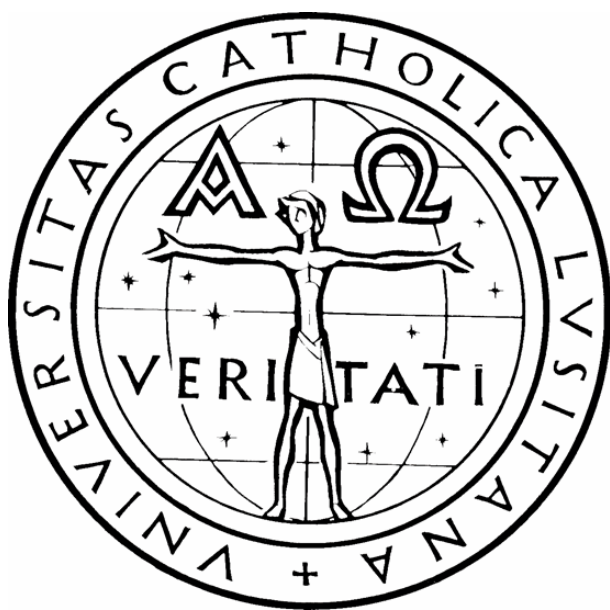


UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

FACULDADE DE DIREITO – ESCOLA DE LISBOA

MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO



**As PME na União Europeia: Análise à Proposta de Directiva do
Parlamento Europeu e do Conselho**

Miguel Mateus Leal

Orientação: Professor Doutor Jorge Brito Pereira

Lisboa

Junho 2024

“Levavi oculos meos in montes unde veniet auxilium mihi ”

- Salmo 120

Agradecimentos

Em primeiro agradeço a Deus, Senhor da Vida, por quem me são dadas todas as graças da minha vida.

As maiores dessas graças a minha mãe, o meu pai, os meus irmãos e os meus amigos, a quem agradeço a presença e o apoio.

Deixo um agradecimento especial ao Professor Doutor Jorge Brito Pereira, pela orientação e ajuda nesta tese.

Palavras Chave: Empresas; União Europeia; Pequenas e Médias Empresas; Financiamento de Empresas; Equity; Votos Plurais.

Este trabalho é escrito ao abrigo do antigo acordo ortográfico.

Todas as referências a preceitos legislativos sem indicação do texto legal devem entender-se feitas para a proposta de diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às estruturas de ações com voto plural em empresas que procuram admitir à negociação as suas ações num mercado de PME em crescimento

ÍNDICE:

Siglas e Abreviaturas	8
Introdução	10
1 – Micro, Pequenas e Médias Empresas: Revisão da Literatura	12
1.1- Esclarecimento de Conceitos	12
1.2- Panorama das PME na União Europeia	14
1.3- Desafios das PME no mercado único europeu	16
2- Papel da União Europeia na Regulamentação de PME	18
2.1- Evolução das políticas e regulamentação da UE para PME	18
2.2- Iniciativas de apoio ao crescimento das PME	19
2.3- Avaliação de impacto da União Europeia na regulamentação das PME	21
3- Dificuldades de financiamento das PME	23
3.1- Financiamento bancário	24
3.2- Financiamento através de Equity	26
4- Votos plurais	30
4.1- Esclarecimento conceptual	30
4.2- Benefícios	31
4.3- Possíveis custos e riscos	34
5- Análise da Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às estruturas de acções com voto plural em empresas que procuram admitir à negociação as suas acções num mercado de PME em crescimento	36
5.1- Origens e contexto da proposta de directiva	36
5.2- Objectivos subjacentes	37
5.3- Principais medidas concretas propostas	38
5.3.1- Objecto	39
5.3.2- Esclarecimento de conceitos e cláusula de salvaguarda	40
5.3.3- Adopção de estruturas de acções com voto plural	41
5.3.4- Garantias para os accionistas	43
5.3.5- Obrigações de clareza e transparência	46
5.4 Análise ao mérito da Directiva	47
Conclusão	49

Bibliografia	51
Webgrafia	54

Siglas e Abreviaturas

al.	Alínea
art.º	Artigo
CE	Comissão Europeia
cfr.	Confrontar
cit.	Citado
CRP	Constituição da República Portuguesa
CVM	Código dos Valores Mobiliários
disp.	Disponível em
DMIF II	Diretiva Mercados de Instrumentos Financeiros
ed.	Edição
ex.	Exemplo
id.	Idem
n.	Nota
nº	Número
OPI	Oferta Pública Inicial
p.	Página
PE	Parlamento Europeu
PME	Micro, Pequenas e Médias Empresas
pp.	Páginas
RMIF	Regulamento Mercados de Instrumentos Financeiros
ROI	Return on Investment
ss.	Seguintes
TFUE	Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia

UE	União Europeia
v.	Vide
vol.	Volume

Introdução

As micro, pequenas e médias empresas desempenham um papel vital no tecido económico, tanto em Portugal como na União Europeia em geral, contribuindo para o emprego, inovação e crescimento económico.

Neste sentido, aprimorar a regulação das PME tornou-se uma questão central para garantir um desenvolvimento sustentável do tecido económico.

As micro, pequenas e médias empresas representam 99% do total de empresas na União Europeia e são responsáveis por dois terços dos empregos no setor privado, desempenhando um papel crucial na criação de riqueza, contribuindo com mais da metade do valor acrescentado das empresas europeias. Por conseguinte, diante dos desafios da pandemia e da guerra na Ucrânia, a preocupação com a recuperação económica na Europa também se estende às PME, reconhecendo-se a sua importância como células essenciais para o desenvolvimento dos Estados-Membros. Neste sentido, têm sido implementadas medidas legislativas e políticas para apoiar essas empresas e garantir a sua resiliência e crescimento contínuo¹.

Ora, com vista a conseguirmos uma perceção plena do tema em apreço, no âmbito do presente estudo procuraremos analisar de forma minuciosa o papel desempenhado pela União Europeia na regulamentação das PME, em especial, considerando a recente proposta de directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às estruturas de acções com voto plural em empresas que procuram admitir à negociação as suas acções num mercado de PME em crescimento.

Assim, procuraremos analisar as características distintivas das PME na União Europeia, apreciando a diversidade e a relevância destas empresas, destacando as suas especificidades, pontos fortes e fracos, com enfoque na importância da regulamentação enquanto facilitador essencial para o desenvolvimento das PME.

Ademais, procuraremos abordar a importância crítica da regulamentação na promoção do crescimento sustentável das PME, analisando como as regulamentações

¹ Cfr. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pt/sheet/63/pequenas-e-medias-empresas>.

eficazes podem criar um ambiente propício para o investimento, inovação e expansão, contribuindo para a estabilidade económica regional e global. Para tal, é essencial examinar o papel da UE na regulamentação das PME, tendo em conta a complexidade e heterogeneidade destas empresas, porquanto as mesmas enfrentam desafios específicos que requerem um quadro regulatório adaptado, motivo pelo qual a Directiva relativa às estruturas de acções com voto plural emerge como um elemento central neste cenário, motivando a análise ao seu impacto potencial.

Tendo em conta todo o exposto, esperamos que, no decorrer do presente estudo, seja possível oferecer uma contribuição significativa para o entendimento do papel da UE na regulamentação das PME, contribuindo para desenvolvimento e regulação sustentável das PME na União Europeia, tendo por base de análise a proposta de directiva relativa às estruturas de acções com voto plural.

1 – Micro, Pequenas e Médias Empresas: Revisão da Literatura

1.1- Esclarecimento de Conceitos

Não obstante existirem diversas definições para resposta ao conceito de micro, pequenas e médias empresas, para efeitos do presente estudo é fundamental estabelecer uma definição clara e precisa, pelo que, embora existam várias interpretações e definições de PME, optamos por adoptar a definição apresentada na Directiva Delegada (UE) 2023/2775 da Comissão Europeia, datada de 17 de outubro de 2023².

A referida directiva operou uma importante revisão da Directiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, especificamente em relação aos critérios de dimensão para as micro, pequenas, médias e grandes empresas ou grupos.

A escolha desta definição baseia-se na sua relevância e autoridade no contexto europeu, a qual reflete os padrões e critérios estabelecidos pela União Europeia para a classificação e caracterização das empresas com base na sua dimensão e volume de negócios.

Creemos que, ao adoptar esta definição, é possível garantir consistência e alinhamento com as normas mais recentes estabelecidos pela UE no que diz respeito às PME.

Ora, neste sentido, cumpre apreciar o art.º 3.º da referida directiva.

O n.º 1 do art.º 3.º da Directiva Delegada (UE) 2023/2775 da Comissão, O Artigo 3.º da Directiva Delegada (UE) 2023/2775 estabelece que, fazendo uso de uma ou várias opções previstas no artigo 36.º da Directiva 2013/34/UE³, os Estados-Membros definem as microempresas como empresas que, à data do balanço, não excedam os limites de pelo menos dois dos três critérios seguintes:

² Cfr. <https://portal.oa.pt/publicacoes/informacao-juridica/uniao-europeia/direito-da-uniao-europeia/comercio-empresas-direito-das-sociedades/micro-pequenas-medias-e-grandes-empresas-ou-grupos/>

³ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32013L0034>.

- a) Total do balanço: 350 000 EUR;
- b) Volume de negócios líquido: 700 000 EUR;
- c) Número médio de empregados durante o período: 10.

Por outro lado, o n.º 2 do referido artigo define como pequenas empresas as empresas que, à data do balanço, não excedam os limites de pelo menos dois dos três critérios seguintes:

- a) Total do balanço: 4 000 000 EUR;
- b) Volume de negócios líquido: 8 000 000 EUR;
- c) Número médio de empregados durante o período: 50.

Sem prejuízo do exposto, a norma prevê ainda que os Estados-Membros podem definir limiares que excedam os limiares indicados nas alíneas a) e b) do primeiro parágrafo, desde que, entanto, esses limiares não excedam os montantes de 6 000 000 EUR para o total do balanço e de 12 000 000 EUR para o volume de negócios líquido.

Por outro lado, as médias empresas vêm previstas no n.º 3, o qual estabelece que se consideram médias empresas as empresas que não sejam microempresas nem pequenas empresas e que, à data do balanço, não excedam os limites de pelo menos dois dos três critérios seguintes:

- a) Total do balanço: 20 000 000 EUR;
- b) Volume de negócios líquido: 40 000 000 EUR;
- c) Número médio de empregados durante o período: 250.

Por último, o n.º 4 do citado artigo esclarece que são entendidas como grandes empresas são empresas que, à data do balanço, excedam pelo menos dois dos três critérios seguintes:

- a) Total do balanço: 20 000 000 EUR;
- b) Volume de negócios líquido: 40 000 000 EUR;
- c) Número médio de empregados durante o período: 250.

Ora, estes critérios proporcionam uma base clara para a identificação e classificação das micro, pequenas, médias e grandes empresas, reconhecendo as suas características distintas e o seu papel na economia.

Neste sentido, ao estabelecer critérios concretos e objetivos, a directiva visa promover uma abordagem consistente na definição de PME em toda a União Europeia, facilitando a compreensão e a análise do seu impacto económico e social.

1.2- Panorama das PME na União Europeia

No que respeita ao impacto e alcance, LEVY e POWELL esclarecem que as micro, pequenas e médias empresas são principalmente influenciadas por três factores-chave: o mercado, a flexibilidade e a inovação, elementos que desempenham um papel crucial no ambiente empresarial das PME, moldando as suas estratégias e desempenho. Neste sentido, a resposta ágil às necessidades do mercado, a capacidade de se adaptarem a mudanças e a busca constante por inovação são elementos fundamentais para o sucesso e crescimento sustentável destas empresas⁴.

Por seu turno, STOREY e CRESSY afirmam que o ambiente competitivo do mercado em que as micro, pequenas e médias empresas operam representa um factor decisivo nas suas hipóteses de sobrevivência, porquanto a alta incerteza do mercado é uma característica comum para a maioria das PME, dado que muitas detêm uma pequena quota de mercado e dependem frequentemente de um ou dois grandes clientes e, como resultado, têm uma influência limitada na determinação dos preços. Devido a tais circunstâncias, as PME geralmente actuam como *price-takers*, aceitando assim os preços ditados pelo mercado, o que pode representar um desafio adicional para a sua estabilidade e crescimento a longo prazo⁵.

De acordo com dados do EUROSTAT, em 2008 havia aproximadamente 23 milhões de empresas registadas na União Europeia. Destas, apenas 43 mil pertenciam à

⁴ Cfr. LEVY e POWELL (2005) – *Strategies for Growth in SMEs*, Information Systems Series

⁵ Cfr. STOREY e CRESSY (1995) – *Small Business Risk: A Firm and Bank Perspective*, Working Paper, SME Centre, Warwick Business School, University of Warwick, UK

categoria de grandes empresas, o que significa que 99,8% das empresas na região europeia eram PME⁶.

Tendo em consideração os dados actualizados do Parlamento Europeu, constatamos que as micro, pequenas e médias empresas constituem actualmente cerca de 99% do total das empresas na União Europeia, sendo por isso as grandes responsáveis pela existência de dois terços dos empregos no sector privado, tendo um peso brutal na criação de riqueza, representando mais de metade do valor acrescentado criado pelas empresas europeias⁷.

Paralelamente, de acordo com o Relatório Especial 2/2020: Instrumento a favor das PME, o Tribunal de Contas Europeu verificou que o referido Instrumento destinado às Pequenas e Médias Empresas tem sido eficaz no apoio ao desenvolvimento dos seus projetos de inovação, e a marca da UE tem contribuído para atrair investimento adicional para essas empresas⁸.

Contudo, é também referido que não foram estabelecidas conexões com os instrumentos financeiros apoiados pela União Europeia que poderiam auxiliar os beneficiários na expansão e na comercialização dos projetos de inovação. Assim, tanto a fase 1 quanto a fase 2 do instrumento têm proporcionado um apoio eficaz às PME, embora a fase 1 apresente custos administrativos desproporcionadamente elevados e, paralelamente, é referido que o processo de seleção e do desenvolvimento dos serviços de aceleração empresarial têm sido prejudicados pela grande quantidade de candidaturas repetidas e pelos recursos limitados disponíveis⁹.

Com um montante financeiro substancial de 3 mil milhões de euros destinado ao período de 2014 a 2020, o Instrumento a favor das Pequenas e Médias Empresas representa uma iniciativa com o propósito específico de impulsionar a inovação no tecido empresarial, especialmente nas PME e empresas na sua fase inicial, o qual foi concebido para abordar uma lacuna crítica no financiamento que muitas vezes impede o progresso

⁶ Cfr. EUROSTAT (2008) – *Indicadores-chave para empresas de economia não financeira*, UE27.

⁷ Cfr. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pt/sheet/63/pequenas-e-medias-empresas>.

⁸ Cfr. <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/smes-innovation-2-2020/pt/#chapter4>.

⁹ *Id.*

dessas empresas, ao mesmo tempo que visa facilitar a transformação de resultados de investigação em produtos e serviços comercializáveis¹⁰.

Além disso, o instrumento a favor das PME visa também estimular a criação de empregos, fomentar a competitividade empresarial e impulsionar o crescimento económico sustentável. Ao assegurar financiamento e apoio específico a estas empresas, procura-se não apenas mitigar as dificuldades de financiamento enfrentadas pelas PME e *start-ups*, mas também criar um ambiente propício à inovação e ao empreendedorismo. Desta forma beneficia-se não apenas as empresas directamente apoiadas, mas propicia-se também o potencial de gerar impactos positivos em toda a economia, alimentando a criação de redes de inovação, promovendo parcerias estratégicas e impulsionando o desenvolvimento de novas soluções que podem contribuir para a resolução de desafios sociais e económicos.

Por tudo o *supra* mencionado, é-nos evidente que todos estes dados traduzem a predominância e extrema importância dadas às PME no cenário económico europeu.

1.3- Desafios das PME no mercado único europeu

Conforme já foi referido, as PME representam a espinha dorsal da economia europeia, constituindo a grande maioria das empresas na UE.

No entanto, se é verdade que as mesmas fomentam o crescimento económico e o emprego, também é verdade que as PME enfrentam desafios específicos que podem limitar o seu desenvolvimento e expansão, tais como restrições de financiamento, barreiras regulatórias e dificuldades de acesso ao mercado único. Conforme salientam BORIN, DONATO e SINAPI, as PME têm de ser bastante criativas na sua abordagem ao mercado e, em especial, ao mercado de financiamento por forma a conseguirem superar as dificuldades inerentes à sua própria condição de PME¹¹.

¹⁰ Cfr. <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/smes-innovation-2-2020/pt/#chapter4>

¹¹ Cfr. BORIN, E., DONATO, F., & SINAPI, C. (2018) – *Financial Sustainability of Small and Medium-Sized Enterprises in the Cultural and Creative Sector: The Role of Funding*, pp. 45-62.

Ora, neste âmbito, o Programa a favor do Mercado Único da União Europeia para o período de 2021-2027 tem como objetivos gerais a melhoria do funcionamento do mercado interno, com foco na protecção e capacitação do público, consumidores e empresas, especialmente as micro, pequenas e médias empresas¹².

Dentro desse programa, existe um orçamento específico de mil milhões de euros destinado a projetos e actividades relacionados com as PME. O principal objetivo é auxiliar estas empresas a enfrentar desafios significativos em termos de competitividade e sustentabilidade no panorama europeu. As acções apoiadas pela componente do programa dedicada às PME também visam promover o empreendedorismo, criar novas oportunidades de negócio (incluindo acesso aos mercados), fortalecer a competitividade dos ecossistemas industriais e desenvolver as cadeias de valor industriais¹³.

Normalmente, os projetos e actividades nesta componente são executados por prestadores de serviços de apoio e outros organismos que colaboram com as PME e alguns desses projetos também oferecem financiamento de terceiros para empresas envolvidas na concepção, teste e implementação de soluções ou serviços.

É importante salientar que o Programa a favor do Mercado Único e a sua componente dedicada às PME não são programas de investimento, pelo que, são outros instrumentos da União Europeia, como o InvestEU e os fundos estruturais, que fornecem suporte ao investimento empresarial¹⁴.

¹² Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/PT/legal-content/glossary/small-and-medium-sized-enterprises.html>.

¹³ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/PT/legal-content/glossary/small-and-medium-sized-enterprises.html>.

¹⁴ *Id.*

2- Papel da União Europeia na Regulamentação de PME

2.1- Evolução das políticas e regulamentação da UE para PME

Conforme já fomos afluando, no contexto económico contemporâneo, as micro, pequenas e médias empresas desempenham um papel crucial no desenvolvimento económico e na promoção da coesão social dentro da União Europeia.

Neste contexto, tendo por base o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia que estabelece a base jurídica para a acção da UE neste domínio e lhe confere competências nesta matéria (art.º 153.º, n.º 2, alínea b); art.º 173.º, n.º 1; art.º 179.º, n.º 2, todos do TFUE¹⁵), a UE reconhece a importância das PME e desempenha um papel fundamental na existência de um ambiente regulatório favorável ao crescimento e estabilidade das referidas empresas. Por conseguinte, verificamos que a União Europeia tem desempenhado um papel de extrema importância na promoção do crescimento e desenvolvimento das micro, pequenas e médias Empresas, motivo pelo qual a evolução das políticas e regulamentações da UE para as PME reflete a preocupação em potenciar o empreendedorismo e a inovação, ao mesmo tempo que se garantem condições equitativas de concorrência no mercado único, assumindo, conforme nos refere CASTEL-BRANCO, o papel de verdadeiro “agente facilitador”¹⁶.

Desde as primeiras iniciativas nos anos 1980 (em que a preocupação fundamental era a promoção do mercado único europeu)¹⁷ até aos dias de hoje, a UE tem vindo a adoptar uma série de medidas para apoiar as PME.

¹⁵ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT>.

¹⁶ Cfr. CASTEL-BRANCO, C. (2011) – *Políticas de investimento público para o crescimento*. Seminário do Governo de Moçambique, em colaboração com o DFID, FMI e Banco Mundial.

¹⁷ Cfr. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pt/sheet/61/principios-gerais-da-politica-industrial-da-ue>.

2.2- Iniciativas de apoio ao crescimento das PME

Conforme plasmado nos tratados, as iniciativas de apoio da União Europeia ao crescimento das micro, pequenas e médias empresas constituem um pilar fundamental da política económica comunitária.

Neste sentido, reconhecendo o papel vital que as PME desempenham na dinamização da economia e na criação de emprego, a União Europeia tem implementado diversas medidas e programas para promover o seu desenvolvimento sustentável.

Assim, no ano 2000 tivemos a aprovação da Carta Europeia das Pequenas Empresas durante a reunião do Conselho “Assuntos Gerais”, que teve lugar em Lisboa, a 13 de junho de 2000. Esta Carta foi posteriormente aprovada pelo Conselho Europeu de Santa Maria da Feira, nos dias 19 e 20 de junho do mesmo ano e sugere que os governos concentrem os seus esforços estratégicos em várias áreas de actuação que são crucialmente importantes para o ambiente em que as pequenas empresas operam¹⁸.

Mais tarde, em março de 2008 tivemos o reconhecimento oficial pelo Conselho Europeu relativamente à importância das Pequenas e Médias Empresas na economia europeia, tendo desde logo manifestado o seu compromisso com um futuro normativo que regulamentasse as PME na Europa e enfatizou a necessidade urgente da sua rápida implementação¹⁹.

Em junho de 2008, tivemos a Comunicação final da Comissão Europeia ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões - COM (2008) 394 final - por via da qual se afirmou expressamente que “[a] nossa capacidade para utilizar o potencial de crescimento e inovação das pequenas e médias empresas (PME) será, por isso, decisiva para a prosperidade futura da UE. Num contexto global em permanente mutação, caracterizado por mutações estruturais contínuas e pressões concorrenciais acentuadas, o papel das PME na nossa sociedade passou a ser ainda mais importante enquanto fornecedores de oportunidades de emprego e agentes-chave do bem-estar das comunidades locais e regionais. O dinamismo das PME

¹⁸ Cfr. https://www.europarl.europa.eu/summits/fei2_pt.htm.

¹⁹ Cfr. <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7652-2008-REV-1/en/pdf>.

tornará a Europa mais robusta para fazer face à incerteza que pesa sobre o mundo globalizado de hoje”²⁰, manifestando assim, uma vez mais, o compromisso europeu com as PME.

Esta comunicação estabeleceu a chamada Lei das Pequenas Empresas ou Small Business Act, de Julho de 2008²¹, por via da qual foi criado um Quadro Estratégico Abrangente para a União Europeia e os seus Estados-Membros, estabelecendo-se metas, objetivos e directrizes comuns para orientar o desenvolvimento e a cooperação dentro da UE e entre os seus Estados-Membros²².

Em concreto, a Lei das Pequenas Empresas foi concebida com o objetivo de criar um ambiente propício ao surgimento e desenvolvimento dos empresários e das empresas familiares, onde o empreendedorismo seja incentivado e recompensado, fundamentando-se em princípios essenciais que visam garantir oportunidades aos empreendedores, priorizar as necessidades das pequenas empresas na formulação de regras e regulamentos, agilizar a resposta da Administração Pública às necessidades das PME e ainda adaptar as políticas públicas para atender às suas especificidades. Além disso, o Small Business Act visa facilitar o acesso das PME ao financiamento, criar um ambiente propício para pagamentos pontuais nas transações comerciais, ajudar as empresas a aproveitar as oportunidades do mercado único, promover a inovação e o desenvolvimento de *skills*, permitir que as PME transformem desafios ambientais em oportunidades de negócio e ainda apoiar o crescimento dos mercados, incentivando ativamente o crescimento e a expansão das PME²³.

Conforme se afere dos diversos pontos apresentados, um aspeto bastante interessante desta comunicação é o estabelecimento do princípio “Pense Pequeno Primeiro”, o qual sugere que, ao serem elaboradas novas leis e regulamentos para os serviços públicos, deve-se considerar prioritariamente o impacto sobre as PME, o que

²⁰ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=celex:52008DC0394>.

²¹ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0394:FIN:en:PDF>.

²² Cfr. <https://www.dgae.gov.pt/servicos/politica-empresarial/competitividade/small-business-act.aspx>.

²³ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=celex:52008DC0394>.

implica que as autoridades devem levar em conta as necessidades e realidades das PME ao estabelecer as suas políticas, assegurando que não haja barreiras injustas ou desnecessárias para as referidas empresas, tendo em consideração as suas especificidades.

Já em dezembro de 2013 veio a ser aprovado o Regulamento (UE) n.º 1287/2013, que institui o Programa para a Competitividade das Empresas e das Pequenas e Médias Empresas (COSME) para o período 2014-2020²⁴.

Com um orçamento de 2,3 mil milhões de EUR para este período, o COSME teve como principais objetivos melhorar o acesso das PME ao financiamento, tanto através de capital próprio como de empréstimos. Para tal, são implementados mecanismos de investimento directo na fase de crescimento das empresas e de garantias de empréstimos que cobrem os riscos junto dos intermediários financeiros, com um montante de 1,3 mil milhões de EUR destinados a instrumentos financeiros²⁵.

Além disso, o referido programa visa melhorar o acesso ao mercado dentro da União Europeia e a nível global, prestando serviços de apoio orientados para o crescimento empresarial através da rede europeia de empresas, facilitando assim a expansão das empresas participantes e, por outro lado, o COSME também procura promover o empreendedorismo, especialmente entre novos empreendedores, através do desenvolvimento de competências e comportamentos empresariais, visando incentivar o surgimento de novos negócios e impulsionar a atividade económica e a inovação no contexto europeu²⁶.

2.3- Avaliação de impacto da União Europeia na regulamentação das PME

Conforme decorre da análise dos diferentes instrumentos jurídicos atrás referidos, cremos que o “saldo” do impacto da União Europeia na regulamentação das PME é

²⁴ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:347:0033:0049:PT:PDF>.

²⁵ *Id.*

²⁶ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:347:0033:0049:PT:PDF>.

bastante positivo, desempenhando um papel significativo nas micro, pequenas e médias empresas.

A União tem implementado uma série de iniciativas para promover o crescimento e a competitividade das PME, com a criação de programas de financiamento que têm como objetivo fornecer apoio financeiro e técnico às PME para estimular a inovação, a investigação e o acesso a mercados internacionais. Paralelamente, a UE tem trabalhado na simplificação de regulamentos e na redução da burocracia, facilitando assim o acesso e permanência no mercado para as PME.

Sem prejuízo do exposto, cumpre salientar que também existem desafios e críticas em relação à regulamentação da UE sobre as PME.

Em primeiro lugar, o grande desafio prende-se com a dificuldade interpretativa dos normativos europeus e, bem assim, conforme nos salienta HEITZ, temos a grande onerosidade da apreciação dos mesmos por parte de PME, algumas com poucos recursos económicos para competirem na interpretação jurídica dos normativos, ficando assim prejudicadas na eventual maximização de ganhos²⁷.

Em segundo lugar, as mudanças frequentes nas políticas da UE podem criar incerteza e dificultar a capacidade das PME de se adaptarem rapidamente.

²⁷ Cfr. HEITZ, H. (2019) – *Financing SMEs in the EU: Challenges and Opportunities*. New Models of Financing and Financial Reporting for European SMEs.

3- Dificuldades de financiamento das PME

Associado a um dos aspetos atrás enunciados, conforme nos referem SÍLVIA ANGILELLA e SEBASTIANO MAZZÙ, uma das grandes dificuldades das PME face às grandes empresas prende-se com os maiores custos/dificuldades no acesso ao financiamento²⁸.

É que, embora – conforme já se analisou – tenham um enorme peso na economia da União Europeia, WAN-JIA salienta que as PME encontram várias barreiras no que toca ao financiamento, desde logo, por não terem acesso às mesmas fontes de capital, ou pelo menos nos mesmos termos, que empresas de maiores dimensões²⁹. Como sabemos, este é um tema de grande relevância no mercado, pois o acesso a financiamento adequado é crucial para o desenvolvimento e sustentabilidade destas empresas, sendo certo que, nas palavras de GERT WEHINGER, apesar de, por vezes, a dificuldade no acesso ao financiamento ser maior que noutros momentos em geral, é no entanto – independentemente do cenário conjuntural – sempre maior para as PME³⁰.

A concentração das PME numa só fonte de financiamento, tendencialmente o financiamento bancário (como analisaremos à frente), além de criar uma enorme perda de oportunidade, apresenta-se como um risco para o próprio sistema financeiro. Daqui surgiu a necessidade, principalmente depois da crise do *subprime*, de implementar medidas que garantissem de forma mais consistente a liquidez dos bancos.

²⁸ Cfr. ANGILELLA, Sílvia e MAZZÙ, Sebastiano (2013) – *The financing of innovative SMEs: A multicriteria credit rating model*. Eur. J. Oper. Res., 244, pp. 540-554.

²⁹ Cfr. WAN-JIA, Y. (2005) – *Analysis on Game Theory of Credit Difficulty of Medium and Small Enterprises*. Journal of Zhengzhou Institute of Aeronautical Industry Management.

³⁰ Cfr. WEHINGER, Gert (2013) – *SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature*. Oecd Journal: Financial Market Trends, pp. 115-148.

3.1- Financiamento bancário

Dentro dos mecanismos de financiamento mais utilizados pelas PME, o que revela maior predominância é o financiamento bancário.

No entanto, embora seja o meio de financiamento mais acessível para estas empresas, é notória a discrepância em termos de condições a que as PME estão sujeitas, quando comparadas com as empresas de grande dimensão³¹.

No que diz respeito à dificuldade de acesso ao financiamento bancário, as pequenas e médias empresas enfrentam uma série de desafios significativos que as deixam à partida numa posição de desigualdade.

Esta disparidade pode ser explicada por vários factores.

Conforme afirma taxativamente LIN, uma das principais razões é a assimetria de histórico entre as empresas de maiores dimensões e as PME. Uma empresa de grandes dimensões terá, tendencialmente, um maior historial de crédito bancário que possa servir de base para a análise por parte das instituições financeiras, permitindo aferir com mais rigor o risco que um novo empréstimo representa, bem como o cumprimento esperado³².

Neste sentido, as PME muitas vezes têm dificuldade em apresentar garantias suficientes para assegurar o crédito necessário. Os bancos geralmente exigem garantias tangíveis, como imóveis ou equipamentos, o que pode ser um obstáculo para empresas que não possuem esses ativos ou que têm ativos insuficientes para cobrir o montante do empréstimo desejado. Além disso, as PME podem enfrentar dificuldades devido à sua estrutura de capital e à falta de capital próprio. Os bancos tendem a preferir empresas com uma estrutura de capital equilibrada e com uma percentagem significativa de capital

³¹ Cfr. BORIN, E., DONATO, F., & SINAPI, C. (2018) – *Financial Sustainability of Small and Medium-Sized Enterprises in the Cultural and Creative Sector: The Role of Funding*, pp. 45-62.

³² Cfr. LIN, P. (2012) – *Game Analysis of SME Financing*. *Journal of Financial Risk Management*, 1, pp. 64-67.

próprio, o que pode ser um desafio para as PME que dependem fortemente de financiamento externo.

Além disso, BECK, DEGRYSE, HAAS e HOREN destacam que, devido à sua longa trajetória, frequentemente as grandes empresas estabelecem vínculos de proximidade e confiança com as instituições financeiras, o que pode resultar em concessões de crédito com base nessa relação³³. Nestas situações, o banco considera não só a avaliação de crédito convencional baseada em dados quantitativos, mas também aspectos como a confiança, o histórico da interação com o beneficiário de empréstimo, a fidelidade do cliente, entre outros. Conforme destacado por SETTE e GOBBI, esse tipo de financiamento está mais associado à longevidade, uma característica mais comum em empresas de grande porte do que em PMEs³⁴.

Para abordar essa disparidade no acesso à informação entre grandes empresas e micro, pequenas e médias empresa, é válido notar que as primeiras frequentemente são empresas de capital aberto, cotadas em bolsa, enquanto que as PME geralmente não desfrutam desse estatuto. Por exemplo, no contexto de uma Oferta Pública Inicial, as empresas são obrigadas a divulgar informações relevantes ao público. Como apontado por SHERRILL SHAFFER e TATYANA SOKOLYK, essa divulgação, mesmo que indirectamente, pode funcionar como uma externalidade positiva, ajudando a mitigar a assimetria de informação enfrentada pelos bancos e outros credores ou partes interessadas externas³⁵. Por outro lado, cumpre salientar que, após a crise do *subprime*³⁶, a União Europeia implementou normas mais rigorosas para regular as instituições financeiras a nível micro-prudencial, utilizando principalmente o conjunto de regulamentos conhecido

³³ O chamado *relationship lending*.

³⁴ Cfr. SETTE, E., & GOBBI, G. (2015) – *Relationship lending during a financial crisis*. Journal of the European Economic Association, 13, pp. 453-481.

³⁵ Cfr. SHAFFER, Sherrill and SOKOLYK, Tatyana (2013) – *Bank Loans to Newly Public Firms*, The Journal of Entrepreneurial Finance 16(2), p. 38.

³⁶ Para mais desenvolvimentos, vide DYMSKI, G. (2009) – *Racial Exclusion and the Political Economy of the Subprime Crisis*. Historical Materialism, 17, pp. 149-179.

como Basileia III³⁷. Assim, para reforçar a estabilidade financeira dos bancos e aprimorar a sua gestão de riscos, o financiamento bancário para pequenas e médias empresas tornou-se mais oneroso para os bancos (com requisitos de capital mais rigorosos, uma avaliação de risco de crédito mais detalhada, entre outros). Por esse motivo, os bancos começaram a imputar esses custos por meio de taxas de juros mais elevadas ou critérios mais restritos para a concessão de empréstimos.

Neste sentido, HEITZ observa que o financiamento bancário é mais caro para PME devido ao risco elevado associado, especialmente no início das operações³⁸, que é exactamente o momento em que estas empresas mais precisam de financiamento.

3.2- Financiamento através de Equity

Conforme nos referem FENN, LIANG e PROWSE, o financiamento através de *equity*, ou seja, por recurso ao capital privado é uma fonte importante de obtenção de fundos para empresas que precisam de uma força extra para se desenvolverem, designadamente empresas privadas do mercado intermédio, empresas em dificuldades financeiras e até empresas públicas que procuram financiamento para aquisições³⁹. Neste enquadramento, JUSTIN ROBERTSON especifica que, no financiamento através de *equity*, os fundos de *private equity* são compostos por empresas que adquirem participações noutras empresas e que as pretendem vender com fins lucrativos após alguns anos⁴⁰.

Ora, o financiamento através de *equity* – ou seja, a obtenção de financiamento através da compra de capital social ou acções de uma empresa – é uma opção comum

³⁷ Cfr. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/regulatory/html/index.pt.html>.

³⁸ Cfr. HEITZ, H. (2019) – *Financing SMEs in the EU: Challenges and Opportunities*. New Models of Financing and Financial Reporting for European SMEs.

³⁹ Cfr. FENN, G., LIANG, N., & PROWSE, S. (1997) – *The Private Equity Market: An Overview*. Financial Markets, Institutions and Instruments, 6, pp. 100-106.

⁴⁰ Cfr. ROBERTSON, Justin (2009) – *Private Equity Funds*. New Political Economy, 14, pp. 545 a 555.

para muitas organizações, especialmente as startups e as empresas em fase de crescimento. Assim, esta via é uma forma prática de se angariar financiamento para uma empresa, na qual os investidores adquirem uma participação acionista no negócio em troca do capital investido.

Esta modalidade tem várias vantagens.

Em primeiro lugar, para os proprietários da empresa, uma das principais vantagens do financiamento é a ausência de obrigações de reembolso.

Ao contrário do financiamento por via do acesso a dívida bancária, onde os empreendedores têm de pagar juros, reembolsar o capital dentro de prazos específicos e estar sujeitos aos riscos das actividades desenvolvidas, o financiamento por *equity* não gera dívida⁴¹. Em vez disso, os investidores tornam-se parceiros no negócio e partilham os riscos e recompensas da empresa, aspecto que reduz a pressão financeira sobre a mesma, especialmente em fases iniciais, quando os fluxos de caixa podem ser irregulares⁴².

Além disso, conforme salientam FENN e LIANG, o financiamento através de *equity* pode trazer outros benefícios adicionais, como acesso a conhecimento, uma vez que os investidores de capital próprio têm associada uma experiência e competências próprias que podem ajudar a orientar o negócio e a enfrentar desafios específicos⁴³.

Para além disso, a rede de contactos destes investidores pode abrir portas a novas oportunidades de negócio, auxiliar na criação parcerias estratégicas ou até mesmo na obtenção de potenciais clientes.

⁴¹ FERREIRA, Abel Sequeira, MARTINS, José Pedro e GUINÉ, Orlando Vogler (2019) - *Breve nótula sobre duas propostas da AEM em matérias de votos dos acionistas*, Acionistas e Governação das Sociedades, Almedina, p. 172

⁴² Cfr. FENN, G., LIANG, N., & PROWSE, S. (1997) – *The Private Equity Market: An Overview*. Financial Markets, Institutions and Instruments, 6, pp. 100-106.

⁴³ Cfr. FENN, G. e LIANG, N. (1998) – *New resources and new ideas: Private equity for small businesses*. Journal of Banking and Finance, 22, 1077-1084.

Por outro lado, STEPHEN PROWSE afirma que, para os investidores, o financiamento através de *equity* oferece a oportunidade de obter retornos significativos sobre o seu investimento, pois, ao adquirirem uma participação na empresa, beneficiam do crescimento do negócio e da valorização das suas acções ao longo do tempo. Assim, se a empresa tiver sucesso e for lucrativa, os investidores poderão mais tarde vender as suas participações a um preço mais elevado do que o inicialmente investido, realizando assim lucro⁴⁴. Além disso, MILNER e VOS salientam que o financiamento através de *equity* permite aos investidores diversificar o seu portefólio, investindo em várias empresas em diferentes setores e estágios de desenvolvimento, reduzindo o risco global do seu investimento e aumentando as suas hipóteses de obter bons ROI (Return on Investment⁴⁵)⁴⁶.

Como desvantagens do acesso a este mecanismo de financiamento, BRADFORD e SMITH salientam a diluição da participação dos fundadores ou dos acionistas das empresas, uma vez que, ao serem emitidas novas participações para investidores externos, os proprietários originais da empresa veem a sua quota de propriedade diluída, o que pode levar a uma perda de controlo sobre a gestão da empresa⁴⁷, impacto que será ainda mais forte no casos das PME.

Neste sentido, PETER G. KLEIN, afirma que o financiamento por recurso à *private equity* transforma os investidores em gestores ativos e faz com que estes se comportem como proprietários, mas também tem custos como restrições à procura de oportunidades de forma autónoma pelos proprietários originais⁴⁸.

⁴⁴ Cfr. PROWSE, S. (1995) – *The economics of the private equity market*. Staff Studies.

⁴⁵ Para mais desenvolvimento, vide <https://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestment.asp>.

⁴⁶ Cfr. MILNER, F., & VOS, E. (2003) – *Private Equity*, 5, 51 - 65.

⁴⁷ Cfr. BRADFORD, T., & SMITH, R. (1997) – *Private Equity: Sources and Uses*. Journal of Applied Corporate Finance, 10, pp. 89-97.

⁴⁸ Cfr. KLEIN, P., CHAPMAN, J., & MONDELLI, M. (2013) – *Private Equity and Entrepreneurial Governance: Time for a Balanced View*. CGN: Private Equity Firms (Including VC & Buyout Firms) (Topic).

Além disso, de acordo com CHRISTOPH SCHEUPLEIN, o recurso ao capital privado é uma forma de financiamento em que as empresas se tornam mercadorias, conduzindo à incerteza, a múltiplas aquisições e a mudanças na gestão societária⁴⁹, para além de, como salienta YU XIAO, ser um processo que pode ser moroso e complexo, pois envolve a negociação de termos e condições com potenciais investidores, a realização de *due diligence* e a preparação de documentos legais detalhados, como acordos de investimento e pactos sociais⁵⁰. Ora, esta burocracia pode consumir tempo e recursos significativos da empresa, impacto que – como já referimos – será mais forte no caso das PME.

⁴⁹ Cfr. SCHEUPLEIN, Christoph (2019) – *Private equity as a commodification of companies: the case of the German automotive supply industry*. Journal of Economic Policy Reform, 24, pp. 472 - 487.

⁵⁰ Cfr. XIAO, Yu (2023) – *Private Equity as an Effective Tool for Capital Raising: Legal Risks and Countermeasures*. Lecture Notes in Education Psychology and Public Media.

4- Votos plurais

4.1- Esclarecimento conceptual

Com vista a entendermos o significado de votos plurais, cumpre apreciar os normativos legais aplicáveis.

E, neste âmbito, rege o Código dos Valores Mobiliários.

Ora, dentro do capítulo “direito de voto em emitentes de ações admitidas à negociação”, sob a epígrafe “voto plural”, prevê o n.º 1 do art.º 21.º-D do referido Código dos Valores Mobiliários que “As sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral podem emitir ações com direito especial ao voto plural, até ao limite de cinco votos por cada ação”⁵¹. Paralelamente, o n.º 2 do referido artigo estabelece que o previsto no n.º 1 é igualmente aplicável a sociedades que condicionem quer a emissão quer a conversão em ações com aquele direito especial de admissão à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral das respetivas ações ordinárias⁵².

Por outro lado, de acordo com o n.º 2 do art.º 21.º-D do referido Código dos Valores Mobiliários, verificamos que estas regras também se aplicam a empresas que condicionam a emissão ou a conversão de ações com este direito especial à sua admissão para negociação em mercados regulamentados ou em sistemas de negociação multilateral das suas ações ordinárias.

Em termos estritamente formais, o n.º 3 vem dispor que a deliberação de aumento de capital por via da emissão de ações com direito ao voto plural ou ainda de conversão de ações ordinárias em ações com este direito carece de aprovação pela maioria legalmente prevista para a alteração do contrato de sociedade das sociedades anónimas e, por seu turno, o n.º 4 prevê que “A conversão em ações com direito especial ao voto plural

⁵¹ Cfr. <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1999-34575175>.

⁵² *Id.*

observa, com as necessárias adaptações, o disposto no artigo 344.º do Código das Sociedades Comerciais”⁵³.

Por último, o n.º 5 do referido art.º 21.º-D do CVM estabelece que “Sem prejuízo de outras matérias previstas nos estatutos da sociedade, o voto plural não pode ser exercido nas deliberações relativas a exclusão voluntária de negociação, nos termos do artigo 251.º-F, aplicando-se a regra estatutária do direito de voto inerente às ações ordinárias”⁵⁴.

Significa isto que, além de outras situações previstas no pacto social, o voto plural não pode ser utilizado nas decisões relacionadas com a exclusão voluntária das acções da negociação. Nessas situações, aplica-se a regra estatutária do direito de voto das acções ordinárias.

Ora, com o alargamento do número de proprietários da empresa na sequência da emissão de novas participações sociais, os (até então únicos) sócios começam a ver diluídas as suas participações.

Inicialmente, as emissões de capital podem ser realizadas sem levar os fundadores a perder o controlo da empresa. Contudo, à medida que a empresa cresce e requer mais investimento, os fundadores podem deparar-se com a decisão de capitalizar a empresa ou manter a sua participação maioritária.

4.2- Benefícios

Os votos plurais nas micro, pequenas e médias empresas representam uma medida de grande importância no contexto jurídico e empresarial, trazendo consigo diversos benefícios para a gestão e desenvolvimento. Embora seja possível que alguns dos emitentes que escolhem estas estruturas de acções o façam simplesmente para manter a

⁵³ Cfr. <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1999-34575175>.

⁵⁴ Cfr. <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1999-34575175>.

empresa sobre o seu controlo, a verdade é que muitas vezes são invocadas razões práticas para essa escolha.

Em concreto, verificamos que a atribuição de votos plurais possibilita a concessão a determinados acionistas de direitos de voto superiores à sua participação no capital social.

Este aspeto poderá trazer diversos benefícios.

Em primeiro lugar, JOSÉ FERREIRA GOMES afirma que o estabelecimento do voto plural pode incentivar a revitalização do nosso mercado de capitais, trazendo mais empresas para a bolsa nacional e, na medida em que, ao limitar a diluição do papel dos empreendedores no âmbito dos aumentos de capital, constitui um passo importante nesse sentido, possibilitando manter o controlo do projeto desta forma financiado⁵⁵.

Neste sentido, estamos perante o superar dos receios salientados por MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, a qual afirma que antigamente se entendia que o voto plural poderia consubstanciar uma brecha para a actuação ilegítima por parte dos seus titulares, temendo-se que o sócio controlador, ou seja, o sócio titular voto plural, pudesse passar a guiar-se apenas pelos seus próprios interesses, em prejuízo da sociedade e dos demais sócios⁵⁶.

Por outro lado, JORDAN destaca a importância de os administradores se focarem na estratégia a longo prazo da empresa, porquanto, ao manterem a posição maioritária na administração ficam livres da pressão do mercado a curto prazo de apresentar resultados no imediato aos restantes acionistas e afastam igualmente o risco de serem adquiridos por outra empresa (concorrente ou não) de maior dimensão⁵⁷. Desta forma, é importante

⁵⁵ Cfr. GOMES, José Ferreira (2022) – *Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas*, Revista de Direito Comercial, Liber Amicorum, p. 339.

⁵⁶ Cfr. OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de (2015) – *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, RDS VII, Vol. 2, p. 437.

⁵⁷ Cfr. JORDAN, B. D. (2016) – *Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure*, Journal of Corporate Finance 41, p. 309. No mesmo sentido CÂMARA, Paulo (2019) -

entender se há vantagens reais para uma empresa escolher uma estrutura de acções sobre a outra. Comparar o desempenho de empresas com diferentes estruturas de acções com aquelas onde cada acção possui um voto pode ajudar nessa análise. Ora, isto interessa tanto aos acionistas que estejam a planear uma Oferta Pública Inicial quanto aos investidores que procurem empresas com boa relação risco-retorno. No entanto, algumas empresas são tão eficientes e lucrativas que os investidores não se preocupam com direitos de voto. A título de exemplo, temos o caso da Google, cujas acções da classe C não conferem direito de voto⁵⁸.

Conforme referido por JAY RITTER, é nas empresas de tecnologia que se observa uma expansão no uso de acções com direitos de voto plural⁵⁹. Por seu turno, DIMITRIS MELAS argumenta que é desafiador distinguir o desempenho positivo de uma empresa devido à presença de acções com direitos de voto plural, mantendo o controlo com os fundadores, do desempenho influenciado por características específicas do setor em que a empresa actua⁶⁰. Embora o aumento de valor das empresas com essas características seja mais evidente a curto e médio prazo no setor de tecnologia, também observamos esse crescimento em empresas de outros setores da economia⁶¹.

Por último, cumpre referir que MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA enuncia o papel do voto plural nas sociedades cotadas, enquanto categoria de verdadeiras acções de lealdade, as quais, na sequência de um período sem mudança de titularidade,

Governança societária e influência acionista: sinais de mudança, Acionistas e Governança das Sociedades, Almedina, pp. 30-31

⁵⁸ Cfr. <https://www.sproutfi.com/pt-BR/insights/googl-x-goog-diferentes-classes-acoas/>.

⁵⁹ Cfr. RITTER, Jay R.; “*Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2022*”.

⁶⁰ MELAS, Dimitris – *Putting the spotlight on Spotify: Why have stocks with unequal voting rights outperformed*

⁶¹ Cfr. RITTER, Jay R.; “*Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2022*”.

iriam passar a contar como voto plural na modalidade de voto duplo⁶². Neste sentido, JORGE BRITO PEREIRA “A revisão do papel dos acionistas no governo das sociedades, orientada no sentido do que se denomina *shareholder-driven corporate governance*, está intimamente ligada às alterações sentidas nas últimas décadas que têm ajudado a pôr em causa a visão clássica da geografia do corporate governance dos dois lados do Atlântico”⁶³.

4.3- Possíveis custos e riscos

Quanto às desvantagens deste tipo de mecanismo, ao manter o controlo da empresa nas mãos dos administradores, sem a possibilidade de alterar a sua posição, a empresa pode estar sujeita a certos riscos que vamos analisar agora.

Em primeiro lugar, JAY RITTER enuncia o perigo de os administradores e sócios maioritários retirarem benefícios privados⁶⁴. Ora, dado que os administradores com a maioria dos votos têm uma participação desproporcional no capital da empresa, tal pode levar ao risco de “*moral hazard*”, já que as suas perdas potenciais são menores quando comparadas com a sua influência nas decisões.

Passando ao caso português, segundo JORGE BRITO PEREIRA, o risco de apropriação de benefícios privados por parte dos accionistas em posição de controlo é evidente, traduzindo-se em perda de valor tanto para esses accionistas como para a empresa⁶⁵. Esse risco agravar-se-á se esta posição de controlo não for acompanhada de

⁶² Cfr. OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de (2015) – *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, RDS VII, Vol. 2, pp. 437 ss..

⁶³ Cfr. BRITO, Jorge Pereira (2021) – *A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima*. Dissertação de doutoramento, Universidade Católica Portuguesa, p. 400.

⁶⁴ Cfr. MASULIS, R., WANG, C., XIE, F. (2009) – *Agency problems at dual-class companies*; Journal of Finance 64(4), pp. 1705-1708.

⁶⁵ BRITO, Jorge Pereira (2021) – *A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima*. Dissertação de doutoramento, Universidade Católica Portuguesa, pp. 73-74

perdas em caso de insucesso, uma vez que, atendendo à natureza das acções com votos plurais, existe uma discrepância entre o nível de decisão e a proporção de capital social detido.

Estando os riscos directamente relacionados à discrepância na participação do capital, tal poderá levar a decisões que resultam em perda de valor para a empresa, sem que os accionistas em posição de controlo não sofrem a totalidade das suas decisões que não sejam bem sucedidas. Isto representa, igualmente, um prejuízo para os restantes accionistas.

Ainda que este tipo de desvantagem se verifique sempre que existe um accionista em posição de controlo, o facto de esse controlo não representar uma igual proporção no capital detido, pode intensificar o risco.

Neste contexto, AURELIO GURREA-THEORY destaca que algumas perdas de valor podem resultar em custos de oportunidade para investidores e para a sociedade em geral, especialmente quando uma estratégia de gestão é seguida sem considerar alternativas mais vantajosas⁶⁶.

Por um lado, os administradores podem estar mais protegidos das pressões do mercado, mas também podem estar menos inclinados a fazer escolhas que contradigam o plano inicialmente estabelecido, mesmo que tais escolhas possam levar à maximização do valor da empresa.

Ora, estes factores geraram nas empresas a necessidade de se encontrar um ponto de equilíbrio, motivo pelo qual cada vez mais empresas optam por cláusulas que limitam os direitos especiais de voto das suas acções.

⁶⁶ Cfr- GURREA-THEORY, Aurelio (2021) – *Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate*, European Business Organization Law Review, pp. 1705-1708.

5- Análise da Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às estruturas de acções com voto plural em empresas que procuram admitir à negociação as suas acções num mercado de PME em crescimento

5.1- Origens e contexto da proposta de directiva

Conforme nos refere PAUL VAN TIGCHELT, “As PME são a espinha dorsal da economia europeia e necessitam de um bom acesso aos mercados financeiros para crescerem, progredirem e criarem emprego. A directiva relativa às estruturas de acções com voto plural vai aumentar a carteira de opções financeiras à disposição das PME, tornando o acesso aos mercados mais fácil, mais seguro e mais adaptado ao seu modelo de negócio. Ao mesmo tempo, vai tornar os mercados de capitais da UE mais atrativos e competitivos”⁶⁷.

Ora, anteriormente, a Directiva Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF II)⁶⁸ e o Regulamento Mercados de Instrumentos Financeiros (RMIF)⁶⁹ possibilitaram a criação de “mercados de PME em crescimento”, que são plataformas de negociação que ajudam as PME a obter capital. No entanto, muitos empresários hesitam em listar as suas empresas nesses mercados por medo de perder o controlo devido à entrada de novos accionistas. Por conseguinte, uma solução possível para este problema é a utilização de estruturas de acções com voto plural, que permitem aos acionistas com participação de controlo (ou seja, os fundadores das empresas) terem mais votos por acção do que os novos investidores.

Assim, na base da proposta da Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às estruturas de acções com voto plural em empresas que procuram admitir à negociação as suas acções num mercado de PME em crescimento esteve a vontade de se

⁶⁷ Cfr. <https://www.consilium.europa.eu/pt/press/press-releases/2024/02/01/multiple-vote-share-structures-council-and-parliament-adopt-provisional-agreement-to-ease-smes-access-to-finance/>.

⁶⁸ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>.

⁶⁹ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/PT/legal-content/summary/markets-in-financial-instruments-regulation-mifir.html>.

promover o crescimento e a vitalidade das pequenas e médias empresas na Europa. Actualmente, em alguns Estados-Membros é permitido o uso de estruturas de acções com voto plural, enquanto que em outros as mesmas são proibidas. Por conseguinte, a directiva tem como objetivo diminuir as disparidades para as empresas que procuram captar recursos nos mercados de PME em crescimento, estabelecendo uma harmonização mínima no mercado único para eliminar os obstáculos ao acesso a estes mercados decorrentes de barreiras regulamentares.

5.2- Objectivos subjacentes

Conforme plasmado na exposição de motivos da proposta, “as características do ecossistema que determinam o custo dos serviços de admissão à cotação, a instabilidade geopolítica, o Brexit, a COVID-19, a política do banco central e a inflação tiveram (e continuarão a ter) repercussões na decisão de uma empresa de ser eventualmente admitida à cotação, quando e onde proceder à admissão à cotação e na possibilidade de continuar a ser uma empresa cotada na UE”⁷⁰. Ora, é neste enquadramento que, no que respeita aos objetivos subjacentes à proposta de directiva em questão, verificamos que a mesma visa incentivar os proprietários de empresas, especialmente os das PME, a listarem as suas acções em mercados de PME em expansão. Assim, é parte fundamental da directiva a possibilidade de utilizar estruturas de acções com direitos de voto diferenciados, o que permite os accionistas fundadores manterem um controlo significativo sobre as suas empresas, mesmo após a listagem⁷¹.

Estas estruturas de acções com voto diferenciado podem ser uma ferramenta importante, pois visa possibilitar que os accionistas que criaram a empresa possam preservar a sua influência e a tomada de decisões dentro da empresa, mesmo com a entrada de novos acionistas, o que é particularmente relevante em mercados em crescimento, onde a manutenção do controlo pode ser crucial para o desenvolvimento e

⁷⁰ Cfr. <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-16168-2022-INIT/pt/pdf>.

⁷¹ Cfr. <https://www.consilium.europa.eu/pt/press/pressreleases/?dateTo=2024%2F02%2F29&filters=1648&Page=2>.

sucesso contínuo da empresa. Além disso, a referida proposta de directiva também visa garantir que os direitos dos novos acionistas sejam protegidos, introduzindo garantias específicas para assegurar que tenham voz e participação adequadas nas decisões societárias, factor essencial para promover a confiança dos investidores e garantir um ambiente justo e transparente para todas as partes envolvidas⁷².

Neste sentido, podemos afirmar que a proposta em causa consubstancia um compromisso para impulsionar o empreendedorismo e o crescimento das PME na Europa, ao mesmo tempo em que visa equilibrar as relações e proteger os interesses de todas as partes envolvidas no processo de listagem e negociação de acções. A proposta de directiva vem garantir um alcance para além dos mercados das PME em crescimento, abrangendo outros setores e, além disso, define as salvaguardas essenciais para os investidores que aderem a uma estrutura de acções com voto plural, estabelecendo as normas de transparência indispensáveis para este tipo de empresas.

5.3- Principais medidas concretas propostas

Conforme nos refere JOSÉ FERREIRA GOMES, “O voto plural não é uma solução mágica que, por si, permita resolver os muitos problemas sentidos no financiamento das sociedades no mercado. Seguramente, não determinará, só por si, a revitalização do nosso mercado bolsista, nem sequer um crescimento significativo de outros mercados, como o do capital de risco. É, ainda assim, um passo há muito reclamado pela generalidade dos agentes económicos do mercado”⁷³.

Em concreto, a proposta faz parte de um conjunto de medidas para tornar os mercados de capitais da UE mais atrativos para as empresas e facilitar o acesso das PME

⁷² Cfr. <https://www.consilium.europa.eu/pt/press/press-releases/2024/02/01/multiple-vote-share-structures-council-and-parliament-adopt-provisional-agreement-to-ease-smes-access-to-finance/>.

⁷³ Cfr. GOMES, José Ferreira (2022) – *Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas*, Revista de Direito Comercial, Liber Amicorum, p. 340.

ao capital e está alinhada com o objetivo da União dos Mercados de Capitais⁷⁴ de melhorar o acesso das empresas a financiamento baseado no mercado, incluindo as PME. Existe o entendimento geral de que as empresas cotadas tendem a crescer mais e criar mais empregos do que aquelas que não estão cotadas, dado que, ao serem cotadas nos mercados accionistas, as empresas podem diversificar os investidores, reduzir a dependência bancária, obter mais financiamento e aumentar a visibilidade e reconhecimento da marca⁷⁵.

Tendo em conta a necessidade de estimular o mercado único, a proposta vem impor medidas que têm em vista uma harmonização das regras aplicáveis às empresas cotadas no espaço da União Europeia.

Ora, neste enquadramento, cumpre agora apreciar as principais medidas concretas constantes da proposta de Directiva em apreço.

5.3.1- Objecto

Conforme já foi referido, a proposta de directiva visa criar uma harmonização mínima no mercado único europeu, reduzindo as disparidades entre os Estados-Membros em relação à utilização de estruturas de acções com voto plural, dado que enquanto alguns países permitem essa prática, outros proíbem a mesma. Neste âmbito, o principal objetivo é facilitar o acesso das empresas aos mercados de PME em crescimento, eliminando as barreiras regulamentares que dificultam essa entrada. Além disso, a proposta busca proteger os direitos dos acionistas com menor número de votos por acção.

Neste enquadramento, o art.º 1.º da referida proposta de directiva afirma que a mesma pretende definir as normas comuns para as estruturas de acções com voto plural

⁷⁴ Cfr. <https://www.consilium.europa.eu/pt/policies/capital-markets-union/>.

⁷⁵ FERREIRA, Abel Sequeira, MARTINS, José Pedro e GUINÉ, Orlando Vogler (2019) - *Breve nótula sobre duas propostas da AEM em matérias de votos dos acionistas*, Acionistas e Governação das Sociedades, Almedina, p. 173, Cfr. <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-16168-2022-INIT/pt/pdf>.

em empresas que desejam listar as suas acções num mercado de PME em crescimento num ou mais Estados-Membros, e que ainda não têm acções negociadas em qualquer plataforma de negociação⁷⁶.

5.3.2- Esclarecimento de conceitos e cláusula de salvaguarda

Tendo em conta o objeto exposto, o art.º 2.º da referida proposta de directiva, procura esclarecer alguns conceitos.

Neste sentido, o referido art.º 2.º esclarece que, para efeitos da directiva proposta, entende-se por “Empresa” uma entidade jurídica constituída segundo um dos tipos de sociedades constantes do anexo I da Directiva (UE) 2017/1132⁷⁷. Paralelamente, esclarece “Acções com voto plural” são as acções pertencentes a uma categoria distinta e separada que conferem um maior número de direitos de voto do que outra categoria de acções com direitos de voto em questões a decidir na assembleia geral de acionistas, afirma que “Estrutura de acções com voto plural” se reporta à estrutura acionista de uma empresa que contenha pelo menos uma categoria de acções com voto plural⁷⁸.

Ademais, vem dispor que “Plataforma de negociação” é uma plataforma de negociação, conforme definida no artigo 4.º, n.º 1, ponto 24, da Directiva 2014/65/UE⁷⁹, que “Mercado de PME em crescimento” é um mercado de PME em crescimento, conforme definido no artigo 4.º, n.º 1, ponto 12, da referida Directiva 2014/65/EU e ainda que “Rácio de voto ponderado” se reporta ao rácio de votos inerentes às acções com voto plural em relação aos votos inerentes às acções com menos direitos de voto⁸⁰.

⁷⁶ Cfr. <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-16168-2022-INIT/pt/pdf>.

⁷⁷ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L1132>.

⁷⁸ Cfr. <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-16168-2022-INIT/pt/pdf>.

⁷⁹ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>.

⁸⁰ Cfr. <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-16168-2022-INIT/pt/pdf>.

Paralelamente ao exposto, o art.º 3.º da referida proposta de directiva vem estabelecer que os Estados-Membros têm a possibilidade de estabelecer ou manter em vigor disposições nacionais que permitam às empresas adoptar estruturas de acções com voto plural em situações não abrangidas pela presente directiva, ou seja, caso a futura directiva não preveja determinadas situações, em tal caso será possível aos Estados-Membros continuarem a legislar sobre as referidas matérias.

Esta é uma disposição de grande relevância, uma vez que já existem vários países que aceitam a adopção de acções com votos plurais e dentro destes a sua legislação e assimilação tem diferentes graus. Há países mais abertos e que impõem menos obstáculos ao uso deste tipo de instrumentos. Assim, importa que a UE permita que, em tudo o que não for limitado pela proposta de directiva, os países possam dar continuidade às reformas iniciadas.

Somos da opinião de que este ponto é fundamental. A UE deve em tudo o que não esbater directamente com a legislação europeia respeitar a autonomia nacional.

Ora, tendo em consideração que a UE apenas pode actuar tendo por base o princípio da atribuição, esta norma está em estrito respeito tanto pelo princípio da atribuição quanto pelo princípio da proporcionalidade, respeitando a autonomia dos Estados-Membros, o que, como é óbvio, é bastante proveitoso para Portugal.

5.3.3- Adopção de estruturas de acções com voto plural

Conforme nos refere JOSÉ FERREIRA GOMES, a partir do século passado, o assunto em questão tem sido objeto de intensos debates em diferentes sistemas jurídicos, incluindo os de Itália, Espanha, Inglaterra e Alemanha⁸¹.

No art.º 4.º da referida proposta de directiva é previsto que os países da União Europeia devem garantir que as empresas que não têm as suas acções negociadas em bolsa tenham o direito de adoptar estruturas de acções com múltiplos votos para poderem cotar

⁸¹ Cfr. GOMES, José Ferreira (2022) – *Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas*, Revista de Direito Comercial, Liber Amicorum, pp. 313-321.

as suas acções em mercados de PME em crescimento em um ou mais países da UE. Além disto, deve ser igualmente assegurado o direito a adoptar estruturas de acções com múltiplos votos antes de listar as acções num mercado de PME em crescimento⁸².

No n.º 2, o legislador vem abrir o leque de empresas que estão abrangidas pela possibilidade de adoptar votos plurais na sua estrutura accionista. Este é um facto realmente importante uma vez que, para poderem ser cotadas, as empresas têm desde logo de ter atingido uma dimensão considerável. Se apenas fossem incluídas empresas que procuram admissão à negociação de acções num mercado de PME em crescimento, estar-se-ia a negligenciar todas as outras que ainda não alcançaram a dimensão própria para esse passo, mantendo-as na mesma posição de desvantagem em que já se encontram.

Por seu turno, o n.º 3 do referido art.º 4.º vem estabelecer que os países da UE podem condicionar o uso dos direitos de voto reforçados associados às acções com múltiplos votos à listagem das acções num mercado de PME em crescimento num ou em mais países da UE.

Quer isto dizer que os Estados-Membros mantêm a autoridade para estabelecer regras que condicionam o uso dos direitos de voto reforçados em acções com múltiplos votos, potencialmente exigindo que essas acções estejam listadas em mercados de PME em crescimento num ou mais países da UE para que esses direitos sejam exercidos. Desde logo esta permissão vem criar uma possibilidade de travão ao crescimento que a própria proposta visa alcançar. Ao permitir um condicionamento pouco explícito por parte dos Estados-Membros sobre o exercício dos direitos de voto (inerentes às acções com voto plural) a proposta abre espaço para que as discrepâncias até agora sentidas se mantenham. Ao limitar o exercício do voto numa acção com voto plural, se levado a um extremo, o legislador acaba por esvaziar o sentido próprio dessa mesma categoria.

⁸² Cfr. <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-16168-2022-INIT/pt/pdf>.

5.3.4- Garantias para os accionistas

De forma a assegurar a confiança dos investidores e que as alterações que os Estados-Membros venham a fazer decorrentes da proposta de directiva não sejam contraproducentes, é definido um limite mínimo de garantias para os accionistas. Assim, tenta-se criar um regime que não seja benéfico apenas para os accionistas com acções com voto plural, mas uma posição equilibrada na empresa para os novos accionistas também.

No art.º 5.º, n.º 1 da referida proposta de directiva é estabelecido que os Estados-Membros são responsáveis por garantir um tratamento justo e não discriminatório dos accionistas, juntamente com a protecção adequada dos interesses dos accionistas que não possuem acções com voto plural, bem como da própria empresa, através de medidas de segurança apropriadas. Para alcançar este objetivo, os Estados-Membros deverão garantir que as decisões relacionadas com a adoção ou modificação de uma estrutura de acções com voto plural, que afetem os direitos de voto, sejam tomadas pela assembleia geral de accionistas da empresa em questão e aprovadas por uma maioria qualificada, conforme estabelecido na legislação nacional. Além disso, se houver várias categorias de acções, essas decisões devem ser submetidas a votações separadas para cada categoria de accionistas cujos direitos sejam impactados⁸³.

Poder-se-ia equacionar que, uma vez adoptadas estruturas de acções com votos plurais deixaria de ser possível assegurar o tratamento justo e segundo o princípio da igualdade de tratamento entre os accionistas. Contudo, recorrendo a uma alteração do contrato social para adoptar essas mesmas estruturas e sendo necessária uma maioria qualificada para tal, a partir do momento em que os accionistas foram chamados a votar, assegurou-se o seu tratamento igual.⁸⁴

Para limitar o impacto do peso dos votos das acções com voto plural no exercício de outros direitos dos accionistas, especialmente durante as assembleias gerais, os Estados-Membros podem introduzir um dos seguintes mecanismos: um limite máximo para o peso

⁸³ *Id.*

⁸⁴ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2021) - *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. 1, Almedina, pp. 430-431.

dos votos ponderados e um requisito relacionado com a percentagem máxima do capital social remanescente que o total de acções com voto plural pode representar; ou uma restrição ao exercício dos direitos de voto reforçados associados às acções com voto plural para votações sobre questões que requerem aprovação por maioria qualificada durante a assembleia geral de accionistas⁸⁵. Uma vez que a maioria qualificada é normalmente exigida para decisões em matérias mais importantes, como a alteração do contrato social, a limitação do uso de votos plurais garante que os mesmo não são utilizados para mudanças substanciais à forma de governo da empresa. Assim, cumpre-se o objectivo de manter as decisões de estratégia empresarial sujeitas ao uso dos votos plurais, sem que para tal se prejudique os restantes accionistas para lá daquilo que seria o necessário.

No n.º 2 do referido artigo prevê-se que os Estados-Membros tenham a possibilidade de estabelecer garantias adicionais que visam assegurar esta protecção adequada dos accionistas e dos interesses da empresa. De forma a nomear algumas, sem que se excluam outras que possam alcançar o mesmo objectivo, são enumeradas quatro⁸⁶.

Uma medida para evitar a transferência dos direitos de voto reforçados das acções com voto plural para terceiros ou a sua manutenção após a morte (ou até por motivos de incapacidade ou reforma do titular original das acções com voto plural, por exemplo), pois se os votos plurais são justificados *a priori* pela necessidade de garantir que os accionistas fundadores, ou outros accionistas cujo o peso na votação deve ser maior, não percam o controlo da empresa, uma cláusula de caducidade baseada na transferência impede que se esse controlo se mantenha para lá do seu titular inicial.

Também é enunciada uma medida para fazer cessar os direitos de voto reforçados após um período determinado. Assim, estabelece-se um prazo para que o objectivo visado com a emissão destas acções seja atingido, através de uma cláusula de caducidade baseada em prazos.

⁸⁵ Cfr. <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-16168-2022-INIT/pt/pdf>.

⁸⁶ *Id.*

É igualmente proposta uma medida para fazer cessar os direitos de voto reforçados após a ocorrência de um evento específico. Esta é semelhante à anterior, mas em vez de se prever um período para que os objectivos sejam atingidos aplica-se uma cláusula de caducidade baseada na ocorrência de um evento concreto. Assim, poderá ser-se mais eficiente em assegurar que a estratégia delineada não fica a meio, no caso do objectivo em vista demorar mais tempo do que inicialmente previsto. Contudo, não estando limitados por uma baliza temporal, existe o perigo de os accionistas, cujas acções beneficiam de direitos de voto reforçados, prolongarem esses mesmos direitos, sem que atinjam os objectivos com a maior celeridade.

Por fim, é recomendado um requisito para garantir que os direitos de voto reforçados não possam ser utilizados para bloquear decisões tomadas pela assembleia geral de acionistas, especialmente aquelas destinadas a prevenir, reduzir ou eliminar impactos adversos nos direitos humanos e no ambiente relacionados com as atividades da empresa.

Verificamos que estas medidas trazem algumas vantagens, uma vez que continua a ser permitido que os Estados-Membros implementem medidas adicionais para proteger os acionistas e os interesses da empresa, não sendo criado um regime intransigente. Isto é especialmente importante visto que a realidade de cada país pode reclamar diferentes opções, mais adaptadas ao caso concreto.

Por outro lado, o facto das medidas serem opcionais pode, mais uma vez, remeter as alterações legislativas, com vista ao crescimento das PME, para um plano de indiferença. Ainda que seja necessário que os Estados-Membros possam adaptar o regime às realidades internas, o legislador europeu poderia ter sido mais exigente no que toca à harmonização das regras impostas aos países europeus. Poderá dar-se o caso de um país impor garantias para os accionistas em excesso, fazendo com que os direitos de voto reforçados sejam de tal forma “desmembrados” que percam o seu peso dentro das empresas.

5.3.5- Obrigações de clareza e transparência

A acrescentar a todo o exposto, verificamos que a proposta de directiva vem prever obrigações de clareza e transparência para os Estados-Membros.

Neste sentido, o seu art.º 6.º, n.º 1 estabelece que os Estados-Membros devem garantir que as empresas com estruturas de acções com voto plural, cujas acções são negociadas ou devem ser negociadas em mercados de PME em crescimento, disponibilizem ao público informações detalhadas sobre vários aspectos nos documentos de emissão da UE de acordo com o Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho⁸⁷, ou nos documentos de admissão conforme estabelecido na Directiva 2014/65/UE⁸⁸, assim como no relatório financeiro anual conforme definido no Regulamento Delegado (UE) 2017/565 da Comissão⁸⁹. Estas informações incluem a estrutura do capital, destacando-se as diferentes categorias de acções, os direitos e obrigações inerentes a cada categoria e ainda a percentagem do capital social total e dos direitos de voto que cada categoria representa. Além disso, deverão ser detalhadas quaisquer restrições à transferência de valores mobiliários, incluindo acordos entre acionistas que possam resultar em restrições à transferência; a identidade dos titulares de valores mobiliários com direitos de controlo especiais, acompanhada de uma descrição desses direitos; quaisquer restrições aos direitos de voto, incluindo acordos entre acionistas que possam resultar em restrições aos direitos de voto; e ainda a identidade dos acionistas detentores de acções com voto plural e da pessoa singular ou coletiva autorizada a exercer os direitos de voto em nome desses acionistas, quando aplicável.

Significa isto que fica, assim, estipulado que os Estados-Membros devem garantir que empresas com estruturas de acções com voto plural, listadas ou a serem listadas em mercados de PME em crescimento, forneçam ao público informações detalhadas nos documentos de emissão da UE, aqui se incluindo a estrutura de capital, categorias de acções, direitos e obrigações de cada categoria, percentagem do capital social total e dos

⁸⁷ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32017R1129>.

⁸⁸ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>.

⁸⁹ Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R0565>.

direitos de voto de cada categoria. Por outro lado, também devem ser detalhadas as restrições à transferência de valores mobiliários, identidade dos titulares de valores mobiliários com direitos especiais de controle, restrições aos direitos de voto, identidade dos detentores de acções com voto plural e a pessoa autorizada a exercer os direitos de voto em nome desses acionistas.

Ora, tais medidas vêm aumentar a transparência e clareza no que aos votos plurais diz respeito, contribuindo para beneficiar todo o mercado como um todo.

Paralelamente, o n.º 2 do referido artigo prevê ainda que se os detentores de acções com voto plural, ou aqueles autorizados a votar em seu nome, ou ainda os detentores de títulos mobiliários com direitos de controlo especial forem pessoas singulares, apenas os seus nomes precisam de ser comunicados para divulgação da sua identidade.

5.4 Análise ao mérito da Directiva

Parece-nos salutar que a União Europeia invista no crescimento do mercado de capitais, desde logo como forma de criar um ambiente empresarial mais competitivo e alargando o leque de opções para os empresários desenvolverem e gerirem as suas empresas.

Contudo, como resulta da análise *supra*, percebemos que o legislador europeu não procurou ser ambicioso com esta proposta. É certo de que se trata de um primeiro passo para o objectivo de estimular o mercado de capitais dentro do mercado único, mas parece-nos que a simplicidade das medidas apresentadas pode acabar por neutralizar os efeitos esperados.

Passando por uma extensa descrição do mercado e da necessidade de o revitalizar nos seus considerandos, a proposta acaba por enunciar algumas medidas que, embora sejam o primeiro contacto com esta realidade para alguns dos países da EU, para outros trata-se de uma mera ratificação a nível europeu de um regime que já existe a nível interno. Assim, a sua aplicação será muito reduzida.

Esta simplificação, dominada por uma abordagem de “*one-size-fits-all*”, pode até ser contraproducente. É certo que se trata de uma directiva e que será possível a mesma

ser adaptada internamente por cada Estado-Membro. Contudo, a imposição de um conjunto de requisitos legais mínimos, pode traduzir-se num aumento de restrições legais às PME que já estão cotadas em mercados de PME em crescimento, em vez de lhes proporcionar um alívio.

Assim, a proposta de directiva poderia levar os Estados-Membros que já autorizam os votos plurais, a reforçar as exigências para a sua utilização. O que não deixa de ser paradoxal numa iniciativa destinada a simplificar os encargos e custos para o acesso aos mercados de PME em crescimento. Em vez de facilitar a entrada nestes mercados, a directiva passaria a ser simplesmente um texto de harmonização de novas restrições, impondo condições que muitas vezes não têm equivalente em relação ao que já existe.

É o caso de países como a Suécia, que já veio afirmar a preocupação⁹⁰, pela voz da Confederação de Empresas Suecas em conjunto com Instituto de Corporate Governance Sueco, opondo-se à introdução de restrições obrigatórias, uma vez que as mesmas diminuiriam os direitos que já existem neste país para o uso dos votos plurais por parte das empresas.

Do exposto, entendemos que, apesar da necessidade de abrir as empresas europeias ao mercado de capitais, as alterações legislativas devem ser bastante ponderadas. Esta necessidade é maior quando a UE legisla de forma a harmonizar o regime de forma geral, sob pena de, na sua tentativa de criar um estado de igualdade entre todos os países possa prejudicar aqueles que já são bem sucedidos na meta que se visa alcançar.

⁹⁰ Cfr. https://www.svensktnaringsliv.se/english/positionpapers/b4k43_multi-vote-share-structures-scgi-and-the-confederation-of-swedish_1201395.html/The+EU+Listing+Act.pdf

Conclusão

Diversificar as fontes de financiamento disponíveis para as empresas é fundamental para estimular o crescimento económico e a inovação, aspectos ainda mais importantes quando falamos de PME. É que, com acesso a uma gama mais ampla de instrumentos financeiros, as PME podem encontrar soluções de financiamento mais adequadas às suas necessidades específicas, reduzindo assim a dependência do financiamento bancário tradicional, que por vezes pode ser limitado e acarretar um grande risco. Além disso, o desenvolvimento dos mercados de capitais pode contribuir para uma distribuição mais equitativa do capital na economia, permitindo que empresas de diferentes dimensões e setores acessem ao financiamento necessário para expandir as suas operações, investir em novas tecnologias e gerar a criação de empregos.

Por outro lado, a integração dos mercados de capitais no âmbito do Mercado Único Europeu pode também fortalecer a resiliência do sistema financeiro da UE.

Efetivamente, ao diversificar as fontes de financiamento e reduzir a dependência dos bancos, o risco de contágio em momentos de crise financeira pode ser mitigado, uma vez que as empresas terão acesso a uma gama mais ampla de opções para obter capital.

Por todo o exposto, somos da opinião que é extremamente salutar o esforço da UE em desenvolver os mercados de capitais dentro do Mercado Único. A vontade, expressa em legislação concreta, em estimular o crescimento deste sector tem vindo a concretizar-se em vários momentos. Esta proposta é mais um passo no caminho para uma maior eficiência do mercado e uma forma de permitir às empresas o acesso a fontes alternativas de financiamento.

Contudo, não podemos deixar de apontar que esta vontade não é acompanhada de uma grande ambição, pelo menos no que toca aos efeitos que se poderão retirar da directiva. Pela aplicação limitada que terá e até pela possibilidade de fazer regredir o regime dos votos plurais em alguns países que pela iniciativa interna já caminham para uma optimização destes.

A adequação da legislação nesta matéria parece acompanhar o nível de desenvolvimento do próprio mercado de capitais europeu, muita vontade de crescer, mas ainda com pouca capacidade de dar respostas estruturadas, ou pelo menos com efeitos práticos no Mercado Único.

Ainda que se trate de um passo inicial nesta matéria, deve a UE receber os contributos das diferentes entidades, públicas ou estatais, dos vários Estados-Membros, de forma a alcançar um regime mais coerente no quadro do Mercado Único. Principalmente ao legislar de forma a harmonizar os regimes em todos os países, a UE deve ter um cuidado maior em garantir que não acaba por fazer regredir a própria meta prosseguida.

Bibliografia

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2021) - *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. 1, 2ª ed., Almedina
- ANGILELLA, Sílvia e MAZZÙ, Sebastiano (2013) – *The financing of innovative SMEs: A multicriteria credit rating model*. Eur. J. Oper. Res., 244.
- BECK, T., DEGRYSE, H., HAAS, R., & HOREN, N. (2015) – *When arm's length is too far. Relationship banking over the credit cycle*. Journal of Financial Economics, 127.
- BORIN, E., DONATO, F., & SINAPI, C. (2018) – *Financial Sustainability of Small and Medium-Sized Enterprises in the Cultural and Creative Sector: The Role of Funding*, pp. 45-62.
- BRADFORD, T., & SMITH, R. (1997) – *Private Equity: Sources and Uses*. Journal of Applied Corporate Finance, 10.
- BRITO, Jorge Pereira (2021) – *A dupla face da regulação do voto plural na sociedade anónima*. Dissertação de doutoramento, Universidade Católica Portuguesa
- CASTEL-BRANCO, C. (2011) – *Políticas de investimento público para o crescimento*. Seminário do Governo de Moçambique, em colaboração com o DFID, FMI e Banco Mundial.
- DYMSKI, G. (2009) – *Racial Exclusion and the Political Economy of the Subprime Crisis*. Historical Materialism, 17.
- EUROSTAT (2008) – *Indicadores-chave para empresas de economia não financeira*, UE27.
- FENN, G. e LIANG, N. (1998) – *New resources and new ideas: Private equity for small businesses*. Journal of Banking and Finance, 22.

- FENN, G., LIANG, N., & PROWSE, S. (1997) – *The Private Equity Market: An Overveiw*. Financial Markets, Institutions and Instruments, 6.
- FERREIRA, Abel Sequeira, MARTINS, José Pedro e GUINÉ, Orlando Vogler (2019) - *Breve nótula sobre duas propostas da AEM em matérias de votos dos acionistas*, Acionistas e Governação das Sociedades, Almedina
- GOMES, José Ferreira (2022) – *Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas*, Revista de Direito Comercial, Liber Amicorum
- GURREA-THEORY, Aurelio (2021) – *Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specifc Response to a Global Debate*, European Business Organization Law Review.
- HEITZ, H. (2019) – *Financing SMEs in the EU: Challenges and Opportunities*. New Models of Financing and Financial Reporting for European SMEs.
- JORDAN, B. D. (2016) – *Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure*, Journal of Corporate Finance 41.
- KLEIN, P., CHAPMAN, J., & MONDELLI, M. (2013) – *Private Equity and Entrepreneurial Governance: Time for a Balanced View*. CGN: Private Equity Firms (Including VC & Buyout Firms) (Topic).
- LEVY e POWELL (2005) – *Strategies for Growth in SMEs*, Information Systems Series.
- LIN, P. (2012) – *Game Analysis of SME Financing*. Journal of Financial Risk Management, 1.
- MASULIS, R., WANG, C., XIE, F. (2009) – *Agency problems at dual-class companies*; Journal of Finance 64(4).
- MELAS, Dimitris – ”*Putting the spotlight on Spotify: Why have stocks with unequal voting rights outperformed*, disp. in [Putting the spotlight on Spotify: Why have stocks with unequal voting rights outperformed? - MSCI](#) .
- MILNER, F., & VOS, E. (2003) – *Private Equity*, 5.

- OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de (2015) – *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, RDS VII, Vol. 2.
- PROWSE, S. (1995) – *The economics of the private equity market*. Staff Studies.
- RITTER, Jay R.; “*Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2022*”.
- ROBERTSON, Justin (2009) – *Private Equity Funds*. New Political Economy, 14.
- SCHEUPLEIN, Christoph (2019) – *Private equity as a commodification of companies: the case of the German automotive supply industry*. Journal of Economic Policy Reform, 24.
- SETTE, E., & GOBBI, G. (2015) – *Relationship lending during a financial crisis*. Journal of the European Economic Association, 13.
- SHAFFER, Sherrill and SOKOLYK, Tatyana (2013) – *Bank Loans to Newly Public Firms*, The Journal of Entrepreneurial Finance 16(2).
- STOREY e CRESSY (1995) – *Small Business Risk: A Firm and Bank Perspective*, Working Paper, SME Centre, Warwick Business School, University of Warwick, UK.
- WAN-JIA, Y. (2005) – *Analysis on Game Theory of Credit Difficulty of Medium and Small Enterprises*. Journal of Zhengzhou Institute of Aeronautical Industry Management.
- WEHINGER, Gert (2014) – *SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature*. Oecd Journal: Financial Market Trends.
- XIAO, Yu (2023) – *Private Equity as an Effective Tool for Capital Raising: Legal Risks and Countermeasures*. Lecture Notes in Education Psychology and Public Media.

Webgrafia

- <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-16168-2022-INIT/pt/pdf>.
- <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7652-2008-REV-1/en/pdf>.
- <https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/decreto-lei/372-2007-629439>.
- <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1999-34575175>.
- <https://eco.sapo.pt/opinio/mais-novidades-no-direito-societario-o-voto-plural/>.
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX%3A32003H0361>.
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=celex:52008DC0394>.
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>.
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32017R1129>.
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT>.
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L1132>.
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R0565>.
- <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0394:FIN:en:PDF>.
- <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:347:0033:0049:PT:PDF>.
- <https://eur-lex.europa.eu/PT/legal-content/glossary/small-and-medium-sized-enterprises.html>.
- <https://eur-lex.europa.eu/PT/legal-content/summary/markets-in-financial-instruments-regulation-mifir.html>.

- <https://op.europa.eu/webpub/eca/special-reports/smes-innovation-2-2020/pt/#chapter4>
- <https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/regulatory/html/index.pt.html>.
- <https://www.consilium.europa.eu/pt/policies/capital-markets-union/>.
- <https://www.consilium.europa.eu/pt/press/press-releases/?dateTo=2024%2F02%2F29&filters=1648&Page=2>.
- <https://www.consilium.europa.eu/pt/press/press-releases/2024/02/01/multiple-vote-share-structures-council-and-parliament-adopt-provisional-agreement-to-ease-smes-access-to-finance/>.
- <https://www.dgae.gov.pt/servicos/politica-empresarial/competitividade/small-business-act.aspx>.
- <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pt/sheet/61/principios-gerais-da-politica-industrial-da-ue>.
- <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/pt/sheet/63/pequenas-e-medias-empresas>.
- https://www.europarl.europa.eu/summits/fei2_pt.htm.
- <https://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestment.asp>.
- <https://www.sproutfi.com/pt-BR/insights/googl-x-goog-diferentes-classes-acoes/>.