



UNIVERSIDADE  
**CATÓLICA**  
PORTUGUESA

**As Funções das Ações Preferenciais Sem Voto no Ordenamento  
Jurídico Português**

---

Raquel Bandeira Cubal Almeida

Dissertação de Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios

Porto 2015



Universidade Católica Portuguesa  
Centro Regional do Porto  
Escola de Direito

**As Funções das Ações Preferenciais Sem Voto no Ordenamento  
Jurídico Português**

Dissertação de Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios, na Escola de Direito, apresentada à Universidade Católica Portuguesa – polo da Foz, para obtenção do grau de Mestre em Direito, elaborada sob a orientação da Professora Doutora Maria de Fátima Ribeiro.

PORTO 2015

*À minha mãe, pela dedicação de uma vida.*

*Ao meu pai, pelo exemplo que é.*

*Ao Hugo, pelo apoio incondicional.*

*À Doutora Maria de Fátima Ribeiro, pela disponibilidade e pelo rigor metodológico  
que desde sempre me incutiu.*

*Às minhas amigas de sempre, por serem como são.*

*À minha família, o meu pilar.*

## **Abreviaturas:**

art./arts.- Artigo/artigos

AAFDL- Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa

AAVV- Autores Vários

*cit.*- Citada

Cf.- Confrontar

CSC- Código das Sociedades Comerciais

D.L.- Decreto - Lei

DSR- Direito das Sociedades em Revista

ed.- edição

FDL- Faculdade de Direito de Lisboa

IRC- Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

LSA- *Ley de Sociedades Anónimas*

LSC- *Ley de Sociedades de Capital*

n.º- Número

*ob. cit.*- Obra citada

OPA- Oferta Pública de Aquisição

*trad.*- Tradução

p./pp.- Página/páginas

RDES- Revista de Direito e Estudos Sociais

ROA- Revista da Ordem dos Advogados

ss.- Seguintes

vol.- Volume

## Índice

1. Introdução.....	8
2. Ações preferenciais sem voto enquanto ações privilegiadas.....	9
2.1. Tipos de ações nas sociedades anónimas .....	9
2.2. Características das ações privilegiadas.....	11
2.3. As ações preferenciais sem voto.....	12
2.3.1. A natureza jurídica das ações preferenciais sem voto .....	14
3. Regime legal das ações preferenciais sem voto.....	15
3.1. Emissão de ações preferenciais sem voto e supressão de direitos preferenciais .	15
3.2. Conteúdo dos direitos das ações preferenciais sem voto.....	18
3.2.1. Direito ao dividendo prioritário .....	18
3.3. Reembolso prioritário .....	22
4. Funções das ações preferenciais sem voto .....	23
4.1. Conciliação de interesses por parte dos acionistas .....	23
4.2. Solução para o absentismo dos acionistas .....	25
4.3. Obstáculo a aquisições hostis .....	26
4.4. Instrumento especulativo.....	27
4.5. Outras funções da emissão de ações preferenciais sem voto.....	28
5. Razões para o insucesso das ações preferenciais sem voto.....	29
5.1. A fragilidade do controlo dos acionistas .....	30
5.2. Fragilidade da função de financiamento e controlo societário .....	31
5.3. A remição das ações preferenciais sem voto .....	31
5.4. O Regime fiscal das ações preferenciais Sem voto .....	32
5.5. O receio de investimento em ações e a existência de outros valores mobiliários	33
5.6. O menor valor de mercado atribuído às ações preferenciais sem voto .....	34
5.7. A incerteza do regime legal .....	34
6. O Novo Paradigma das Ações Preferenciais Sem Voto .....	36

6.1. Alteração do regime fiscal; consagração de um regime esclarecedor .....	36
6.2. Flexibilização do regime jurídico .....	37
6.3. O reforço da solidez das instituições financeiras através da emissão de ações preferenciais sem voto .....	40
7. Conclusão .....	43
Bibliografia .....	45
Obras e artigos .....	45
Webgrafia .....	49
Legislação .....	49

## 1. Introdução

O objetivo do presente estudo é analisar as funções da figura das ações preferenciais sem voto, enquanto categoria de ações especiais. Estas ações caracterizam-se por serem desprovidas do direito de voto e, em contrapartida, conferirem um acréscimo de direitos patrimoniais. Tendo em vista o conhecimento profundo das ações em causa, faremos uma análise cuidada do seu regime jurídico.

A escolha do estudo destas ações ficou a dever-se ao interesse que tais ações poderão ter no cenário de atual crise económica e financeira. O recurso ao financiamento, por parte das sociedades, é cada vez mais difícil e as ações preferenciais sem voto, ao conciliarem os interesses de categorias distintas de acionistas, em que uns visam o controlo societário e outros meros objetivos de investimento financeiro, poderão apresentar algum potencial. Com efeito, como instrumento para o financiamento das empresas, podem aliciar investidores desinteressados pela gestão e/ou controlo societário, que apenas procuram um retorno interessante para o seu investimento, permitindo ao “núcleo duro”<sup>1</sup> manter o controlo e gestão da sociedade.

Apesar do potencial destas ações, constata-se contudo que o recurso por parte das sociedades a esta via de financiamento é praticamente inexistente. Tentaremos apurar os motivos explicativos de tal situação.

Não obstante, e como daremos conta, as ações preferenciais sem voto foram alvo de alterações legais recentes, tentando o legislador promover a sua utilização.

Debruçar-nos-emos também sobre o cenário das ações preferenciais sem voto noutros ordenamento jurídicos, tentando formular no final uma opinião de síntese quanto ao caminho percorrido e ao papel exetável destas ações no financiamento das sociedades.

---

<sup>1</sup> Expressão que segundo PERES, J.J. Vieira, “Ações Preferenciais Sem Voto”, *RDES*, n.º4, 1988 pp. 329-399, p. 335, nota 25, é comumente utilizada para designar os acionistas que assumem o “comando” da sociedade.

## 2. Ações preferenciais sem voto enquanto ações privilegiadas

Tal como veremos posteriormente as ações preferenciais sem voto, por determinação do art. 341º CSC só podem existir nas sociedades anónimas e existem enquanto categoria de ações especiais.

### 2.1. Tipos de ações nas sociedades anónimas

Em qualquer tipo societário é possível a criação de direitos especiais<sup>2</sup>, desde que tal esteja previsto no contrato de sociedade, tal como prevê o art. 24º, n.º 1 CSC.

No âmbito das sociedades em nome coletivo consagra-se o princípio da intransmissibilidade dos direitos especiais e para as sociedades por quotas prevê-se o princípio da intransmissibilidade dos direitos especiais de natureza pessoalista.

Em situação contrária “nas sociedades anónimas, os direitos especiais só podem ser atribuídos a categorias de ações e transmitem-se com estas”<sup>3</sup>, ou seja, vigora o princípio da livre transmissibilidade dos direitos especiais e da irrelevância do titular das ações. Esta característica peculiar dos direitos especiais nas sociedades anónimas tem por fundamento o facto de estarmos perante uma sociedade de capital<sup>4</sup>, na qual a figura do sócio se esbate, tendo pouca relevância na atividade societária. O que verdadeiramente interessa saber é que direitos congregam uma determinada categoria de ações. Deste modo, na sociedade anónima não é possível a atribuição de direitos aos titulares das ações, mas antes a categorias de ações<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> Quanto à definição de direito especial, VENTURA, Raúl, “Direitos Especiais dos Sócios”, *O Direito*, ano 121, I, (janeiro- março), 1989, pp. 207-22, p. 214, afirma que “um direito especial é precisamente um direito privilegiado em relação aos direitos dos outros sócios”; ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*, 6ª ed., Coimbra editora, 2011, p. 183 define direitos especiais como “aqueles que são atribuídos pelo pacto social a um ou mais sócios, ou categoria de sócios, conferindo-lhes uma vantagem relativamente aos demais”. Em sentido contrário cf. ANTUNES, José Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, 2009, p. 78 “as ações especiais, por vezes impropriamente designadas “ações privilegiadas”, designam aquelas ações que (...) conferem ao seu titular determinados direitos e/ou obrigações especiais (...)”.

<sup>3</sup> Cf. art. 24º, n.º 5 CSC.

<sup>4</sup> Quanto à natureza capitalista da Sociedade Anónima cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: as ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993, p. 6 e DIAS, Cristiano, *Os Direitos Especiais dos Sócios*, Almedina, 2015, p. 270, refere este último autor que “Este tipo societário encontra-se num polo capitalista em contraposição com as sociedades em nome coletivo que são o exemplo típico de sociedades no polo pessoalista”.

<sup>5</sup> Cf. REBELO, João Ferreira, “As ações preferenciais sem voto no ordenamento jurídico português”, *DSR*, Ano 3 (outubro 2011), vol. 6, pp. 225-263, p. 232.

Nas sociedades anónimas, podemos encontrar diversas categorias de ações<sup>6</sup>, consoante os direitos e deveres que estas incorporam, salvaguardando contudo um núcleo mínimo essencial de direitos e deveres, comuns em todas as categorias de ações. É sobre este núcleo mínimo que se admite a criação de outros direitos e deveres às ações<sup>7</sup>, formando-se dessa forma várias categorias de ações.

Surgem assim as categorias de ações, de que trata o art. 302º, n.º 2 CSC, agrupadas em função de idêntico conteúdo de direitos e obrigações.

Com base nos direitos atribuídos às ações podemos distinguir três grandes grupos de ações: ordinárias, privilegiadas e diminuídas<sup>8</sup>.

As ações ordinárias, em regra, “são as ações que integram os direitos e as obrigações que a lei atribui, imperativa e supletivamente, quantitativa e qualitativamente, às ações em geral”<sup>9</sup>.

As ações diminuídas podem ser definidas como ações que “(...)em relação às ações ordinárias só apresentam desvantagens, não proporcionando aos seus titulares o acervo de direitos que a participação na sociedade anónima normalmente confere (...)”<sup>10</sup>. Como exemplo de ações diminuídas refiram-se as ações de fruição, previstas no art. 346º, n.º 5 CSC.

As ações privilegiadas são “as ações que, relativamente às demais, conferem aos seus detentores vantagens”<sup>11</sup>. Caso os direitos especiais atribuídos às ações concedam diferentes privilégios poderemos falar em várias categorias de ações privilegiadas. O Código das Sociedades Comerciais chama às ações privilegiadas ações preferenciais (arts. 341º ss CSC).

Debruçar-nos-emos de seguida sobre este último tipo de ações.

---

<sup>6</sup> Cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª ed., Almedina, Coimbra, 2015, p. 394.

<sup>7</sup> Cf. BRAZ, Manuel Poirier, *Sociedades Comerciais e Direitos Especiais*, Livraria Petrony, Lisboa, 2010, cit. p. 87 “a posição dos sócios nas sociedades anónimas não tem de ser uniforme”.

<sup>8</sup> Cf. CUNHA, Paulo Olavo, “Os Novos Direitos Especiais: as ações especiais”, *II Congresso das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 111-146, p. 120.

<sup>9</sup> Cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas...*, cit., p. 144.

<sup>10</sup> Cf. DIAS, Cristiano, *ob. cit.*, p. 284.

<sup>11</sup> Cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas...*, cit., p. 146.

## 2.2. Características das ações privilegiadas

Sendo as ações preferenciais sem voto um tipo de ação privilegiada<sup>12</sup>, importa antes de atendermos ao regime daquelas, atender ao regime geral das ações privilegiadas.

A criação das ações privilegiadas pode ocorrer no momento da constituição da sociedade, ou em momento posterior. As motivações para a criação de ações privilegiadas são diferentes<sup>13</sup>. Contudo, frequentemente, no momento de constituição o fundamento para a sua emissão é cativar investidores específicos que representem uma mais-valia para o projeto<sup>14</sup>. Já durante a vida da sociedade, este tipo de ações, quando criadas, visam fundamentalmente a captação de financiamento necessário para a prossecução do projeto societário aliciando investidores<sup>15</sup>.

Apoiando-nos no carácter meramente exemplificativo do art. 302º, n.º 1 CSC podemos afirmar que as ações privilegiadas ao serem emitidas não têm de obedecer ao princípio da tipicidade. Podem assim ser emitidas ações privilegiadas que concedam direito à atribuição de dividendos, direito à partilha do ativo resultante da liquidação, e outras categorias que se caracterizem pela atribuição de privilégios<sup>16</sup>.

Exemplificando e ainda suportando-nos do art. 302º, n.º 1 CSC, entre os privilégios que podem ser concedidos destacam-se os de natureza patrimonial, sendo certo que a norma nada nos indica relativamente à possibilidade de concessão de privilégios não patrimoniais.

---

<sup>12</sup> Tal como CUNHA, Paulo Olavo, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas...*, cit., p.157, somos da opinião que as ações preferenciais sem voto pelos direitos que conferem são ações privilegiadas. Contudo, pelo facto de as ações preferenciais sem voto não se caracterizarem somente pela concessão de privilégios como também pela privação do direito de voto, há autores que não as consideram ações privilegiadas. Neste sentido, Cf. ABREU, J.M. Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades*, vol. II, 5ªed., Almedina, 2015, p. 215.

<sup>13</sup> Sobre as motivações que geralmente consubstanciam a emissão de ações privilegiadas pronuncia-se LABAREDA, João, *Das Ações das Sociedades Anónima*, Associação Académica da Faculdade de Direito, Lisboa, 1988, p. 49.

<sup>14</sup> CUNHA, Paulo Olavo, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas...*, cit., p.149.

<sup>15</sup> *Ibidem*, p. 148.

<sup>16</sup> A doutrina não levanta dúvidas quanto ao carácter exemplificativo do art. 302º, n.º 1CSC, nesse sentido veja-se, LABAREDA, João, *ob. cit.*, pp. 49-50; RODRIGUES, Nuno Cunha, “Golden Shares”. *As Empresas Participadas e os Privilégios do Estado enquanto acionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004, pp. 362- 363; TRIUNFANTE, Armando Manuel, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direito de Minoria Qualificada – Abuso de Direito*, Coimbra Editora, 2004, p. 139.

Tal como Paulo Olavo Cunha sugere, será importante analisar se a intenção do legislador foi limitar a autonomia da liberdade de estipulação contratual quanto à possibilidade de atribuição de privilégios não patrimoniais<sup>17</sup>.

Tendo em conta a estrutura capitalista da sociedade anónima, seríamos levados a concluir que somente direitos privilegiados de natureza patrimonial seriam de admitir<sup>18</sup>. Contudo, Paulo Olavo Cunha fundamenta, na autonomia da vontade contratual, a possibilidade de serem criados privilégios de natureza não patrimonial.<sup>19</sup>

### **2. 3. As ações preferenciais sem voto**

As ações preferenciais sem voto, de outro tipo e remíveis, enquanto ações privilegiadas, encontram o regime legal tipificado, nos arts. 341º a 344º, 344º- A e 345º, respetivamente.

A espécie de ações que aqui nos propomos tratar, enquanto ações privilegiadas, incorpora uma característica peculiar, pois simultaneamente congregam mais e menos direitos, quando comparadas com as ações ordinárias<sup>20</sup>.

Assim, quanto aos privilégios patrimoniais, é-lhes atribuído direito a um dividendo prioritário e também prioridade no reembolso do seu valor na liquidação da sociedade. Em contrapartida, estas ações são desprovidas do direito de voto (art. 341º, n.º 3 CSC), podendo ser vedada a possibilidade de os seus titulares participarem individualmente na assembleia geral, se o contrato de sociedade o prever, neste sentido veja-se o art. 343º CSC.

Tal como acabamos de ver, as ações preferenciais sem voto, apesar de ações preferenciais, possuem também um carácter diminuído nos seus direitos, sendo o

---

<sup>17</sup> Cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas...*, cit., pp. 149-150.

<sup>18</sup> Neste sentido Cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas...*, cit., p. 150 e REBELO, João Ferreira, *ob. cit.*, p. 253.

<sup>19</sup> Cf. CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, cit., pp. 400-408. Considera ainda o referido autor que a liberdade de fixação do conteúdo dos direitos criados apenas se encontra condicionada pelos limites decorrentes da lei. No mesmo sentido, refira-se LABAREDA, João, *ob. cit.*, pp. 50-51 e REBELO, João Ferreira, *ob. cit.*, p. 236.

<sup>20</sup> Cf. CUNHA, Paulo Olavo, “Os Novos Direitos Especiais: as ações especiais”, cit., p. 127; NETO, Abílio, *Notas Práticas ao Código das Sociedades Comerciais*, Petrony, Lisboa, 1989, p. 471.

privilégio a contrapartida ou condição de admissibilidade da restrição do direito de voto<sup>21</sup>.

O regime legal deixa bem claro que existe um mínimo prescrito por lei quanto aos privilégios concedidos, de recebimento do dividendo anual e de reembolso das ações na liquidação da sociedade. Neste sentido veja-se os arts. 341º, n.º 2 CSC e 342º CSC. Importa salientar que o direito de voto poderá vir a ser recuperado, nos termos do art. 342º, n.º 3 CSC, logo, a diminuição de direitos não é definitiva<sup>22</sup>.

Quanto aos direitos e deveres de que os acionistas preferenciais são titulares, refira-se que, à exceção do direito de voto, a estes acionistas serão impostos os mesmos deveres e atribuídos os mesmos direitos que aos acionistas ordinários (art. 341º, n.º 5 CSC)<sup>23</sup>.

Importa contudo referir que a doutrina não é unânime quanto aos direitos atribuídos aos acionistas preferenciais, quando o exercício desses direitos tenha alguma conexão com o direito de voto.

Refira-se a este propósito que Carlos Osório de Castro<sup>24</sup> entende que implícito ao direito de participar nas assembleias gerais está também o direito de apresentação de propostas e de emitir opinião sobre determinado assunto. Em contraposição, Raúl Ventura<sup>25</sup> entende que a possibilidade de os acionistas sem direito de voto apresentarem propostas está de tal modo relacionado com o direito de voto, que seria desvirtuar o fim das ações preferenciais sem voto conceder-lhes tal faculdade.

Já quanto à possibilidade de os acionistas sem direito de voto provocarem uma deliberação social ou determinarem o conteúdo da ordem de trabalhos na assembleia,

---

<sup>21</sup> Neste sentido refiram-se os seguintes autores: MARQUES, Elda, “Comentário ao art. 341º, em COUTINHO DE ABREU (coordenação), *Comentário das Sociedades Comerciais em Comentário*, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 601-688, p. 608; PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, p. 379; CASTRO, Carlos Osório de, “Ações Preferenciais Sem Voto”, em AAVV, *Problemas de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2002, pp. 281-320, p. 300.

<sup>22</sup> MARQUES, Elda, *ob. cit.*, p. 610.

<sup>23</sup> Determina o art. 341º, n.º 5 CSCS, “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.”

<sup>24</sup> CASTRO, Carlos Osório de, “Ações Preferenciais Sem Voto”, *cit.*, p. 309.

<sup>25</sup> Quanto à possibilidade de os acionistas sem direito de voto apresentarem propostas refere VENTURA, Raúl, *Estudos Vários sobre as Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992, pp. 409-511, p. 437 “Já o mesmo não direi quanto à apresentação de uma proposta, pois parece-me que o acionista que apresenta uma proposta manifesta logo intenção de que ela seja aprovada, o que é inerente ao direito de voto.”

Vieira Peres<sup>26</sup> entende não ser legítimo que quem não tem direito de voto possa exercer tal faculdade. Em sentido contrário, Raúl Ventura<sup>27</sup>, considera que os referidos acionistas terão legitimidade para provocar uma deliberação social e, por essa via, possibilitar a quem de direito o poder deliberarem sobre determinadas questões.

Quanto a este assunto, a divergência doutrinal existe porque há certos direitos que estão de tal forma ligados ao direito de voto que a sua atribuição aos acionistas preferenciais poderia desvirtuar o fim da não atribuição do direito de voto a estas ações. Por outro lado, a letra da lei é tão clara ao impor a atribuição de “todos os direitos de natureza não patrimonial inerentes às ações ordinárias, com exceção do direito de voto”<sup>28</sup> que a questão é de difícil resolução.

### **2.3.1. A natureza jurídica das ações preferenciais sem voto**

A natureza jurídica das ações preferenciais sem voto já foi objeto de discussão doutrinal, colocando-se em dúvida se os respetivos titulares seriam verdadeiros acionistas, ou pelo contrário, meros credores obrigacionistas.

Atualmente parece existir um consenso, por parte da doutrina, em considerar os titulares destas ações verdadeiros acionistas<sup>29</sup> e isto porque os mesmos detêm de facto uma verdadeira participação no capital social<sup>30</sup>, assumindo os riscos inerentes a essa participação. Tal como os restantes sócios, os titulares de ações preferenciais sem voto participam nos resultados positivos e negativos da sociedade. O facto de os acionistas sem direito de voto terem direito a um dividendo prioritário não os torna credores da sociedade, uma vez que só terão direito ao dividendo prioritário, na medida em que existam lucros distribuíveis.

---

<sup>26</sup> Cf. PERES, J.J. Vieira, *ob. cit., cit.*, p. 356 “a faculdade requerer a convocação de assembleia geral, judicialmente ou pela via normal, e a de aditar novos pontos de trabalho parecem-nos de tal forma ligadas ao direito de voto que seria a nosso ver um contrassenso admitir de todo a sua legitimidade.”

<sup>27</sup> Cf. VENTURA, Raúl, *Estudos Vários... cit.*, p. 436.

<sup>28</sup> Cf. art. 341.º, n.º 5 CSC.

<sup>29</sup> A este respeito veja-se DI SABATO, Franco, “*Manuale Delle Società*”, Utet. Turim, 1987, p. 287; DE ACUTIS, Maurizio, “Le azioni di risparmio”, Giuffrè, Milão, 1981, p. 62; GÓMEZ MENDOZA M., “Acciones sin voto”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º13, Editorial Ananzadi SA, España, año 1999, p. 21; MARQUES, Elda, *ob. cit.*, p. 616; CORDEIRO, Menezes, “Ações Preferenciais Sem Voto”, *ROA*, 2000, pp.1001-1056, p. 1055; PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, pp. 340-343; SÁNCHEZ, Beltrán Emilio, “Las Acciones Sin Voto”, AAVV, *La Reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, A. Civitas, Madrid, 1987, pp. 145-172, p. 148.

<sup>30</sup> O Autor NOBILI, Raffaele, “La disciplina delle azioni di risparmio”, *Rivista delle società*, 1984, pp. 1212-1234, p. 1213 refere que as ações preferenciais sem voto são verdadeiras ações pelo fato de representarem uma fração de capital social.

Poder-se-ia colocar em causa a posição anteriormente defendida, pelo facto de aos titulares de ações sem voto não ser atribuído direito de voto. Contudo, tal argumento parece não ter consistência, pois, não só o direito de voto pode ser recuperável, como todos os restantes direitos, comumente atribuídos aos acionistas, lhes são atribuídos<sup>31</sup>. Acresce que, o regime legal admite inúmeras restrições ao direito de voto, nunca pondo em causa o *status soci* dos titulares de tais participações sociais<sup>32</sup>.

Assim sendo, somos da opinião de que a não atribuição do direito de voto aos titulares de ações preferenciais sem voto não é motivo suficiente para que estes sujeitos não sejam reconhecidos como acionistas. Quanto à não atribuição do direito de voto apenas podemos discutir até que ponto as vantagens conferidas são uma contrapartida suficiente para o direito retirado<sup>33</sup>.

### **3. Regime legal das ações preferenciais sem voto**

#### **3.1. Emissão de ações preferenciais sem voto e supressão de direitos preferenciais**

I- As ações preferenciais sem voto podem ser emitidas tanto no momento de constituição da sociedade como em momento posterior. No entanto, a respetiva emissão, tal como consta do art. 341º CSC, tem de estar prevista e autorizada no contrato de sociedade<sup>34</sup>, seja qual for o momento da sua emissão<sup>35</sup>.

Diferentemente do que sucede noutros ordenamentos jurídicos, entre nós, o legislador não cuidou de prever um período durante o qual a sociedade, após a sua constituição, não possa emitir ações preferenciais sem voto<sup>36</sup>. Caso decorresse da lei

---

<sup>31</sup> PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, p. 341.

<sup>32</sup> Como exemplos de restrições legais admitidas ao direito de voto, refiram-se os arts. 384º, n.º 4 CSC e o 384º, n.º 2,a) e b) CSC. A propósito das restrições legais ao direito de voto refere OLAVO, Carlos, “O Dividendo Prioritário nas Ações Preferenciais Sem Voto”, *o Direito*, ano 127º, 1995, III-IV, pp. 369-383, p. 380: “As restrições ao direito de voto previstas na lei são assim tão amplas que se torna difícil caracterizá-las como excepcionais.”

<sup>33</sup> Quanto a essa discussão remetemos para o que irá ser referido no ponto 3.2.

<sup>34</sup> Cf. CASTRO, Carlos Osório de, *Valores Mobiliários, Conceito e Espécies*, 2ª ed., Porto 1998, p.110.

<sup>35</sup> O contrato de sociedade além de prever a emissão de ações preferenciais sem voto tem de fazer referência às categorias de ações que sejam criadas, com indicação expressa do número de ações e dos direitos atribuídos a cada categoria, art. 272º, c) CSC. Deverá também constar do contrato de sociedade a percentagem de dividendo prioritário a atribuir, Cf. VENTURA, Raúl, *Estudos Vários...cit.*, p. 423.

<sup>36</sup> Esta tem sido a opinião da maioria da doutrina nomeadamente, Cf. LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, “Ações Preferenciais Sem Voto uma Abordagem da Atual Realidade Portuguesa”, Estudos em Memória do Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches, volume II, Direito Privado, Processual e Criminal (Organizadores: Paulo Saldanha Otero, Fernando Araújo, João Taborda da Gama), Coimbra Editora, 2011, pp. 613-663, p. 629.

entendimento contrário, o momento a partir do qual a sociedade estaria apta a emitir estas ações poderia ter por referência a cotação em Bolsa, a prévia distribuição de lucros, ou a preliminar obtenção de lucros distribuíveis<sup>37</sup>. Consideramos que não seria criticável a imposição legal de um determinado período de tempo durante o qual as sociedades não pudessem emitir ações preferenciais sem voto. Tal como refere Vieira Peres<sup>38</sup>, é habitual uma sociedade recém constituída apresentar resultados negativos e conseqüentemente não ser possível proceder à distribuição de dividendos, nem mesmo de dividendos prioritários, fazendo deste modo ressurgir o direito de voto na esfera jurídica dos acionistas titulares deste tipo de ações.

Caso a autorização para a emissão de ações preferenciais sem voto venha a ser dada durante a vida societária, terá que existir uma alteração ao contrato de sociedade e essa decisão terá que advir de uma deliberação. Contudo, a doutrina não é unânime quanto à maioria necessária para a aprovação de tal deliberação<sup>39</sup>.

Entre outros, Brito Correia<sup>40</sup> e Sousa Machado Fontes<sup>41</sup> defendem que terá de haver unanimidade para que seja possível a criação de direitos especiais, nomeadamente para a emissão de ações preferenciais sem voto. Entendem estes, que a criação desses direitos, põe em causa o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas. Assim, para defesa destes acionistas, em caso de emissão de ações preferenciais sem voto, deverá existir o consentimento expresso de todos.

Armando Triunfante<sup>42</sup>, Poirier Braz<sup>43</sup> e Cristiano Dias<sup>44</sup> têm um entendimento diferente, defendendo que a maioria necessária para a criação de ações especiais, será a maioria qualificada, exigível para a alteração do contrato de sociedade, conforme determinado nos arts. 383º, n.º 3 CSC e 386º, n.º 3 CSC.

Entendemos ser esta a doutrina a seguir, pois tal como refere Cristiano Dias<sup>45</sup>, a criação de direitos especiais não é mais que uma alteração ao contrato de sociedade e

---

<sup>37</sup> Cf. PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, p. 349.

<sup>38</sup> *Ibidem*, p.348.

<sup>39</sup> Cf. LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, *ob. cit.*, p. 629.

<sup>40</sup> Cf. CORREIA, Luís Brito, *Direito Comercial – Sociedades Comerciais*, 2º vol., AAFDL, 1989, p. 330.

<sup>41</sup> Cf. FONTES, Sousa Machado, “Direitos Especiais dos Sócios nas Sociedades Comerciais”, *Relatório de Mestrado em Direito Comercial*, FDL, 1989, pp. 63-64.

<sup>42</sup> Cf. TRIUNFANTE, Armando Manuel, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra Editora, 2004, pp. 414-416.

<sup>43</sup> Cf. BRAZ, Manuel Poirier, *ob. cit.*, p. 110.

<sup>44</sup> Cf. DIAS, Cristiano, *ob. cit.*, pp. 298-301.

<sup>45</sup> *Ibidem*, pp. 298-301.

como tal a maioria necessária é a *supra* citada maioria qualificada. Acresce que a normal dispersão do capital social das sociedades anónimas tornaria impraticável a exigência do consentimento individual de cada sócio para a criação de direitos especiais.

Se numa determinada sociedade já existir ações privilegiadas, a criação de novas categorias de ações privilegiadas também levanta questões doutrinárias relativamente aos requisitos mínimos para aprovação da deliberação<sup>46</sup>.

É entendimento pacífico que as ações preferenciais sem voto poderão vir a ser criadas após um aumento de capital à custa de novas entradas, da incorporação de reservas disponíveis, ou da conversão de ações ordinárias<sup>47</sup>.

Tal como consta do art.º 341º, n.º 1 CSC, o capital social representativo de ações preferenciais sem voto nunca poderá ser superior a metade do capital da sociedade<sup>48</sup>. Este preceito legal visa prevenir que as decisões societárias sejam tomadas por acionistas que, apesar de deterem o poder decisório, devido à reduzida percentagem de capital social que detêm, não avaliem suficientemente o risco das decisões por si tomadas, por não estarem proporcionalmente vinculados ao capital da sociedade<sup>49</sup>.

II- O regime jurídico também não se mostra esclarecedor quanto à necessidade de consentimento para à supressão ou alteração de ações preferências sem voto. De acordo com o art. 24º, n.º 5 do CSC, para que seja possível a supressão de direitos especiais exige-se o consentimento do titular da ação. Contudo, entende Paulo Cunha que nas sociedades anónimas o consentimento não terá que ser prestado individualmente, porque neste tipo societário os direitos especiais conferidos pelas

---

<sup>46</sup> Cf. LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, *ob. cit.*, p. 630, o autor é da opinião que os requisitos deliberativos a observar para a aprovação da deliberação em questão, são os que constam dos arts. 24º, n.º 5 e n.º 6, 389º do CSC. Segundo CUNHA, Paulo Olavo, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónima...,cit.*, p.184, “a própria criação de novas categorias de ações privilegiadas não tem se ser aprovada pelos titulares de ações privilegiadas já existentes, reunidos em assembleia especial”.

<sup>47</sup> Neste sentido Cf. LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, *ob. cit.*, p. 630; PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, p. 349.

<sup>48</sup> No âmbito dos regimes jurídicos europeus é comum o estabelecimento de um limite para a emissão das ações preferenciais sem voto. Contudo, em sentido contrário parece dispor a legislação do Reino Unido. Neste sentido, cf. MOYANO, Benjamín, “Las clases de acciones como instrumentos financeiros en los derechos de sociedades británico y estadounidense”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 30, Aranzadi, 2008, p. 162.

<sup>49</sup> Cf. CORDEIRO, Menezes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (coordenação de A. Menezes Cordeiro), 2ª ed., 2011, p. 912-917, p. 914. Refere ainda MENDOZA, Maria Gómez, *ob. cit.*, p. 24 que a existência de um limite de ações preferenciais sem voto apresenta-se como positivo, pois a sua inexistência poderia levar ao desaparecimento de sócios com poder decisório, pondo um fim às assembleias gerais.

ações não são direitos pessoais. Deste modo, entende o autor que o consentimento a prestar terá de ser dado em assembleia especial dos acionistas titulares deste tipo de ações (cf. art. 24º, n.º 6 CSC), sendo apenas necessária a maioria exigível para alteração do contrato de sociedade (cf. art. 389º, n.º 2; 383º, n.º 2 e 386º, n.º 3)<sup>50</sup>.

## **3.2. Conteúdo dos direitos das ações preferenciais sem voto**

### **3.2.1. Direito ao dividendo prioritário**

O dividendo prioritário apresenta-se como o grande privilégio concedido às ações preferenciais sem voto.<sup>51</sup>

I- Desde a recente alteração legislativa, introduzida com o D.L. n.º 26/2015, o art. 341º, n.º 2 CSC<sup>52</sup> prevê que o direito ao dividendo prioritário concedido aos acionistas não poderá ser inferior a 1% do respetivo valor nominal ou, na falta deste, do seu valor de emissão deduzido de eventual prémio de emissão, retirado dos lucros que, nos termos do art. 32º e 33º, possam ser distribuídos aos acionistas.

A imposição legal de existência de um valor mínimo de dividendo prioritário afasta o risco de não distribuição de dividendos<sup>53</sup>.

Contudo, a existência de um valor mínimo de dividendo prioritário a atribuir às ações preferenciais sem voto levanta questões, nomeadamente, na eventualidade de num determinado ano de exercício, não existirem fundos suficientes para distribuir. Nesse caso, poderá o dividendo prioritário ser extraído de eventuais reservas distribuíveis<sup>54</sup>,

---

<sup>50</sup> Neste sentido cf. CUNHA, Paulo Olavo, “Os Novos Direitos Especiais: as ações especiais”, *cit.*, pp. 131, 132, também REBELO, João Ferreira, *ob. cit.*, p. 259 considera apenas necessário o consentimento em assembleia especial.

<sup>51</sup> PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, p. 364.

<sup>52</sup> Antes da alteração legislativa a percentagem mínima de dividendo prioritário a ser concedida ao acionista era de 5% do valor nominal. VENTURA, Raul, *Estudos Vários... cit.*, p. 430 defende que a exigência de um dividendo prioritário mínimo é a contrapartida para que a privação do direito de voto não se torne irrisória. Resta agora saber se com a diminuição da percentagem do dividendo prioritário a contrapartida pela privação do direito de voto se torna irrisória. Contudo, e tal como defende OLAVO, Carlos, *ob. cit.*, p. 382 estamos em crer que caso a contrapartida se torne irrisória a única consequência será que no mercado não existirá quem adquira tais ações. Em Espanha, na revisão da LSA de 1998, o legislador foi mais longe do que o legislador português, e extinguiu por completo a consagração legal de um mínimo de dividendo prioritário, sobre este assunto cf. ALONSO LEDESMA, C., “La reforma de la sociedad cotizada”, *Revista de Derecho de Sociedades* n.º12/1999, pp. 13-58, p. 22.

<sup>53</sup> Cf. CORDEIRO, Menezes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado, cit.*, p. 914.

<sup>54</sup> Entende ANTUNES, José Engrácia, *Direito das Sociedades – Parte Geral*, 4ª ed., Almedina, Porto 2013, p. 374 que reservas são “[a]queles valores que, tendo sido gerados pela própria atividade social e sendo contabilizados no capital próprio da sociedade, os sócios não puderem (por força da lei ou dos estatutos da sociedade) ou não quiseram (em virtude de deliberação social) distribuir”. As reservas

constituídas em anos anteriores? A ser possível, esta solução possibilitaria o pagamento dos dividendos prioritários, evitando uma possível recuperação do direito de voto pelos acionistas preferenciais sem direito de voto. Recordamos que a recuperação do direito de voto deverá ser evitada, por ir contra uma das finalidades da criação destas ações, a não interferência de alguns sócios na gestão societária<sup>55</sup>.

II- O art. 341º do CSC, antes da respetiva alteração legislativa, levantava algumas dúvidas, porque o legislador não esclarecia se o dividendo prioritário dos acionistas sem direito de voto era também um direito a um dividendo adicional.

Numa tentativa de resolução do problema foi-se formando doutrina baseada no estudo dos ordenamentos jurídicos que inspiraram o legislador português, nomeadamente o francês e o alemão. De facto, tanto em França como na Alemanha o legislador entende que o dividendo prioritário não terá que ser, forçosamente, um dividendo superior ao das ações ordinárias<sup>56</sup>.

Seguindo tal entendimento, no nosso ordenamento jurídico, refiram-se Raúl Ventura<sup>57</sup>, Maurício Lacerda<sup>58</sup> e Vieira Peres<sup>59/60</sup>. Defendem os referidos autores que o dividendo prioritário só será um dividendo superior, se os lucros distribuíveis apenas forem suficientes para a satisfação do dividendo prioritário. Entendem ainda que, caso satisfeito o dividendo prioritário, sobejem lucros distribuíveis o remanescente será atribuído aos acionistas ordinários até perfazer o montante já pago aos acionistas sem direito de voto. Consideramos esta a doutrina a seguir e, tal como Vieira Peres, entendemos que, caso o legislador tivesse pretendido consagrar um dividendo adicional,

---

distribuíveis a que nos referimos são as reservas não legais, que os sócios devido a uma deliberação social decidiram não distribuir.

<sup>55</sup> Sobre este assunto Cf. PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, pp. 374- 375, refere o autor que se atendermos a uma interpretação extensiva do conceito de lucro, abrangendo os lucros acumulados e não distribuídos, poderemos completar os fundos existentes num determinado exercício social com montantes extraídos de reservas distribuíveis.

<sup>56</sup> Refere PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, p. 371 “dividendo prioritário não é mais dividendo: é dividendo antes”.

<sup>57</sup> Cf. VENTURA, Raúl, *Estudos Vários... cit.*, p. 438.

<sup>58</sup> Cf. LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, *ob. cit.*, p. 625.

<sup>59</sup> Cf. PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, p. 371.

<sup>60</sup> Em sentido oposto veja-se, Paulo Olavo, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas...*, *cit.*, p. 374; NETO, Abílio, *ob. cit.*, p. 471 e LABAREDA, João, *ob. cit.*, p. 59, entendem os referidos autores que após distribuídos os lucros prioritários, caso reste lucro distribuível este será repartido de forma igualitária quer pelas ações ordinárias, quer pelas ações privilegiadas.

como se encontra consagrado para as sociedades não cotadas espanholas<sup>61</sup>, teria utilizado termos que o indicassem como por exemplo “dividendo adicional”<sup>62</sup>.

A recente alteração legislativa resolveu a questão e o art. 341º, n.º 3 CSC consagrou que, por regra, o dividendo é prioritário mas não adicional, só o sendo caso o contrato societário o preveja.

III- Dispõe o art. 342º, n.º 2 CSC o seguinte: “o dividendo prioritário que não for integralmente pago num determinado exercício deve ser pago nos três exercícios seguintes, antes do dividendo relativo a estes, desde que não haja lucros distribuíveis, sem prejuízo do disposto no n.º 4 e de o contrato de sociedade poder prever um número de exercícios superior.”<sup>63</sup>. De acordo com a previsão legal podemos afirmar que o dividendo prioritário é, por regra, cumulativo. Quer isto dizer que o dividendo prioritário que não for pago num determinado exercício, por falta de resultados distribuíveis, não é perdido, acumulando-se o respetivo direito pelos três exercícios seguintes. Contudo, refira-se que este direito ao dividendo cumulativo é limitado no tempo, pois o dividendo que não for pago num determinado ano social só terá que o ser nos três exercícios seguintes. Findo esse prazo o dividendo prioritário considerar-se-á perdido.

IV- O legislador português, no art. 342º, n.º 3 CSC, consagra a recuperação do direito de voto caso o dividendo prioritário não seja integralmente pago durante dois exercícios sociais. Contudo, tal como veremos de seguida, o preceito em causa suscita relevantes dúvidas interpretativas.

Entende-se que o direito de voto seja recuperado caso os dividendos prioritários não sejam pagos, durante um determinado período de tempo, pois a restrição ao direito

---

<sup>61</sup> Em Espanha, no âmbito das sociedades não cotadas, emitentes de ações preferenciais sem voto, vigora o caráter adicional do dividendo prioritário, tal como dispõe o art. 99º, n.º 1 LSC. Sobre esta temática veja-se YANES YANES, P., “Contenido y medida de atribución del dividendo preferente de acciones sin voto acumulado en presencia de acciones ordinárias y preferentes com voto”, *Revista de Derecho de Sociedades* n.º43/2014, pp. 213-253, p. 218.

<sup>62</sup> Cf. PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, p. 370.

<sup>63</sup> Importa salientar que a parte final do art. 342º, n.º 2 do CSC foi introduzida pelo D.L. n.º 26/2015. O regime legal, ao abrigo da liberdade contratual, permite que mediante cláusula introduzida no contrato de sociedade se preveja a possibilidade de o dividendo prioritário ser pago num número de exercícios superiores a três. Permite ainda que o contrato de sociedade possa prever que relativamente às ações preferenciais sem voto que sejam subscritas exclusivamente por investidores qualificados e que não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado afastar ou regulamentar de forma diversa o regime do dividendo prioritário que não seja pago num determinado exercício.

de voto só existe como contrapartida ao dividendo prioritário a que o acionista tem direito<sup>64</sup>.

De facto, coloca-se a seguinte questão: quando ressurgirá o direito de voto? ou seja, qual a interpretação a dar à expressão “integralmente pago”? A letra da lei não esclarece, mas a doutrina tem vindo a pronunciar-se sobre o assunto. Vieira Peres<sup>65</sup> e Raul Ventura<sup>66</sup> entendem que, caso fique por pagar total ou parcialmente o dividendo prioritário de um exercício e caso no ano seguinte os resultados já permitam pagar ou acabar de pagar o dividendo em atraso, mas não o dividendo desse ano, então estamos perante uma situação que se enquadra no âmbito de aplicação do n.º3, pelo que o direito de voto será recuperado. Segundo a opinião dos Autores não é necessário que seja o mesmo dividendo prioritário a não ser integralmente pago durante dois exercícios sociais.

Entendem ainda os mesmos autores e Abílio Neto que, para o direito de voto ser recuperado, os dois exercícios sociais em que não se proceda ao integral pagamento do dividendo terão que ser seguidos e não interpolados<sup>67</sup>, pois caso contrário a sociedade estaria sempre presa ao seu passado<sup>68</sup>.

Outra questão que inquietava a doutrina e que foi resolvida pela nova redação dada ao art. 342º, n.º 3 do CSC, introduzida pelo D.L. n.º 26/2015, relacionava-se com o momento em que os acionistas perdiam o direito de voto, no caso de o dividendo não ser integralmente pago durante dois exercícios sociais. Atualmente prevê-se que o direito de voto se extinga por regra, “no exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos os dividendos prioritários em atraso”<sup>69</sup>.

V- A propósito do não pagamento do dividendo prioritário coloca-se a questão de saber se o regime de aquisição do direito de voto, nos termos previstos, também teria

---

<sup>64</sup> Neste sentido veja-se PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, p. 379.

<sup>65</sup> Cf. PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, pp. 378- 383.

<sup>66</sup> Cf. VENTURA, Raúl, *Estudos Vários... cit.*, p. 444.

<sup>67</sup> Cf. VENTURA, Raúl, *Estudos Vários ... cit.*, p. 441; NETO, Abílio, *ob. cit.*, p. 475; PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, pp. 378- 383.

<sup>68</sup> Cf. PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, p. 382.

<sup>69</sup> Antes da alteração legislativa defendia REBELO, João Ferreira, *ob. cit.*, p. 254, que “Esse direito mantém-se até ao exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos os montantes em atraso. Ainda que os montantes em atraso sejam pagos num determinado mês e dia específico, o direito de voto mantém-se até ao fim desse exercício (coincida ele ou não com o ano civil)”. Diferente solução era defendida por PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, p. 386, o autor considerava que os acionistas podem perder o direito de voto antes do início do exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos os dividendos prioritários em atraso, desde que a sociedade proceda ao adiantamento por conta dos lucros de exercício e liquide os dividendos em atraso.

aplicação quando o não pagamento desse dividendo se devesse não só à falta de lucros sociais distribuíveis, como também à violação de deveres de administração da sociedade. Sobre o assunto, defendem João Rebelo<sup>70</sup> e Abílio Neto<sup>71</sup> que, independentemente do motivo que preside à não distribuição de dividendos, existe fundamento para a conquista temporária do direito de voto. Em sentido contrário, pronunciam-se João Labareda<sup>72</sup> e Menezes Cordeiro<sup>73</sup>, entendendo os referidos autores que, se os administradores não cumprirem a obrigação de distribuição de lucros, os acionistas preferenciais poderão executar a sociedade e a administração responsável, mas não recuperam o direito de voto.

A recente alteração legislativa operada em 2015 não se pronuncia concretamente sobre a possibilidade de recuperação do direito de voto, no caso de não distribuição do dividendo prioritário caso existam lucros distribuíveis, deixando a questão em aberto. Contudo, o art. 342º, n.º 5 CSC estipula e esclarece que no caso de existirem lucros distribuíveis, e a sociedade não proceder ao pagamento dos dividendos prioritários, cabe aos acionistas preferenciais recorrer à execução específica quanto ao direito de recebimento.

### **3.3. Reembolso prioritário**

Outra vantagem que poderá advir da emissão de ações preferenciais sem voto será o direito ao reembolso prioritário do valor das ações<sup>74</sup>. O direito ao reembolso prioritário é um direito “secundário”<sup>75</sup>, pois apenas ocorre no caso de liquidação da sociedade.

Assim, no caso de dissolução ou liquidação da sociedade, os acionistas sem direito de voto, recuperam o valor das ações, antes de todos os outros acionistas, mas posteriormente ao reembolso das dívidas aos credores.

---

<sup>70</sup> Cf. REBELO, João Ferreira, *ob. cit.*, p. 253, sobre o assunto refere o autor que independentemente do motivo que preside à não distribuição de dividendos os acionistas sem direito de voto recuperá-lo-ão caso se verifiquem os pressupostos do art. 342º CSC.

<sup>71</sup> Cf. NETO, Abílio, *ob. cit.*, p. 475.

<sup>72</sup> Cf. LABAREDA, João, *ob. cit.*, p. 61.

<sup>73</sup> Cf. CORDEIRO, Menezes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado, cit.*, pp. 915-916.

<sup>74</sup> Cf. art. 341º, n.º 2 CSC.

<sup>75</sup> Tal expressão é utilizada por LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, *ob. cit.*, p. 621.

Satisfeitos os credores sociais e na eventualidade de o ativo restante não ser suficiente para pagar aos acionistas sem direito de voto o valor integral das suas ações, o saldo é repartido proporcionalmente pelas ações sem voto, nada restando para os restantes acionistas<sup>76</sup>.

Os acionistas com direito de voto apenas terão direito a reembolso, caso sobre ativo, após reembolso integral dos credores e dos acionistas sem direito de voto.

Se no final destas operações ainda restar saldo, todos os acionistas em pé de igualdade concorrerão ao reembolso, na proporção aplicável à distribuição dos lucros de exercício<sup>77</sup>, art. 654º CSC.

Refere Menezes Cordeiro<sup>78</sup> que o direito ao reembolso prioritário assume maior interesse nos casos de sociedades de duração limitada, pois nesse caso o momento em que ocorrerá o reembolso prioritário é um momento certo e já determinado à partida.

#### **4. Funções das ações preferenciais sem voto**

##### **4.1. Conciliação de interesses por parte dos acionistas**

A função principal das ações preferenciais sem voto é permitir o financiamento das Sociedades Anónimas, conciliando os interesses diversos dos sócios<sup>79</sup>.

Com efeito, as ações preferenciais sem voto, alargam o leque de investidores disponíveis para financiar as sociedades, permitindo que os acionistas com direito de voto mantenham o domínio da gestão societária (são os chamados “acionistas de controlo” ou “acionistas empresários”) e paralelamente captem financiamento proveniente de acionistas desinteressados da gestão societária (os titulares de ações preferenciais sem voto, também considerados “acionistas investidores”) a quem, em compensação, são atribuídas as vantagens patrimoniais – art. 341º, n.º 1 CSC.

Para uma melhor perceção da forma como as ações preferenciais sem voto conseguem conciliar os interesses das categorias de acionistas<sup>80</sup> referidas procederemos de seguida à caracterização detalhada de cada tipo de acionista.

---

<sup>76</sup> *Ibidem*, p. 621; MARQUES, Elda, *ob. cit.*, p. 666.

<sup>77</sup> Neste sentido, Cf. LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, *ob. cit.*, p. 621; MARQUES, Elda, *ob. cit.*, p. 666.

<sup>78</sup> CORDEIRO, Menezes, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, *cit.*, p. 914.

<sup>79</sup> Neste sentido, cf. BEHRENS, Peter, “Allemagne”, *Les actions de preference en droit compare*, Paris, 1987, pp. 29 ss, p. 32.

Tal como refere Pedro Maia, enquanto a caracterização dos acionistas investidores é simples, a caracterização e os interesses dos acionistas empresários é mais complexa<sup>81</sup>.

Os acionistas empresários pretendendo participar na vida societária têm, como fim último, obter retorno dos seus investimentos, no que comungam esse interesse com os acionistas investidores.

Salienta o referido autor que o interesse visado pelos sócios empresários de participarem na vida societária nem sempre é alcançado na plenitude, pois principalmente nas sociedades de maior dimensão, a administração é exercida por *managers* que muitas das vezes não são acionistas. Contudo, pela elevada percentagem de capital social detida pelos acionistas empresários, são eles que elegem e destituem os administradores, o que acaba por interferir no modo como os administradores gerem a empresa. A própria ideia de fazer “nascer” a sociedade surge, normalmente, dos acionistas empresários. Deste modo, eles acabam por manter influência determinante na administração, participando assim na vida societária<sup>82</sup>.

Tal como refere Maria de Fátima Ribeiro<sup>83</sup>, nas sociedades anónimas é frequente que os acionistas investidores, desinteressados pela gestão societária e apenas preocupados com a receção de lucros, não compareçam às assembleias gerais. A doutrina<sup>84</sup> aponta alguns fatores determinantes para esse fenómeno, de entre os quais destacamos os seguintes: os custos associados à deslocação; a publicidade insuficiente das convocatórias; a fraca sensibilidade destes acionistas para os negócios. Como fator

---

<sup>80</sup> A categorização e distinção entre acionistas investidores e empresários é também referida e aceite por diversos autores, entre eles, XAVIER, Lobo, “Sociedade anónima”, *Polis – Enciclopédia Verbo da Sociedade e do Estado*, vol. 5, col. 924; GALGANO, Francesco, “Società per azioni e classi sociali”, *Rivista delle Società*, 1972, pp. 941-978, pp. 963 ss; GRIPPO, Giovanni, *Deliberazione e collegialità nella società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1979, p. 44; ASCENSÃO, Oliveira, “As Ações”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, 200, pp.57-90, p. 61; RIBEIRO, Maria de Fátima, “O Papel do Acionista Empresário no Governo Societário”, *Estudos Dedicados ao Professor Doutor Bernardo da Gama Lobo Xavier, Revista Direito e Justiça*, vol. II, Universidade Católica Editora, Lisboa 2015, pp. 508- 534, p. 500.

<sup>81</sup> Cf. MAIA, Pedro, *Função e Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima*, pp. 43 – 46, nota 61.

<sup>82</sup> *Ibidem*, pp. 43 – 46, nota 61.

<sup>83</sup> RIBEIRO, Maria de Fátima, “O Papel do Acionista Empresário no Governo Societário”, *cit.*, p. 507.

<sup>84</sup> Neste sentido Cf. LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, *ob. cit.*, pp. 651- 652. Também a doutrina espanhola se pronuncia sobre os motivos que influenciam a não participação dos sócios investidores nas assembleias gerais, cf. DUQUE DOMÍNGUEZ, J., “Absentismo del accionista y acciones sin voto”, *AAVV, Homenaje a Juan Berchmans Vallet de Goytisolo*, vol. VII, Consejo General del Notariado. Madrid, 1988, pp. 143-84, pp. 153, 154.

adicional, refira-se que devido à forte dispersão de capital social característico deste tipo societário, os acionistas investidores sentem que o sentido do seu voto seria irrelevante.

Como consequência do desinteresse destes acionistas pela vida societária, os acionistas investidores muito facilmente alienam a participação social detida<sup>85</sup>, quando consideram que o momento de alienação lhes irá proporcionar maiores rendimentos. Estes acionistas são assim muitas vezes voláteis, investindo e desinvestindo nas sociedades que, do seu ponto de vista, se mostram mais rentáveis, não lhes interessando o objeto societário das mesmas<sup>86</sup>.

Pensamos, pois, poder concluir, do atrás exposto, que a emissão de ações preferenciais sem voto permite o financiamento societário com vantagem, ao possibilitar adaptar a realidade das sociedades anónimas, aos interesses das duas categorias de acionistas referidas<sup>87</sup>.

#### **4.2. Solução para o absentismo dos acionistas**

Tal como evidenciamos anteriormente os acionistas investidores nem sempre se mostram atraídos e com motivação suficiente para estarem presentes nas assembleias gerais. Atendendo a essa realidade, as ações preferenciais retiram aos seus titulares o exercício do direito de voto. Ao fazê-lo, não estão mais do que a retirar-lhes um direito que estes não exerceriam e em contrapartida conferem-lhes outros que, do seu ponto de vista, lhes são mais aliciantes.

A este propósito refere Maurício Lacerda que as ações preferenciais sem voto apenas reconhecem o fenómeno do absentismo, não o diminuindo. As referidas ações “expressam tal situação e não devem ser consideradas a causa para uma maior

---

<sup>85</sup> Devido à rapidez com que nas sociedades abertas os sócios podem proceder ao desinvestimento, é frequente encontrarmos bastantes sócios investidores neste tipo de sociedades. Neste sentido cf. RIBEIRO, Maria de Fátima, “Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira”, *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, (coordenação de Maria de Fátima Ribeiro), Almedina, 2007, pp. 11-30, p. 13.

<sup>86</sup> MAIA, Pedro, *ob. cit.*, p. 44.

<sup>87</sup> A propósito da compatibilidade de interesses de acionistas empresários e investidores mencione-se RIBEIRO, Maria de Fátima, “O Papel do Acionista Empresário no Governo Societário”, *cit.*, p. 507, “(...) a aptidão dos acionistas empresários para controlar ou exercer a função de gestão alia-se, em vez de se opor, ao exclusivo interesse dos acionistas investidores em auferir o maior rendimento da sua participação na sociedade, com menor envolvimento pessoal possível (...)”. *Ibidem*, p. 507, nota 21 É ainda feita menção ao facto de a lei societária tentar promover a conciliação dos interesses destas duas categorias de acionistas.

concentração de poder (...), mas como instrumento apto a mitigar os reflexos negativos que recaem sobre o pequeno acionista estimulando-o a investir”<sup>88</sup>.

Ainda sobre a mesma questão, refere Francisco Espinosa que o absentismo dos acionistas investidores é uma verdade inegável. Contudo, as ações preferenciais sem voto apenas reconhecem essa realidade em nada solucionam o problema <sup>89</sup>.

Deste modo, concluímos que as ações preferenciais sem voto apenas reconhecem o fenómeno do absentismo no âmbito de sociedades emissoras de ações preferenciais sem voto. Contudo, em nada contribuem para diminuir essa realidade.

### 4.3. Obstáculo a aquisições hostis

A emissão de ações preferenciais sem voto e de ações de voto plural<sup>90</sup> permitem a manutenção de controlo societário por parte dos sócios de controlo, sem que detenham a maioria do capital social. A falta de correspondência entre capital detido e maioria de poder de voto, que se verifica pela emissão de ambos os tipos de ações, dificultam as tentativas de aquisições hostis<sup>91</sup>, isto porque podem ser feitos aumentos de capital sem que com isso os acionistas de controlo percam a posição relativa nas assembleias gerais. Consequentemente como os adquirentes das ações preferenciais sem voto não adquirem o direito de voto, não haverá o risco de lançamento de OPA, por parte desses acionistas<sup>92</sup>. Por outro lado, essas ações também não interessam a eventuais acionistas que pretendam assumir o controlo da sociedade, pois a ele não dão acesso.

A este propósito Refere Elda Marques que, na Alemanha, as ações preferenciais sem voto foram utilizadas como meio de obstar a que as sociedades familiares serem alvo de aquisições. Neste tipo de sociedades os sócios controladores são, por regra, quem dá origem ao projeto societário e detêm elevadas percentagens de capital social.

---

<sup>88</sup> LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, *ob cit.*, p. 653.

<sup>89</sup> Neste sentido veja-se, ALONSO ESPINOSA, F.J., “Relaciones entre las funciones de las acciones sin voto y su régimen legal (algunas consideraciones críticas)”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 42 enero- junio 2014, pp. 97-129, p. 127.

<sup>90</sup> Recorde-se que a emissão de ações de voto plural, no âmbito das sociedades anónimas, é atualmente proibida, neste sentido veja-se o art. 384º, n.º 5 CSC.

<sup>91</sup> Cf. MARCELO, Paulo Lopes, *A Blindagem da Empresa Plurissocietária*, Almedina, Coimbra, 2006, p. 42 e ainda MANDEIRO, Ana, “Estudo de Caso: A OPA do BCP sobre o BPI”, em AAVV, *Temas de Direito das Sociedades*, 1ª ed., Wolters Kluwer Coimbra Editora, 2011, pp- 135-238, p. 171.

<sup>92</sup> Neste sentido, Cf. MARTINS, Alexandre Soveral, *Valores Mobiliários – Ações*, Cadernos do IDET, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2003, p. 65

Como modo de evitar a perda do poder decisório e tendo em vista captar financiamento externo, recorrem à emissão de ações preferenciais sem voto<sup>93</sup>.

#### 4.4. Instrumento especulativo

A 31 de janeiro de 2013 o Professor Alfaro no seu *blog*<sup>94</sup>, equaciona a possibilidade de, em Itália, as ações preferenciais sem voto poderem ter uma função especulativa, ao permitirem o financiamento das ações com voto. Esta situação pode acontecer em países como a Itália, em que as ações preferenciais sem voto são vendidas por um preço inferior ao das ações ordinárias.

O autor equaciona duas situações diferentes, que ocorrem em Itália, sendo que, em ambas as hipóteses procede-se à conversão<sup>95</sup> de ações sem voto em ações com voto.

Na primeira situação os acionistas adquirem ações sem voto, que se apresentam no mercado com um preço inferior comparativamente ao das ações ordinárias. Posteriormente, tais ações são convertidas em ações que atribuam direito de voto. Deste modo, os acionistas adquirentes alcançam o controlo societário de uma forma menos onerosa.

Na segunda hipótese, os acionistas visando obter o controlo societário alienam as suas ações com voto e adquirem ações sem voto, para mais tarde converterem as ações sem direito de voto em ações com direito de voto, conseguindo assim, no final, adquirir as ações com direito de voto a um menor custo.

---

<sup>93</sup> Cf. MARQUES, Elda, *ob. cit.*, p. 614.

<sup>94</sup> O art. que se intitula de “*Por qué los accionistas de control – en Italia- son generosos cuando suprimen las acciones sin voto*” encontra-se disponibilizado em <http://derechomercantiles.ana.blogspot.com>.

<sup>95</sup> Refira-se que de acordo com a doutrina Italiana a conversão de ações preferenciais sem voto em ações ordinárias é admitida, neste sentido cfr. PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, p. 397. No nosso ordenamento jurídico a questão da admissibilidade da conversão de ações preferenciais sem voto em ações com voto também se poderia colocar, uma vez que, o art. 344º CSC apenas permite expressamente a conversão em sentido oposto. Contudo, COELHO, Eduardo Lucas, *Direito de Voto dos Acionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Lisboa, 1987, p. 169 e PERES, J.J. Vieira, *ob. cit.*, pp. 396-397, admitem a conversão de ações preferenciais sem voto em ações ordinárias por um argumento de maioria de razão. Para que a referida conversão seja possível será necessária a aprovação em assembleia geral. Esta decisão de conversão é facultativa e depende da vontade do acionista, sendo discutível se a conversão poderá ser forçada.

#### 4.5. Outras funções da emissão de ações preferenciais sem voto

Refere João Rebelo<sup>96</sup> que outra função que, em tempos de crise, poderia cativar as sociedades a emitirem ações preferenciais sem voto seria o facto de o recurso ao financiamento bancário ser cada vez mais “difícil e caro”<sup>97</sup>. Também para os próprios investidores a aplicação das suas poupanças em ações preferenciais sem voto pode mostrar-se interessante, pois até à recente alteração legislativa o rendimento mínimo a que um acionista tinha direito seria de 5% do valor nominal, e a verdade é que o investimento em aplicações do sector bancário não se apresentava tão rentável.

Por último, refira-se que também a participação dos trabalhadores nos lucros da sociedade<sup>98</sup>, através da atribuição de ações preferenciais sem voto, poderá ser uma forma eficaz de a sociedade conseguir obter melhores resultados.

Através desta medida pretende-se do trabalhador maior empenho e envolvimento na realização das suas funções, pois sabe que, parte do sucesso do seu trabalho, e consequentemente do sucesso da empresa, terá reflexos diretos nos ganhos patrimoniais que virá a obter.

Neste sentido, em março de 2001, aquando da realização da Cimeira de Lisboa, a Comissão Europeia apelou a que os Estados Membros tomassem medidas no sentido de motivar as respetivas sociedades a fazer participar os seus trabalhadores no capital social, visando a promoção de maior competitividade.

Ao falarmos na participação do trabalhador nos lucros da empresa, à partida, não nos referimos às situações em que os próprios trabalhadores são sócios da empresa. Tal fenómeno poderá, no entanto acontecer quando são atribuídas ações aos sócios, tal como acontece com a atribuição de ações preferenciais sem voto. Na maioria dos casos a atribuição de ações aos trabalhadores está relacionado com o fenómeno “*stock options plans*”<sup>99</sup>.

---

<sup>96</sup> Quanto ao assunto veja-se REBELO, João Ferreira, *ob. cit.*, p. 242.

<sup>97</sup> *Ibidem*, p. 242.

<sup>98</sup> Tal como refere GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Almedina, 2011, p. 513, a participação dos trabalhadores nos lucros da sociedade pode ser efetivada por duas vias, “quer diretamente através da partilha de lucros, quer indiretamente através da participação no capital (planos de subscrição ou atribuição de opções ou ações da empresa)”.

<sup>99</sup> Cf. GOMES, Fátima, *ob. cit.*, p. 511.

A atribuição de ações preferenciais sem voto aos trabalhadores apresenta como vantagem, o facto de permitir que estes participem no capital da empresa sem que por isso passem a ter interferência na gestão da sociedade.

## 5. Razões para o insucesso das ações preferenciais sem voto

Apesar das potencialidades das ações preferenciais sem voto, tem-se constatado uma fraca adesão, por parte das sociedades, ao recurso a esta forma de financiamento. A Tabela 1 representa a emissão por tipo de ações das sociedades abertas, conforme o Relatório Anual sobre a Atividade da CMVM sobre os Mercados de Valores Mobiliários. Apenas uma ação preferencial sem voto foi emitida no período em análise, compreendido entre 2011 e 2013 inclusive, dentro de um total de 60 ações emitidas<sup>100</sup>.

Unidade: 10<sup>6</sup> Euro

Natureza dos Valores	2011		2012		2013	
	Nº Emissões	Valor	Nº Emissões	Valor	Nº Emissões	Valor
Ações Ordinárias	28	2.059	16	1.711	15	2.069
Ações Preferenciais Sem Voto	1	54	0	0	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>29</b>	<b>2.113</b>	<b>16</b>	<b>1.711</b>	<b>15</b>	<b>2.069</b>

Fonte: CMVM

Tabela 1- Emissões de Ações por Sociedades Abertas, por Tipo de Ações

A fraca adesão à emissão de ações preferenciais sem voto decorre em grande medida da reduzida experiência de sociedades que tenham recorrido a esta via de financiamento. Tal como constatamos da leitura da Tabela 1, é escasso o recurso a este modo de financiamento. Além de poucos casos, refira-se ainda a situação da Soares da Costa que, em 1994 procedeu à emissão de ações preferenciais sem voto, tendo em 2009 concluído o processo de conversão dessas ações em ações ordinárias<sup>101</sup>.

<sup>100</sup>O relatório encontra-se disponibilizado para consulta em [http://www.cvm.pt/CMVM/Publicacoes/Relatorios/CMVM2013/Documents/Relatorio\\_CMVM\\_2013.pdf](http://www.cvm.pt/CMVM/Publicacoes/Relatorios/CMVM2013/Documents/Relatorio_CMVM_2013.pdf).

<sup>101</sup>O comunicado que dá conta da conversão das ações sem voto em ações ordinárias, pode ser consultado em <http://web3.cvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/COVM25308.pdf>. A propósito dos motivos que estiveram origem da decisão de conversão, foi invocado o facto de a prática societária ter demonstrado fraca receptividade por parte dos investidores em recorrerem a este meio de investimento.

Também a falta de doutrina que se debruce sobre o estudo deste tipo de ações e a inexistência de jurisprudência<sup>102</sup> sobre a matéria conduzem ao desconhecimento da figura na prática societária<sup>103</sup>.

### **5.1. A fragilidade do controlo dos acionistas**

Tal como referimos anteriormente, as sociedades emitentes de ações preferenciais sem voto têm a potencialidade de permitir aos acionistas empresários a obtenção e a manutenção do controlo societário de uma forma estável e com menos custos. O investimento necessário para adquirir o controlo societário é menor quando comparado com as sociedades cuja percentagem de capital votante é de 100%, porque naquelas sociedades o controlo adquire-se com a titularidade de menos percentagem do capital social.

Contudo, esta facilidade de obter e manter o controlo facilmente e com menos custos não pode ser encarada de modo absoluto. Nas sociedades não emitentes de ações preferenciais sem voto, em que o capital se encontra fragmentado, para que um acionista consiga adquirir o controlo societário terá que empregar recursos financeiros superiores. Já numa sociedade emitente de ações preferenciais sem voto um acionista que pretenda adquirir o controlo societário conseguirá fazê-lo com menos custos, uma vez que apenas terá que adquirir a maioria do capital das ações com direito de voto. Quanto a este assunto citamos o autor Alonso Espinosa “Paradoxalmente pela mesma razão que as ações sem voto dificultam o acesso ao controlo, também podem dificultar a sua manutenção, uma vez que a cifra de capital com voto, necessária para se adquirir o controlo é menor ou substancialmente menor no total”<sup>104</sup>.

Deste modo, os acionistas de controlo numa sociedade emitente de ações preferenciais sem voto poderão sentir-se ameaçados perante um grupo de investidores profissionais que tenham o objetivo de alcançar o domínio em tal sociedade, uma vez que com relativamente pouco capital o poderão atingir.

---

<sup>102</sup> Em pesquisa efetuada no site <http://www.dgsi.pt/> sobre a existência de ações judiciais sobre o tema em análise, nenhum acórdão foi encontrado.

<sup>103</sup> REBELO, João Ferreira, *ob. cit.*, p. 243.

<sup>104</sup> ALONSO ESPINOSA, F.J., “Relaciones entre las funciones de las acciones sin voto y su régimen legal (algunas consideraciones críticas)”, *cit., trad.*, p. 124.

## 5.2. Fragilidade da função de financiamento e controlo societário

Como já foi mencionado, uma das principais funções das ações preferenciais sem voto é promover o financiamento. Contudo, importa não esquecer que os titulares de ações preferenciais sem voto têm direito a auferirem dividendos de modo prioritário, acumuláveis em caso de não pagamento. Desta forma, a função de financiamento da sociedade poderá ficar comprometida e acarretar custos acrescidos para a sociedade em caso de crise financeira.<sup>105</sup>

A estabilidade do controlo societário é também posta em causa, no caso de não se proceder à distribuição de dividendos prioritários, durante dois exercícios sociais. Nesse caso, as ações preferenciais sem voto passam a conferir aos seus titulares direito de voto<sup>106</sup> e, conseqüentemente, os acionistas que até então assumiam o controlo societário facilmente o perderão, pois o capital representado pelas ações preferenciais sem voto passa a ser tido em conta na determinação do capital social votante.

A função e vantagem, ao nível da estabilidade do controlo da sociedade, que motivara os seus acionistas a recorrer à emissão das ações preferenciais sem voto, facilmente pode pois ser posta em causa, em caso de crise financeira<sup>107</sup>.

## 5.3. A remição das ações preferenciais sem voto

O nosso ordenamento jurídico prevê expressamente a possibilidade de remição das ações preferenciais sem voto<sup>108</sup>, mediante deliberação da assembleia geral ou mediante previsão estatutária.

Tal como referimos no capítulo 2.3. as ações preferenciais remíveis são um tipo de ações privilegiadas previstas no CSC<sup>109</sup>. As ações preferenciais remíveis são ações caracterizadas pela concessão de privilégios patrimoniais. Contudo, a existência de tais privilégios e mesmo das ações ficam limitadas por um período de tempo, o qual é determinado no contrato de sociedade ou em assembleia geral<sup>110</sup>.

---

<sup>105</sup> Neste sentido veja-se, MARQUES, Elda, *ob. cit.*, p. 614

<sup>106</sup> Cf. art. 342º, n.º 2 CSC.

<sup>107</sup> Cf. LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, *ob. cit.*, p. 656.

<sup>108</sup> A consagração legal encontra-se no art. 345º CSC. Devido à recente alteração legislativa introduzida com o D.L. nº 26/2015 prevê-se, sem margem para dúvida, a possibilidade de remição das ações sem direito de voto.

<sup>109</sup> O regime das ações preferenciais remíveis encontra-se previsto nos arts. 346º-347º CSC.

<sup>110</sup> A propósito do fim visado com a emissão de ações preferenciais remíveis refere REBELO, João Ferreira, *ob. cit.*, p. 236 “A emissão de APR é indicada, do ponto de vista societário quando a necessidade

A remição das ações preferenciais sem voto consiste na possibilidade de a sociedade controlar os privilégios e ações criadas, podendo fazê-los extinguir pelos meios anteriormente referidos.

Este mecanismo de supressão dos privilégios criados poderá desincentivar possíveis interessados em adquirir ações preferenciais sem voto<sup>111</sup>.

#### **5.4. O Regime fiscal das ações preferenciais Sem voto**

Outro fator dissuasor do recurso às ações preferenciais sem voto foi, até à recente alteração do Código de IRC, o regime de tributação deste tipo de ações. Com efeito, o rendimento auferido pelos acionistas titulares destas ações não era considerado um custo da sociedade e logo não era deduzido à matéria coletável. Sendo considerado repartição de lucros era tributado na esfera do acionista como um dividendo, não podendo a sociedade aproveitar o respetivo encargo como um custo, sendo consequentemente penalizada em termos de IRC.

As sociedades preferiam, pois, financiar-se através da emissão de obrigações<sup>112</sup>. O tratamento fiscal das obrigações, cujos juros são considerados como custos foi, fator determinante para a preferência por este tipo de financiamento<sup>113</sup>. Os juros das obrigações são considerados como custos e, como tal, beneficiam a sociedade em termos de matéria coletável.

Contudo, convém referir uma importante alteração legislativa introduzida ao Código do IRC<sup>114</sup>. Atualmente, de acordo com o art. 23º, n.º 7, do Código de IRC, passam a ser dedutíveis para efeitos fiscais os gastos respeitantes a ações preferenciais sem voto classificadas como passivo financeiro, de acordo com a normalização

---

de capital reveste um carácter de curto/médio prazo, findo o qual a sociedade pretende libertar-se dos respetivos subscritores, regressando à estrutura acionista originária.”

<sup>111</sup> Tal entendimento é partilhado LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, *ob. cit.*, p. 635.

<sup>112</sup> O regime legal das obrigações encontra-se regulado nos arts. 348º - 372º- B CSC. Diferentemente do que acontece com o acionista preferencial sem direito de voto, um obrigacionista é um credor social, deste modo, terá que ser reembolsado pela sociedade independentemente dos lucros distribuíveis que uma sociedade detenha. Esta nota característica é um dos aspetos que contribuía para o maior interesse por parte dos investidores pelas obrigações. Outro aspeto diferenciador e cativante das obrigações é o regime legal simplificado, contrariamente ao que sucedia com as ações preferenciais sem voto, antes da alteração legislativa introduzida pelo D.L. n.º 26/2015.

<sup>113</sup> Neste sentido cf. REBELO, João Ferreira, *ob. cit.*, p. 244; MARQUES, Elda, *ob. cit.*, p. 616; CASTRO, Carlos Osório de, “Ações Preferenciais Sem Voto”, *cit.*, p. 285.

<sup>114</sup> Neste sentido cf. Lei 82-C/2014.

contabilística em vigor, incluindo os gastos com a emissão destes títulos na esfera da entidade emitente. Deste modo, o regime fiscal das ações preferenciais sem voto tornou-se mais atrativo, sendo neste domínio equivalente ao das obrigações.

### **5.5. O receio de investimento em ações e a existência de outros valores mobiliários**

Grande parte dos investidores portugueses têm receio de fazer aplicações financeiras que envolvam o risco de perda do capital investido<sup>115</sup>, sendo que a própria designação legal deste tipo de instrumento financeiro enquanto ação, embora tratando-se de uma categoria especial, poderá levar um potencial investidor, desconhecedor do menor risco associado a estas ações, a temer pela perda do capital investido.

Tal como refere João Ferreira Rebelo, “[o] nosso mercado de capitais é pouco desenvolvido e os pequenos investidores optam por recorrer a soluções de nulo ou baixo risco, ainda que consigam uma rentabilidade mais baixa, por preferirem salvaguardar a segurança dos seus investimentos”<sup>116</sup>.

Importa ainda salientar que no mercado existe uma enorme diversidade de instrumentos financeiros, de que as sociedades anónimas se podem servir para atrair financiamento<sup>117/118</sup>. Devido à tendência de proliferação de tais produtos financeiros as ações preferenciais sem voto são afetadas pela grande concorrência existente no mercado<sup>119</sup>. O fenómeno acabado de referir também se verifica noutros ordenamentos jurídicos, como é o exemplo de Espanha<sup>120</sup>.

---

<sup>115</sup> Neste sentido refira-se REBELO, João Ferreira, *ob. cit.*, p. 242. Pelo que foi possível constatar o perfil do investidor Espanhol é bastante semelhante ao perfil do investidor português, também em Espanha a designação das ações preferenciais sem voto enquanto ações é um fator dissuasor, cf. ALONSO ESPINOSA, F. J., “Relaciones entre las funciones de las acciones sin voto y su régimen legal (algunas consideraciones críticas)”, *cit.*, p. 122.

<sup>116</sup> REBELO, João Ferreira, *ob. cit.*, pp. 243, 244.

<sup>117</sup> Enquanto exemplos de instrumentos financeiros a que os investidores poderão recorrer e que concorrem no mercado com as ações preferenciais sem voto, refiram-se as obrigações, o papel comercial, obrigações convertíveis em ações.

<sup>118</sup> A propósito da diversidade de instrumentos financeiros, ALONSO ESPINOSA, F.J., “Acciones sin voto y obligaciones convertibles en acciones en la financiación de la SA (primeras anotaciones a los arts 90-92)”, *Revista General de Derecho*, 1990, pp. 45-59, p. 46, refere que todos os instrumentos financeiros visam facilitar o financiamento da sociedade anónima, acabando com o modo tradicional de financiamento que é o título de crédito.

<sup>119</sup> REBELO, João Ferreira, *ob. cit.*, p. 243.

<sup>120</sup> ALONSO ESPINOSA, F. J., “Relaciones entre las funciones de las acciones sin voto y su régimen legal (algunas consideraciones críticas)”, *cit.*, p.118.

## 5.6. O menor valor de mercado atribuído às ações preferenciais sem voto

Outro ponto salientado por Francisco Espinosa, como potenciador do fraco recurso às ações preferenciais sem voto, será o seu reduzido valor de mercado<sup>121</sup>.

Decorre do regime legal destas ações que para os acionistas preferenciais existe a garantia de um dividendo mínimo garantido, diminuindo-se desta forma o risco de participação no capital das sociedades emitentes de ações preferenciais sem voto. Contudo, o facto de a estas ações não ser atribuído direito de voto terá como consequência uma possível diminuição do valor de mercado destas ações, quando comparados com o valor de mercado atribuído às ações ordinárias<sup>122</sup>.

Deste modo, conclui o referido autor que “os rendimentos económicos globais (...) que as ações preferenciais sem voto proporcionam aos seus titulares podem ficar neutralizados e serem superados (pensando no caso de uma OPA), pelo valor do conjunto dos rendimentos das ações preferenciais sem voto (...)”<sup>123</sup>.

## 5.7. A incerteza do regime legal

Tal como demos conta no capítulo 3, o regime legal das ações preferenciais sem voto apresenta inúmeras lacunas legais. A incerteza quanto aos direitos atribuídos aos titulares de ações preferenciais sem voto é apontada pela doutrina como a principal causa do insucesso desta forma de financiamento societário.

A recente alteração legislativa, introduzida ao CSC pelo D. L. n.º 26/20015, visando promover formas alternativas ao financiamento bancário, reformulou o regime legal das ações preferenciais sem voto, tornando o seu regime legal mais flexível e esclarecedor<sup>124</sup>.

---

<sup>121</sup> Neste sentido cf., ALONSO ESPINOSA, F. J., “Relaciones entre las funciones de las acciones sin voto y su régimen legal (algunas consideraciones críticas)”, *cit.*, p.122 e PROFIRIO CARPIO, L., *Las acciones sin voto en la sociedad anónima*, Madrid, 1991, pp. 117 e ss.

<sup>122</sup> ALONSO ESPINOSA, F.J., “Relaciones entre las funciones de las acciones sin voto y su régimen legal (algunas consideraciones críticas)”, *cit.*, p. 122.

<sup>123</sup> *Ibidem, trad.*, p. 122.

<sup>124</sup> Neste sentido, pode ler-se no preâmbulo do D. L. n.º 26/2015, publicado em Diário da República, 1.ª série – n.º 26- 6 de fevereiro de 2015: “As alterações introduzidas pelo presente decreto-lei ao nível das ações preferenciais sem voto pretendem flexibilizar e clarificar o regime de tais ações preferenciais sem voto com diferentes configurações.”.

Quanto à tentativa de tornar o regime legal mais esclarecedor, tendo em vista suprir as lacunas legais, referira-se a nova redação dada aos arts. 341º, n.º 3 CSC<sup>125</sup>, 342º, n.º 3 CSCS<sup>126</sup> e ainda ao n.º 5 do art. 342º<sup>127</sup> CSC.

Apesar de as alterações legislativas terem conseguido tornar o texto legal mais claro, continuam a existir dúvidas decorrentes da sua leitura. A este propósito refira-se o facto de o art.º 342º, n.º 3 CSC manter inalterada a parte inicial do regime legal, ou seja, mantem-se a previsão legal que determina que “se o dividendo prioritário não for integralmente pago durante dois exercícios sociais as ações preferenciais passam a conferir o direito de voto, nos mesmos termos que as ações ordinárias (...)”. Assim, mantém-se a dúvida relativamente ao momento em que o direito de voto ressurge. Para que o direito de voto renasça o dividendo prioritário não pago terá que ser o mesmo durante os dois exercícios sociais? Será que para que o direito de voto renasça os dois exercícios sociais em que não se proceda ao pagamento terão que ser seguidos ou poderão ser interpolados?<sup>128</sup>

Somos da opinião de que estas questões deveriam ter sido esclarecidas pelo legislador na recente alteração legislativa. É essencial para um potencial investidor saber em que momento readquirirá o direito de voto, no caso de não distribuição do dividendo prioritário. Por outras palavras, é essencial para um potencial investidor saber a partir de que momento poderá interferir nas decisões societárias tendo em vista o melhoramento da situação económica e conseqüentemente a atribuição do dividendo prioritário<sup>129</sup>.

Assim, podemos concluir que o novo regime legal, embora mais esclarecedor em certos pontos do regime legal, não resolve todas as questões que inquietam a doutrina e também possíveis investidores.

---

<sup>125</sup> O legislador prevê que, em regra, os acionistas preferenciais têm direito não a um dividendo adicional, contudo, o contrato de sociedade pode prever de forma diferente.

<sup>126</sup> O art. 342º, n.º 3 CSC determina qual o momento em que o direito de voto é retirado aos subscritores de ações preferenciais sem voto.

<sup>127</sup> Também o art. 342º, n.º 5 CSC refere expressamente que, existindo lucros distribuíveis a sociedade é obrigada a proceder ao pagamento a proceder ao pagamento do dividendo prioritário, sendo o direito ao recebimento de tal dividendo suscetível de execução específica.

<sup>128</sup> Para o desenvolvimento destas questões e para as posições doutrinárias defendidas sobre o assunto remetemos para o que referimos no capítulo sobre o regime legal das ações preferenciais sem voto.

<sup>129</sup> Tal como refere LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, *ob. cit.*, p. 646, quanto ao ressurgimento do direito de voto “Trata-se somente de conferir ao acionista atingido em seus direitos, a possibilidade de influenciar nos destinos societários”.

## **6. O Novo Paradigma das Ações Preferenciais Sem Voto**

Tal como já fomos dando conta, apesar do insucesso das ações preferenciais sem voto, o legislador português vem mantendo interesse no seu aperfeiçoamento.

Entre as medidas implementadas na nossa ordem jurídica que visam promover esta via alternativa de financiamento societário, são de referir: a consagração de um regime fiscal mais atrativo; as alterações legislativas introduzidas pelo D. L. n.º 26/2015 que visam clarificar e flexibilizar o regime jurídico das ações preferenciais sem voto, e ainda a entrada em vigor da Lei n.º 63- A/2008, de 24 de Novembro, que contemplava a possibilidade de o Estado adquirir ações preferenciais sem voto em instituições de crédito.

De seguida, iremos analisar o mérito das alterações legislativas que visam promover o recurso a esta via de financiamento societário. Só após a referida análise nos poderemos pronunciar sobre o futuro das ações preferenciais sem voto.

### **6.1. Alteração do regime fiscal; consagração de um regime esclarecedor**

Relativamente ao atual tratamento fiscal das ações preferenciais sem voto e à tentativa de clarificar o regime jurídico, remetemos para as considerações detalhadas feitas no capítulo 5.4. e 5.7., respetivamente.

Importa destacar a alteração do regime fiscal das ações preferenciais sem voto. Ao consagrar, no artigo 23º, n.º 7 do Código de IRC, que as ações preferenciais sem voto sejam classificadas como passivo financeiro, de acordo com a normalização contabilística, o legislador vem permitir que as sociedades emitentes deste tipo de ações abatam à matéria coletável os custos relacionados com tais ações. Deste modo, as sociedades emitentes deste tipo de ações passam a beneficiar de um regime fiscal vantajoso, quando comparado com o regime anterior.

Quanto à tentativa do legislador de tornar o regime legal mais claro, com as alterações introduzidas com o D. L. n.º 26/2015, voltamos a salientar o mérito de tais alterações, que, apesar de não terem resolvido todas as lacunas legais do regime jurídico das ações preferenciais sem voto, poderão contribuir para que potenciais investidores se sintam mais seguros ao adquirirem tais ações.

## 6.2. Flexibilização do regime jurídico

Tal como referimos no capítulo 5.7., foi objetivo da alteração legislativa, introduzida pelo D. L. n.º 26/2015, promover um regime legal mais flexível para as ações preferenciais sem voto. A este propósito, refira-se que, também em Espanha, em 1998, o regime destas ações sofreu uma profunda reformulação<sup>130</sup> e, da mesma forma neste ordenamento jurídico, um dos grandes objetivos do legislador foi relançar este tipo de instrumento financeiro, através de medidas que promovessem a flexibilização do respetivo regime jurídico<sup>131</sup>.

Analizamos de seguida os esforços legislativos introduzidos no nosso ordenamento jurídico, para que o objetivo de flexibilização do regime legal fosse alcançado. Tentando ainda fazer o paralelo das soluções legislativas em vigor em Espanha, as quais foram consagradas há mais de dez anos, permitindo-nos, deste modo, fazer um balanço se os objetivos traçados na época se concretizaram.

A alteração legislativa introduzida ao art. 341º, n.º 1 do CSC, permite às sociedades anónimas a emissão de ações preferenciais sem voto conferindo o direito a um dividendo prioritário não inferior a 1% (ao invés dos 5% anteriormente consagrados) do respetivo valor nominal ou, na falta deste, do seu valor de emissão deduzido de eventual prémio de emissão.

Quanto a este aspeto importa referir que o legislador português ficou aquém do legislador espanhol, aquando da alteração legislativa introduzida nas Leis espanholas 37/1998 e 50/1998. Desde então, que no âmbito das sociedades anónimas espanholas cotadas, foi eliminada a quantia legal mínima de direito ao dividendo preferente, permitindo-se ao contrato societário proceder, livremente e de modo fixo ou variável, à concretização desse valor nos estatutos sociais<sup>132</sup>.

Sendo o objetivo do legislador português conferir uma maior flexibilidade ao regime jurídico, talvez tivesse sido uma boa estratégia optar pela solução consagrada em Espanha. Tal como refere Alonso Ledesma, a possibilidade de a sociedade, desde o

---

<sup>130</sup> As alterações legislativas ocorridas foram introduzidas pelas Leis 37/1998, de 16 de Novembro e 50/1998, de 30 de Dezembro.

<sup>131</sup> Relativamente ao objetivo da reforma legislativa introduzida no ordenamento jurídico espanhol refira-se ALONSO LEDESMA, C., *ob. cit.*, p. 22 e GÓMEZ MENDOZA, M., *ob. cit.*, p. 20, ambos os autores referem que as leis introduzidas em 1998 visam estabelecer um regime jurídico mais flexível para os titulares de ações sem direito de voto, no âmbito das sociedades cotadas.

<sup>132</sup> Neste sentido cf. o art. 91º, n.º 1 LSC.

momento de emissão de ações preferenciais sem voto, não ter de se comprometer nem garantir um dividendo prioritário fixo, revela-se uma vantagem positiva da alteração legislativa ocorrida em Espanha<sup>133</sup>. Escreve ainda o referido Autor que mesmo para o investidor a consagração de um dividendo prioritário variável não poderá ser vista como prejudicial, uma vez que, a alteração da percentagem de dividendo prioritário está sempre sujeita a determinados pressupostos<sup>134</sup>.

Ainda no âmbito da tentativa de flexibilização do regime jurídico das ações preferenciais sem voto, o art. 342º, n.º 2 do CSC introduz a possibilidade de o contrato de sociedade prever um número de exercícios superior a três, para o pagamento de dividendos prioritários em atraso.

Também, relativamente às ações preferenciais sem voto, subscritas exclusivamente por investidores qualificados, e que não sejam admitidas em mercado regulamentado, procedeu-se à flexibilização do respetivo regime, introduzindo-se a possibilidade de o contrato de sociedade permitir várias abrangências, tais como: a) prever que os investidores qualificados tenham direito a um dividendo prioritário, embora não participem no remanescente dos dividendos a atribuir a todas as ações<sup>135</sup>; b) prever a possibilidade de afastar ou regular de forma diversa o regime do dividendo prioritário que não seja pago num determinado exercício<sup>136</sup>; c) prever que o dividendo prioritário correspondente a exercícios em que não tenham sido gerados lucros distribuíveis seja considerado perdido<sup>137</sup>; d) prever que as ações preferenciais se convertam em ações ordinárias nas circunstâncias especificadas nas condições da emissão (circunstâncias essas, relacionadas com a deterioração da situação financeira da sociedade que ponha em causa o pagamento do dividendo prioritário)<sup>138</sup>; e) fixar um número de exercícios sociais diverso dos dois exercícios sociais, mas não superior a cinco exercícios sociais para efeitos de atribuição de direito de voto por falta de pagamento integral do dividendo prioritário<sup>139</sup>.

---

<sup>133</sup> Neste sentido cf. ALONSO LEDESMA, C., *ob. cit.*, p. 23.

<sup>134</sup> *Ibidem*, p. 23.

<sup>135</sup> Neste sentido, cf. art. 341º, n.º 4 CSC.

<sup>136</sup> Neste sentido cf. art. 342º, n.º 4, a) CSC.

<sup>137</sup> Neste sentido cf. art. 342º, n.º 4, b) CSC.

<sup>138</sup> Neste sentido cf. art. 342º, n.º 4, c) CSC.

<sup>139</sup> Neste sentido cf. art. 342º, n.º 4, d) CSC.

É pois, relativamente às ações preferenciais sem voto subscritas por investidores qualificados e que não sejam admitidas em mercado regulamentado que se destaca a grande alteração legislativa tendente a atribuir uma maior flexibilidade ao regime. Já no ordenamento jurídico espanhol, aquando da alteração legislativa ocorrida em 1998, foi relativamente às sociedades cotadas que se denota uma maior alteração do regime jurídico e uma maior flexibilidade do mesmo<sup>140</sup>.

Devido às similitudes encontradas nas reformas legislativas operadas em Portugal e em Espanha, passaremos a expor, em termos comparativos, as alterações ocorridas em ambos os ordenamentos jurídicos.

No atual regime jurídico espanhol é dado tratamento diferenciado às ações sem voto, consoante estejamos perante sociedades anónimas não cotadas (atualmente regulado nos arts. 98º-103º LSC), ou sociedades anónimas cotadas (art. 499º LSC).

A referida flexibilidade do regime jurídico foi consagrado para as sociedades anónimas cotadas, nas quais há a possibilidade de os estatutos sociais estabelecerem o seguinte: a) possibilidade de tratamento especial para o direito de subscrição preferente atribuído aos titulares de ações em direito de voto; b) faculdade de regular de modo distinto as consequências em caso de não pagamento do dividendo prioritário<sup>141</sup>; c) possibilidade de regular diferentemente o estabelecido relativamente ao caráter cumulativo das ações sem direito de voto<sup>142</sup>.

Traçando agora o paralelo das alterações legislativas operadas em Espanha em 1998 e em Portugal em 2014, refira-se que o âmbito subjetivo de aplicação é diferente. Há contudo, aspetos comuns do regime, como é o caso da relevância cada vez menor

---

<sup>140</sup> Tal como refere GÓMEZ MENDOZA, M., *ob. cit.*, p. 20 a propósito das alterações introduzidas pelas leis 37/1998 e 50/1998, a consagração de um regime mais flexível e menos protecionista, direcionou-se primordialmente para os acionistas sem direito de voto nas sociedades cotadas.

Na exposição dos motivos, da introdução da Lei 37/1998, refere-se que devido à maior transparência que se exige para as sociedades cotadas consagra-se um regime mais flexível no âmbito da emissão de ações sem direito de voto.

<sup>141</sup> Na falta do pagamento do dividendo prioritário o art. 499º, n.º 2 LSC permite que as sociedades cotadas (i) impeçam que os titulares de ações sem direito de voto tenham os mesmos direitos que os titulares de ações ordinárias; (ii) permite que os estatutos sociais prevejam a caducidade ou extinção do direito ao dividendo prioritário.

<sup>142</sup> Aquando da consagração legal de um regime jurídico mais flexível desta espécie de ações no ordenamento jurídico Espanhol autores como SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil, t. I, Introducción, Empresa y Sociedades*, 22ª ed., McGraw-Hill., Madrid, 1999, p. 325. e PROFIRIO CARPIO, L., “Acciones privilegiadas y acciones sin voto tras las Leyes 37 y 50 de 1998”, *Derecho de los Negocios*, n.º 106-107, julio-agosto de 1999, pp. 1-14, p. 14, previam o seu insucesso devido a falhas técnicas.

dada ao dividendo prioritário mínimo, a possibilidade de regulamentação de modo distinto da falta de pagamento do dividendo prioritário e do caráter cumulativo do mesmo.

Houve pois, uma certa tendência do legislador português seguir a reforma legislativa operada em Espanha em 1998.

Todavia, somos da opinião que, dado o pouco êxito das ações sem voto, conseguido com o novo regime jurídico espanhol<sup>143</sup>, o legislador português poderia ter procurado outras soluções. Consideramos ainda que o regime flexível consagrado, apesar de aliciante para as sociedades emitentes, apresenta um regime que poderá ser pouco protetor para potenciais investidores.

### **6.3. O reforço da solidez das instituições financeiras através da emissão de ações preferenciais sem voto**

Por último, contrariando a tendência que nos levaria a afirmar o fim das ações preferenciais sem voto, surge a introdução no nosso Ordenamento Jurídico da Lei 63-A/2008<sup>144</sup>, visando o estabelecimento de medidas de reforço da solidez financeira das instituições de crédito e a disponibilização de liquidez nos mercados financeiros<sup>145</sup>, aquando do início da crise económica e financeira. A medida de recapitalização das instituições de crédito foi discutida e aprovada pela Comissão Europeia, ao abrigo das regras de auxílios estatais do Tratado CE<sup>146/147</sup>.

---

<sup>143</sup> Neste sentido cf. ALONSO ESPINOSA, F.J., “Relaciones entre las funciones de las acciones sin voto y su régimen legal (algunas consideraciones críticas)”, *cit.*, p. 108.

<sup>144</sup> A propósito da introdução no nosso ordenamento jurídico da Lei 63-A/2008, a qual, como veremos de seguida, promove o recurso à emissão de ações preferenciais sem voto por parte de instituições de crédito, refere REBELO, João Ferreira, *ob. cit.*, p. 244, que o legislador contraria a “tendência de desinteresse pela figura (...)”.

<sup>145</sup> Em conformidade com o que se referiu, leia-se o preâmbulo da Lei 63-A/2008, de 24 de Novembro disponibilizada em Diário da República, 1ª série – N.º 228 – 24 de Novembro de 2008.

<sup>146</sup> A este propósito refira-se a notícia publicada no jornal de notícias, a 20 de Maio de 2009, disponibilizada. em:

<http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/bruxelas aprova plano de recapitalizaccedilatildeo d a banca em portugal.html>. Na referida notícia pode ler-se «(...)Este regime está em linha com regras determinadas por Bruxelas, com vista a apoiar as instituições de crédito durante a crise financeira, nesta medida este apoio será limitado no tempo. A Comissão Europeia determinou que esta era uma forma adequada para solucionar este “sério distúrbio da economia portuguesa, sendo que é compatível com o art. 87.3 do Tratado da Comissão Europeia.”».

<sup>147</sup> A título exemplificativo refiram-se algumas instituições de crédito que recorreram a esta via de financiamento: BANIF, BPI, CGD, neste sentido cf. <http://www.publico.pt/economia/noticia/bancos-europeus-excedem-em-26-as-exigencias-da-autoridade-europeia-1533076>.

Com o intuito de melhorar a solidez financeira das instituições de crédito, o art. 2º da referida lei prevê a possibilidade de recurso a operações de capitalização através do investimento público.

Estipulava o art. 4º, n.º 2, b) da versão primitiva da Lei 63.º-A/2008, que uma das vias possíveis das operações de capitalização seria o recurso ao aumento do capital social das instituições de crédito, mediante a emissão de ações preferenciais sem voto que conferissem direitos especiais, tal como referia o art. 4º, n.º 3,a)<sup>148</sup>.

O legislador foi introduzindo alterações à Lei 63º-A /2008<sup>149/150</sup>. O regime, atualmente em vigor, não faz referência à possibilidade de recapitalização das instituições de crédito através da aquisição de ações preferenciais sem voto, subscritas pelo Estado.

Resulta atualmente do art. 4.º da Lei 63ºA/2008 que caso a operação de capitalização a efetuar pelo Estado decorra da aquisição de ações próprias ou de um aumento de capital, haverá necessariamente recurso a ações especiais<sup>151</sup> (cf. art. art. 4º n.º 2,a),b), n.º 3 e n.º 4 CSC)<sup>152</sup>.

Apesar de o legislador não fazer referência à possibilidade de recurso às ações preferenciais sem voto, tendo optado por se referir a “ações especiais”, é de notar a similitude entre os dois tipos de ações. Neste sentido, note-se que as ações especiais também conferem ao Estado direito a um dividendo prioritário (cf. art. 4.º, n.º 6), sendo que o direito de voto encontra-se limitado a determinadas matérias, nomeadamente, fusão, cisão, transformação, dissolução e outros assuntos para os quais a lei ou os estatutos exijam maioria qualificada. No entanto, o Estado terá direito a voto pleno no caso de vir a atingir uma participação, no capital da instituição, superior a metade do capital social (cf. art. 4.º da Lei 63-A/2008 e art. 6º da Portaria 140/2014) e ainda na hipótese de incumprimento do plano de recapitalização (cf. art. 16.º-A).

---

<sup>148</sup> Nesse caso, o dividendo prioritário seria fixado por Portaria do Governo.

<sup>149</sup> A última alteração legislativa à Lei 63-A/2008 foi introduzida pela Lei 23-A/2015.

<sup>150</sup> A propósito de uma das propostas de alteração à Lei 63-A/2008 veja-se o parecer elaborado pelo BCE: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/pt\\_con\\_2013\\_19\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/pt_con_2013_19_f_sign.pdf).

<sup>151</sup> A propósito da inserção no texto legal de “ações especiais” refira-se o desagrado demonstrado por parte de CUNHA, Paulo Olavo, “Os Novos Direitos Especiais: as ações especiais”, *cit.*, p. 139.

<sup>152</sup> Caso a operação de recapitalização ocorra mediante a aquisição de ações próprias, tais ações convertem –se automaticamente em ações especiais (cf. art. 4º, n.º 3). Na hipótese da operação de capitalização se realizar através de aumento de capital as ações adquiridas terão de ser especiais (cf. art. 4º, n.º 4).

Deste modo, concluímos que, apesar de o legislador deixar de prever a possibilidade de recapitalização de instituições de crédito feitas pelo Estado, mediante subscrição de ações preferenciais sem voto, a verdade é que a possibilidade dessa recapitalização, através de ações especiais adquiridas pelo Estado, apresenta algumas similitudes ao regime.

## 7. Conclusão

Da síntese do exposto, não podemos negar a utilidade das ações preferenciais sem voto, como instrumento de financiamento das sociedades, sendo inquestionável que o recurso a este tipo de ações permite a conciliação dos interesses de sócios investidores e empresários.

O potencial destas ações não se confina à conciliação de interesses entre financiadores e empresários, podendo ser um instrumento utilizado no sentido de evitar aquisições hostis, manutenção de sociedades familiares, permitir a participação dos trabalhadores nos lucros das empresas e mesmo enquanto instrumento especulativo, permitindo a aquisição de ações com direito de voto a preço reduzido.

Não obstante, e apesar das valências que as ações preferenciais sem voto apresentam, estas ações não têm conseguido impor-se enquanto auxiliar de financiamento das empresas, constatando-se ser escassa ou praticamente inexistente o recurso às mesmas. Tal como demonstramos, as potencialidades de estabilidade de controlo, e da função do financiamento societário, alcançáveis mediante a emissão deste tipo de ações, podem ser facilmente postas em causa. Pensamos que o desconhecimento da figura na *praxis societária*, a falta de doutrina e jurisprudência sobre as ações preferenciais sem voto são fatores que contribuem para o fracasso deste instrumento financeiro.

Com efeito, a multiplicidade de instrumentos financeiros disponíveis a que o mercado habituou as sociedades, acionistas e investidores em geral, e que estes percecionam como vantajosos relativamente às ações preferenciais sem voto, dificultam a utilização destas, enquanto não conseguirem afirmar-se no mercado pelo potencial de vantagens que apresentam.

Reconhecendo que, na atual conjuntura de escassez de recursos financeiros, as ações preferenciais sem voto poderiam ser importantes, o legislador introduziu alterações ao regime jurídico, e embora algumas questões legais tenham ficado por esclarecer, pensamos que são de aplaudir os esclarecimentos introduzidos com a entrada em vigor do D. L. n.º 26/2015.

Consideramos também meritórias as tentativas do legislador promover o recurso às ações preferenciais sem voto, seja pela flexibilização do regime jurídico, seja com a alteração ao regime fiscal.

Após a entrada em vigor das alterações legislativas, resta-nos aguardar pelo efeito útil das mesmas. Esperando que as vantagens competitivas destas ações, sejam reconhecidas pelo mercado.

A título exemplificativo (e talvez como um bom presságio para o futuro das ações preferenciais sem voto) refira-se que a Mota Engil, pretende alterar os seus estatutos adequando-os às alterações introduzidas ao CSC pelo D. L. n.º 26/2015<sup>153</sup>. De entre as propostas de alteração podemos referir a possibilidade de o dividendo prioritário a que o acionista tem direito ser inferior a 5% mas nunca inferior a 1%, prevendo-se ainda a possibilidade de os acionistas sem direito de voto terem direito a um dividendo acrescido, além de prioritário.

Contudo, mantemos a dúvida sobre o futuro sucesso das ações preferenciais sem voto, pois o regime jurídico atualmente em vigor, apesar de flexível, apresenta-se dissuasor para os investidores, devido à pouca proteção que lhes confere.

Corroborando o que acabamos de dizer, podemos apontar o insucesso que as ações preferenciais sem voto têm tido em vários ordenamentos jurídicos. No caso de Espanha, não obstante a referida flexibilidade, a mesma em nada contribuiu para impulsionar o recurso a este tipo de ações. Refira-se também que, em Itália, o fim das ações preferenciais sem voto poderá estar para breve. Em 2014, a empresa Chrysler-Fiat mudou a sede da empresa de Itália para os Países Baixos, motivada, de entre outros fatores, pela possibilidade de emissão de ações de voto plural<sup>154</sup>. Em consequência, em Itália passou a prever-se a possibilidade de emissão de ações deste tipo. Dada a similitude de funções de ambos os tipos de ações e dada a preferência dos investidores pelas ações de voto plural, estamos em crer que em Itália deixarão de ser usadas as ações preferenciais sem voto.

Em síntese e embora sem questionarmos a utilidade das ações preferenciais sem voto e sendo de louvar o mérito do legislador em aperfeiçoar o respetivo regime jurídico, tememos que o cenário de recurso marginal a este meio financiamento se mantenha.

---

<sup>153</sup> A proposta de alteração de estatutos das ações preferenciais sem voto, foi discutida a 28 de Maio de 2015, em assembleia geral, e consta do ponto dezassete da ordem de trabalhos. Tal proposta de alteração pode ser consultada em: <http://web3.cmv.m.pt/sdi2004/emitentes/docs/CONV55328.pdf>.

<sup>154</sup> Neste sentido cf. VENTORUZZO, Marco, “The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat”, *ECGI*, Law Working Paper n.º 288/2015, March 2015, p. 3.

## **Bibliografia**

### **Obras e artigos:**

- ABREU, J.M. Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades*, vol. II, 5ª ed., Almedina, 2015.
- ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*, 6ª ed., Coimbra editora, 2011.
- ALONSO ESPINOSA, F. J.,
  - “Relaciones entre las funciones de las acciones sin voto y su régimen legal (algunas consideraciones críticas)”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 42, enero- junio, 2014, pp. 97-129.
  - “Acciones sin voto y obligaciones convertibles en acciones en la financiación de la SA (primeras anotaciones a los arts 90-92)”, *Revista General de Derecho*, 1990, pp. 45-59.
- ALONSO LEDESMA, C., “La reforma de la sociedad cotizada”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º12/1999, pp.-13-58.
- ANTUNES, José Engrácia,
  - *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, 2009.
  - *Direito das Sociedades – Parte Geral*, 4ª ed., Almedina, Porto, 2013.
- ASCENSÃO, Oliveira, “As ações”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, 2000, pp. 57-90.
- BEHRENS, Peter, “Allemagne”, *Les actions de preference en droit compare*, Paris, 1987, pp. 29 ss.
- BRAZ, Manuel Poirier, *Sociedades Comerciais e Direitos Especiais*, Livraria Petrony, Lisboa, 2010.
- CASTRO, Carlos Osório de,
  - *Valores Mobiliários Conceito e Espécies*, 2ª ed., Porto, 1998.
  - “Ações Preferenciais Sem Voto”, em AAVV., *Problemas de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2002, pp. 281-320.
- COELHO, Eduardo Lucas, *Direito de Voto dos Acionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Lisboa, 1987.
- CORDEIRO, Menezes,
  - “Ações Preferenciais Sem Voto”, *ROA*, 2000, pp.1001-1056.

- *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (coordenação de A. Menezes Cordeiro), 2ª ed., 2011, pp. 912-917.
- CORREIA, Luís Brito, *Direito Comercial – Sociedades Comerciais*, 2º vol., AAFDL, 1989.
- CUNHA, Paulo Olavo,
  - *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: as ações privilegiadas*, Almedina, Coimbra, 1993.
  - *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª ed., Almedina, Coimbra, 2015.
  - “Os Novos Direitos Especiais: as ações especiais”, *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, 2012, pp.111-146.
- DE ACUTIS, Maurizio, *Le azioni di risparmio*, Giuffrè, Milão, 1981.
- DI SABATO, Franco, *Manuale Delle Società*, Utet. Turim, 1987.
- DIAS, Cristiano, *Os Direitos Especiais dos Sócios*, Almedina, 2015.
- DUQUE DOMÍNGUEZ, J., “Absentismo del accionista y acciones sin voto”, *AAVV, Homenaje a Juan Berchmans Vallet de Goytisolo*, vol. VII, Consejo General del Notariado. Madrid, 1988, pp. 143-84.
- FONTES, Sousa Machado, “Direitos Especiais dos Sócios nas Sociedades Comerciais”, *Relatório de Mestrado em Direito Comercial*, FDL, 1989.
- GALGANO, Francesco, “Società per azioni e classi sociali”, *Rivista delle Società*, 1972, pp. 941-978.
- GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Almedina, 2011.
- GÓMES MENDOZA, M., “Acciones sin voto”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º13, Editorial Ananzadi SA, España, 1999, pp. 13-59
- GRIPPO, Giovanni, *Deliberazione e collegialità nella società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1979.
- LABAREDA, João, *Das Ações das Sociedades Anónimas*, Associação Académica da Faculdade de Direito, Lisboa, 1988.
- LACERDA, Maurício Andere Von Bruck, “Ações Preferenciais Sem Voto Uma Abordagem da Atual Realidade Portuguesa”, *Estudos em Memória do Prof. Doutor J.L. Saldanha Sanches*, vol. II, Direito Privado, Processual e Criminal (Organizadores: Paulo Saldanha Otero, Fernando Araújo, João Taborda da Gama), Coimbra Editora, 2011, pp. 613-663.

- MAIA, Pedro, *Função e Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima*, Coimbra Editora, 2002.
- MANDEIRO, Ana, “Estudo de Caso: A OPA do BCP sobre o BPI”, em AAVV, *Temas de Direito das Sociedades*, 1ª ed., Wolters Kluwer Coimbra Editora, 2011, pp. 135-238.
- MARCELO, Paulo Lopes, *A Blindagem da Empresa Plurissocietária*, Almedina, Coimbra, 2006.
- MARQUES, Elda, “Comentário ao art. 341.º”, em COUTINHO DE ABREU, (coordenação), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 601-688.
- MARTINS, Alexandre Soveral, *Valores Mobiliários – Ações*, Cadernos do IDET, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2003.
- MOYANO, Benjamín, “Las clases de acciones como instrumentos financeiros en los derechos de sociedades británico y estadounidense”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 30, Aranzadi, España, 2008.
- NETO, Abílio, *Notas Práticas ao Código das Sociedades Comerciais*, Petrony, Lisboa, 1989.
- NOBILI, Raffaele, “La disciplina delle azioni di risparmio”, *Rivista delle società*, 1984, pp. 1212-1234.
- OLAVO, Carlos, “O Dividendo Prioritário nas Ações Preferenciais Sem voto”, *O Direito*, ano 127º, 1995, III-IV, pp. 369-383.
- PERES, J.J. Vieira, “Ações Preferenciais Sem Voto”, *RDES*, n.º4, 1988, pp. 329-399.
- PROFIRIO CARPIO, L.,
  - *Las acciones sin voto en la sociedad anónima*, Madrid, 1991.
  - “Acciones privilegiadas y acciones sin voto tras las Leyes 37 y 50 de 1998”, *Derecho de los Negocios*, n.º 106-107, julio-agosto, 1999, pp. 1-14.
- REBELO, João Ferreira, “As ações preferenciais sem voto no ordenamento jurídico português”, *DSR*, Ano 3 (outubro 2011), vol. 6, pp. 225-263.
- RIBEIRO, Maria de Fátima,
  - “Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira”, *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação*

- Financeira*, (coordenação de Maria de Fátima Ribeiro), Almedina, 2007, pp. 11-30.
- “O Papel do Acionista Empresário no Governo Societário”, *Estudos Dedicados ao Professor Doutor Bernardo da Gama Lobo Xavier, Revista Direito e Justiça*, vol. II, Universidade Católica Editora, Lisboa 2015, pp. 508- 534.
  - RODRIGUES, Nuno Cunha, “*Golden Shares*”. *As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto acionista minoritário*, Coimbra Editora, 2004.
  - SÁNCHEZ, Beltrán Emilio, “Las acciones sin voto”, AAVV, *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, A. Civitas, Madrid, 1987, pp. 145-172.
  - SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones de Derecho Mercantil, t. I, Introducción, Empresa y Sociedades*, 22ª ed., McGraw-Hill., Madrid, 1999.
  - TRIUNFANTE, Armando Manuel,
    - *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos de Minoria Qualificada – Abuso de Direito*, Coimbra Editora, 2004.
    - *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra Editora, 2004.
  - VENTURA, Raúl,
    - “Direitos Especiais dos Sócios”, *O Direito*, ano 121, I, (janeiro- março), 1989, pp. 207-222.
    - *Estudos Vários Sobre as Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992, pp. 409-511.
  - VENTORUZZO, Marco, “The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat”, *ECGI* , Law Working Paper n.º 288/2015, March 2015.
  - XAVIER, Lobo, “*Sociedade Anónima*”, *Polis – Enciclopédia Verbo da Sociedade e do Estado*, vol. 5, col. 924.
  - YANES YANES, P., “Contenido y medida de atribución del dividendo preferente de acciones sin voto acumulado en presencia de acciones ordinárias y preferentes com voto”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º43/2014.

### **Webgrafia:**

- <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/COVM25308.pdf>
- [http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/bruxelas\\_aprova\\_plano\\_de\\_recapitalizaccedilatildeo\\_da\\_banca\\_em\\_portugal.html](http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/bruxelas_aprova_plano_de_recapitalizaccedilatildeo_da_banca_em_portugal.html)
- <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/CONV55328.pdf>
- <http://derechomercantilesana.blogspot.com>
- [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/pt\\_con\\_2013\\_19\\_f\\_sign.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/pt_con_2013_19_f_sign.pdf)
- <http://www.publico.pt/economia/noticia/bancos-europeus-excedem-em-26-as-exigencias-da-autoridade-europeia-1533076>
- <http://www.dgsi.pt/>

### **Legislação:**

- CSC
- D.L. 26/2015
- Ley 37/1998
- Ley 50/1998
- Lei 63-A/2008
- Lei 82- C/2014
- Lei 23-A/2015
- Portaria 140/2014
- LSC
- LSA