamento dos dividendos se mostra impossível, e a segunda em que se defende que esta deliberação pode afetar (limitar ou suprimir) as ações preferenciais sem direito de voto, sendo no entanto refutado pela doutrina maioritária, pelo facto de não ser uma deliberação que tem como objetivo afetar os direitos especiais destes, ou seja, seria uma compressão indireta pelo que não seria necessário o consentimento destes. Relativamente a esta última teoria, existe uma decisão judicial¹⁵⁴ que deu razão à doutrina maioritária, determinando “que não era necessário uma deliberação especial dos acionistas preferenciais sem direito de voto para reduzir o capital social, uma vez que os seus privilégios não eram diretamente afetados por essa medida.”¹⁵⁵

¹⁵⁰ Art. 139/II do AktG, apud, Cordeiro, António Menezes, in <https://portal.oa.pt/upl/%7B8c77a70e-8c97-4f43-ba34-d44e9a9eee13%7D.pdf>

¹⁵¹ Art. 141 do AktG, apud, Cordeiro, Antonio Menezes, in <https://portal.oa.pt/upl/%7B8c77a70e-8c97-4f43-ba34-d44e9a9eee13%7D.pdf>

¹⁵² Menezes Cordeiro, António, Código das Sociedades ..., cit., p. 914

¹⁵³ Cordeiro, Antonio Menezes, in <https://portal.oa.pt/upl/%7B8c77a70e-8c97-4f43-ba34-d44e9a9eee13%7D.pdf>

¹⁵⁴ Tribunal de Frankfurt, em 25 de abril de 1991, apud, Cordeiro, Antonio Menezes, in <https://portal.oa.pt/upl/%7B8c77a70e-8c97-4f43-ba34-d44e9a9eee13%7D.pdf>

¹⁵⁵ Cordeiro, Antonio Menezes, in <https://portal.oa.pt/upl/%7B8c77a70e-8c97-4f43-ba34-d44e9a9eee13%7D.pdf>

6.3 Direito Francês

As ações preferenciais sem direito de voto também se encontram consagradas no direito francês, mas ao contrário da lei portuguesa e da alemã, apenas pode representar vinte e cinco por cento do capital da sociedade. Este tipo de ações teve como objetivo, o financiamento de sociedades, auxiliando-as a evoluir de forma consistente, sem terem de recorrer a obrigações que em períodos de maior turbulência teriam de pagar na mesma¹⁵⁶.

No ordenamento francês, também o titular deste tipo de ações tem os mesmos direitos que as ações em geral, com a exceção do direito de voto. A lei francesa também previu especificamente os casos de supressão e alteração dos direitos especiais dos acionistas, através do artigo 269-4/IV, onde se refere a necessidade de autorização em assembleia especial¹⁵⁷.

¹⁵⁶ Cordeiro, António Menezes, in <https://portal.oa.pt/upl/%7B8c77a70e-8c97-4f43-ba34-d44e9a9eee13%7D.pdf>

¹⁵⁷ Cordeiro, António Menezes, in <https://portal.oa.pt/upl/%7B8c77a70e-8c97-4f43-ba34-d44e9a9eee13%7D.pdf>

7 – Conclusão

Face ao supra exposto, verificamos que as ações preferenciais sem direito de voto, apesar de terem aspetos positivos para todos os intervenientes, continuam a suscitar dúvidas a todos os envolvidos que acabam mesmo a optar por outras alternativas de financiamento.

Na sequência do acima referido, este tipo de financiamento, apesar das várias vantagens apresentadas, não se tem conseguido impor no seio das nossas sociedades e, para tal, muito contribuem as várias questões levantadas e não esclarecidas. Uma melhor compreensão de todas as dúvidas levantadas anteriormente poderia ser um passo em frente, para que, tanto investidores como sociedades e acionistas despertassem o seu interesse relativamente às ações preferenciais sem direito de voto.

Os investidores Portugueses são, na sua generalidade, avessos ao risco pelo que procuram um investimento com poucas probabilidades de perderem os seus rendimentos e, havendo questões sobre as quais não há uma certeza absoluta, leva, desde logo, muitos a procurarem outros instrumentos financeiro com uma rentabilidade equivalente e onde porventura sintam que correm menor risco.

Contudo, parece – nos que a alteração proveniente do Decreto-Lei 26/2015 é um passo no caminho certo que tem de se continuar a percorrer para que dessa forma este se torne um instrumento financeiro cada vez mais atrativo para as nossas sociedades, conseguindo não só captar o investimento dos grandes investidores como também dos pequenos que procuram uma forma de aplicar as suas poupanças.

Bibliografia

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE; “Curso de Direito Comercial-Volume II”, Almedina, 5ª edição, 2015.

ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE; “Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados”; 7.ª edição, Coimbra Editora

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA; “Os instrumentos Financeiros”; 1ª Edição, 2009.

BAPTISTA, DANIELA FARTO; “Ações preferenciais sem voto (em particular as detidas por investidores qualificados) ”; IV Congresso Direito das Sociedades em Revista, 2016, Almedina. Pág. 411- 440

BOLETÍN NOTÍCIAS JURÍDICAS In
http://noticias.juridicas.com/base_datos/Privado/rdleg1-2010.t4.html#a98

CARLOS, MARIA AMELIA BARRADA; “O factor fiscal e a escolha do modelo de financiamento das sociedades”; In Revista de Direito das Sociedades, Ano II (2010), nº1/2, Almedina. Pág. 103- 122.

CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE; “Valores Mobiliários- Conceito e Espécies”; 2ª Edição, 1998, Católica.

COELHO, FÁBIO ULHOA; “Curso de Direito Comercial”; Editora Saraiva, 20ª Edição.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES;

-“Código das Sociedades Comerciais Anotado”; 2ª edição, 2012, Almedina.

- “Ações Preferenciais sem voto” In <https://portal.oa.pt/upl/%7B8c77a70e-8c97-4f43-ba34-d44e9a9eee13%7D.pdf>

CUNHA, PAULO OLAVO;

- “Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Acções Privilegiadas”; Almedina, Coimbra 1993, 1.ª Edição.

- “Direito Das Sociedades Comerciais”, 4ª edição, 2010, Almedina.

LABAREDA, JOÃO; “Das ações das Sociedades Anónimas”; AAFDL, 1988, Associação Académica de Lisboa.

MARQUES, ELDA; “As recentes alterações ao regime das ações preferenciais – o Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro”; Direito das Sociedades em Revista, Março de 2015, Ano 7, Vol. 13, Almedina. Pág. 219- 246

MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL; RAMOS, MARIA ELISABETE; “As Participações Sociais”; Estudos de Direito das Sociedades sob a coordenação de Coutinho de Abreu, AAVV, Almedina, Coimbra 2010, 10.ª edição. Pág. 129- 173.

MATOS, INÊS SERRANO DE; “Debt Governance- O papel do credor ativista” In: Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, a.7 v.14 (Out. 2015). Pág. 161- 198

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE; “Manual de Corporate Finance”; 2015, 2ª edição, Almedina.

REBELO, JOÃO FERREIRA; “As ações preferenciais sem voto no ordenamento jurídico português”; In Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Ano 3, Vol. 6. Pág. 225-263.

TRIUNFANTE, ARMANDO MANUEL; “A Tutela Das Minorias nas Sociedades Anónimas”; Coimbra Editora, 2004.

VENTURA, RAÚL; “Adaptação do Direito Português à Segunda Diretiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o direito das Sociedades”; In Documentação e Direito Comparado, Boletim do Ministério da Justiça nº3, 1980.