



MIGUEL STOKES  
Advogado. Sócio da UM

## Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas – Permissão Normativa Tácita das Ações de Lealdade?

**RESUMO:** A alteração ao Código dos Valores Mobiliários aprovada pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de Dezembro veio admitir o voto plural nas sociedades cotadas em Portugal. Questiona-se porém se esta permissão normativa abre igualmente a porta à admissibilidade de ações com voto de lealdade. O presente estudo pretende contribuir para a procura de resposta a essa questão.

**Palavras-Chave:** (i) Código dos Valores Mobiliários; (ii) ações com voto plural; (iii) ações de lealdade.

**ABSTRACT:** The recent amendment to the Portuguese Securities Code, approved by Law no. 99-A/2021, of 31 December, has admitted multiple voting shares in listed companies in Portugal. It may be asked however if such rule opens the door to the admissibility of loyalty shares. The present study aims to contribute to the search for an answer to such question.

**Keywords:** (i) Portuguese Securities Code; (ii) multiple voting shares; (iii) loyalty shares.

**SUMÁRIO:** 1. Introdução. Razão de Ordem; 2. A Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas; 2.1. Âmbito de Aplicação; 2.2. Natureza Jurídica do Voto Plural; 2.3. Formalidades de Emissão; 3. Ações com voto de lealdade; 3.1. Paradigmas do direito comparado europeu – Os casos francês, italiano e espanhol; 3.2. O caso português 3.2.1 Inadmissibilidade nas socie-

dades anónimas em geral; 3.2.2 (In)admissibilidade nas sociedades cotadas (i) Categoria de ações com direito especial de cariz nominal?; (ii) Voto de lealdade como critério limitativo da transmissibilidade de ações?; 4. Conclusões.

## 1. Introdução. Razão de Ordem

O princípio de proporcionalidade entre os direitos de cariz patrimonial e o poder de influência na tomada de decisões societárias conferidos pelas ações representativas do capital de uma sociedade anónima<sup>1</sup>, assim como as exceções admitidas a esse princípio, têm sido objeto de amplo debate doutrinário, a nível nacional e internacional, ao longo de décadas.

No contexto português, e das sociedades anónimas em particular, muito embora a lei parta de um princípio de proporcionalidade entre direitos patrimoniais e voto, positivado no artigo 384.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais, também admite expressamente um conjunto de situações que implicam uma desproporção entre esses elementos, com a consequente assimetria entre a exposição ao risco económico do negócio e o poder de influência na formação de decisões societárias.

Desde logo, e ainda que não refletido numa desproporção entre direitos patrimoniais e o direito de voto – mas sim no conjunto de votos necessários para controlar a tomada de decisões da sociedade – elenca-se o facto de as deliberações das assembleias gerais das sociedades anónimas para a designação membros para o órgão de administração, funcionarem através da apresentação de listas, sendo aprovada a lista que obtenha a aprovação por maioria mais elevada<sup>2</sup>. Essa circunstância permite que o acionista, ou conjunto

<sup>1</sup> Às quais se circunscreve o presente estudo.

<sup>2</sup> Conforme previsto no artigo 386.º, n.º 1 e 2 do Código das Sociedades Comerciais. Isto sem prejuízo dos matizes resultantes da possibilidade de incluir nos estatutos regras especiais de eleição de administradores por minorias, conforme previsto designadamente nos artigo (i) 391.º, n.º 3; e (ii) 392.º, n.º 1 e 6; sendo que o 392.º, n.º 8 por sua vez determina que sociedades constituídas por subscrição pública – nas quais se integram a maioria das sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e em sistema de negociação multilateral – terão necessariamente de adotar um dos mecanismos de eleição

de acionistas, cujos direitos de voto exercidos na assembleia geral relevante seja maioritária, designe a totalidade dos membros do órgão de administração, assim exercendo uma influência dominante de facto<sup>3</sup> sobre o órgão de gestão societária.

Assinale-se, em todo o caso, que uma vez que nos termos do artigo 410.º, n.º 7 do Código das Sociedades Comerciais o órgão de administração das sociedades anónimas delibera por maioria dos administradores<sup>4</sup>, mesmo que a lei determinasse uma regra de proporcionalidade injuntiva na eleição dos membros do órgão de admi-

por minorias previsto no artigo 392.º, sendo supletivamente aplicável o mecanismo previsto no n.º 6 daquele artigo.

<sup>3</sup> Apenas nos casos de contrato de subordinação e de relação de domínio total existe o direito de o acionista emitir instruções juridicamente vinculantes ao conselho de administração da sociedade dominada, conforme previsto no artigo 503.º do Código das Sociedades Comerciais, *ex vi* artigo 491.º do mesmo Código (com a correspondente responsabilidade pelas dívidas da sociedade dominante, nos termos do artigo 501.º do Código das Sociedades Comerciais, igualmente *ex vi* artigo 491.º do Código das Sociedades Comerciais). Nos restantes casos, porém, muito embora não exista o direito de um acionista emitir instruções juridicamente vinculantes aos membros do conselho de administração, a verdade é que a circunstância de os membros do conselho de administração terem sido designados com os votos do acionista maioritário (ou conjunto de acionistas cujas participações agregadas somam a maioria), e de este ter o poder de determinar a respetiva destituição nos termos do artigo 403.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais, implica um exercício de poder *de facto* sobre o conselho de administração da sociedade, que se traduz no exercício de influência dominante sobre as deliberações deste órgão.

<sup>4</sup> Tem sido discutido na doutrina se este preceito legal é supletivo ou injuntivo. A favor do cariz injuntivo, veja-se MAIA, PEDRO, in *Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima*, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, p. 216; PEREIRA DE ALMEIDA, ANTÓNIO, in *Sociedades Comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados*, 7.ª ed. Coimbra Editora, Coimbra, 2013, pp. 482; OLAVO CUNHA, PAULO, in *Direito das sociedades comerciais*, 6.ª ed. Almedina, Coimbra, 2016, pp. 807. A favor da supletividade, veja-se VENTURA, RAÚL, in *Estudos vários sobre sociedades anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992, pp. 549-550, e BRITO CORREIA, LUÍS, in *Deliberações do conselho de administração das sociedades anónimas*, em IDET – *problemas do direito das sociedades*, Almedina, Coimbra, 2002, p. 399-419. Os autores que defendem o cariz injuntivo da norma centram o argumento (i) na redação da norma; e (ii) na necessidade de a lei promover a facilidade de tomada de decisões ao nível do órgão de administração, que fica objetivamente restringida com a previsão de maioria qualificada. O nosso entendimento é o de que a previsão estatutária de maiorias qualificadas deverá ser possível, ao abrigo da autonomia privada e considerando a ausência de determinação expressa em contrário no Código das Sociedades

nistração<sup>5</sup>, o acionista maioritário controlaria a designação de uma maioria dos administradores, podendo assim manter a respetiva influência na tomada de decisões de gestão da sociedade de forma desproporcional com a percentagem da respetiva participação (pois com somente 50,1% do capital social tem o poder de influenciar a formação de todas as decisões daquele órgão).

Já no que concerne especificamente a situações desproporção entre a titularidade de ações e o poder de voto atribuído a essas ações, destacam-se:

- (i) a possibilidade prevista no artigo 302.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais de categorias específicas de ações “quanto à atribuição de dividendos e quanto à partilha do ativo resultante da liquidação”, que se materializa designadamente na figura tipificada das ações preferenciais sem voto, cujo regime se encontra vertido nos artigos 341.º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais. Este tipo de ações determinam uma exposição desproporcionalmente mais elevada ao benefício económico da sociedade, em contrapartida da eliminação do poder de influência na tomada de decisões da sociedade; e
- (ii) a possibilidade, prevista no artigo 384.º, n.º 2 do Código das Sociedades Comerciais, de (a) fazer corresponder um só voto a um certo número de ações, desde que sejam abrangidas todas as ações emitidas pela sociedade e fique cabendo um voto, pelo menos, a cada 1000 euros de capital<sup>6</sup>; ou (b) estabelecer que não sejam contados votos acima de certo número,

Comerciais. Concedemos em todo o caso que não deve ser admitida a exigência de deliberações unânimes nem de maiorias que tenham um efeito prático equivalente à unanimidade.

<sup>5</sup> I.e., que o acionista titular de 20% do capital social nomearia sempre um administrador de um universo de cinco, por exemplo (sem prejuízo das regras de designação por minoritários previstas no artigo 392.º do Código das Sociedades Comerciais, e em particular os casos imperativos previstos no respetivo n.º 8).

<sup>6</sup> Que acaba por implicar (i) uma desproporção entre capital e voto, em prejuízo deste último, para quem detenha um número de ações inferior ao limiar de atribuição de voto; e (ii) em consequência, um correspondente aumento do poder de voto relativo dos restantes acionistas que não veem o direito de voto prejudicado nos termos referidos em (i).

quando emitidos por um só acionista, em nome próprio ou também como representante de outro – os designados *tetos de voto* – implicando assim uma limitação do poder de voto em ações ordinárias, a partir de um determinado patamar fixado nos estatutos<sup>7</sup>.

As situações de desproporcionalidade entre capital e poder de voto previstas no artigo 384.º, n.º 2 do Código das Sociedades Comerciais reportam-se sempre a situações em que o poder de voto atribuído ao acionista é inferior à exposição ao risco económico da sociedade, e não o contrário.

Com efeito, com a exceção da regra de aprovação de deliberações de designação de órgãos sociais por listas e respetiva aprovação da lista mais votada, que permite ao acionista titular de 50,1% do capital exercer uma influência desproporcional na tomada de decisões da sociedade<sup>8</sup>, a via seguida pelo Código das Sociedades Comerciais, em 1986, foi a de não permitir situações em que um acionista tenha um poder de voto que supere nominalmente a participação que tem no respetivo risco económico<sup>9</sup>. Nesse sentido, ao invés do precedente Decreto n.º 1.645, de 15 de junho de 1915, cujo artigo 1.º previa expressamente a possibilidade de criação de ações privilegiadas que conferissem uma *desigual representação de votos nas assembleias gerais*, o Código das Sociedades Comerciais estabelece, no respetivo artigo 384.º, n.º 5, que é proibido estabelecer no contrato voto plural.

Ora, por ocasião da recente alteração do Código Valores Mobiliários, aprovada pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de Dezembro, cuja

<sup>7</sup> Que, de forma similar, acaba por (i) prejudicar o poder de voto dos titulares de um número de ações que ultrapasse o teto de voto estabelecido nos estatutos, e correspondentemente (ii) beneficiar, de forma indireta, os restantes acionistas, que vêm o respetivo poder de voto relativo aumentar na mesma proporção agregada em que diminui o poder de voto do acionista referido em (i).

<sup>8</sup> Em particular pela capacidade de controlar a designação dos membros do órgão de administração da sociedade participada.

<sup>9</sup> Diz-se *nominalmente*, pelo facto de, logicamente, a existência de ações que estabelecem uma desproporção entre capital e direito de voto atribuído implicarem o correspondente aumento relativo do poder de voto das ações ordinárias face à totalidade do capital social.

vigência se iniciou em 30 de Janeiro de 2022, foi aditado um novo artigo 21.º-D, que veio permitir a emissão de ações com voto plural nas sociedades (anónimas) emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral<sup>10</sup>, sujeito ao regime legal previsto naquele artigo, designadamente o limite máximo de cinco votos por ação.

Regressando ao regime das sociedades anónimas a figura do voto plural – ainda que circunscrito a um conjunto restrito de sociedades anónimas – questiona-se se esta alteração vem também, de forma tácita, permitir que os emitentes previstos no novo artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários procedam à emissão das chamadas *ações com voto de lealdade*<sup>11</sup>, entendidas como ações (i) cujo voto se torna plural em função da manutenção da respetiva titularidade por um mesmo acionista<sup>12</sup> durante um determinado período de tempo e (ii) cuja pluralidade de voto se extingue com a transmissão das ações para um terceiro.

É com a intenção de contribuir para uma resposta a esta questão que preparámos o presente estudo, procurando assim fomentar a discussão de um aspeto que, não tendo presidido à redação do novo artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários, poderia nele encontrar finalmente a base da respetiva admissibilidade no regime jurídico das sociedades anónimas.

<sup>10</sup> Bem como a sociedades que condicionem a emissão ou a conversão em ações com aquele direito especial à admissão à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral das respetivas ações ordinárias.

<sup>11</sup> VIEIRA DOS SANTOS, *João Nuno*, descreve as ações de lealdade como “*um tipo de ações que atribuem benefícios especiais, como por exemplo em matéria de lucros ou de direitos de voto, em favor daqueles acionistas que investem numa perspetiva de longo-prazo.*” in *Ações de Lealdade – A primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas*, Revista de Direito das Sociedades VI, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 448. O conceito de ações de lealdade que analisamos no presente artigo reporta-se somente àquelas que atribuem direitos de voto acrescidos a acionistas que permanecem investidos no longo-prazo, e que preveem a extinção desses direitos de voto acrescidos no cenário de alienação das ações relevantes a um terceiro.

<sup>12</sup> Eventualmente incluindo entidades (i) nas quais o acionista seja titular de ações representativas da totalidade do capital social; ou (ii) que sejam dominadas a 100% por entidade que também seja titular de ações representativas de 100% do capital social do acionista relevante.

## 2. A Admissibilidade de Ações com Voto Plural nas Sociedades Cotadas

### 2.1. Âmbito de Aplicação

O artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários, aditado pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de Dezembro, veio estabelecer uma permissão normativa de emissão de ações com voto plural por sociedades anónimas<sup>13</sup> que preencham determinados requisitos, e sujeito a determinados termos e condições.

No que concerne especificamente ao âmbito de aplicação, os n.º 1 e 2 deste preceito legal circunscrevem a emissão de ações com voto plural a sociedades emitentes de ações que se encontrem admitidas à negociação em mercado regulamentado<sup>14</sup> ou em sistema de negociação multilateral<sup>15</sup>.

Prevê-se também a possibilidade de uma sociedade que não preencha aqueles requisitos aprovar a criação de ações com voto plural, desde que condicione a emissão ou a conversão em ações com direito de voto plural à admissão à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral das respetivas ações.

<sup>13</sup> Uma vez que a quota não é um valor mobiliário, as sociedades por quotas não podem ter as respetivas quotas admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral.

<sup>14</sup> De acordo com o artigo 199.º, n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários “São mercados regulamentados os sistemas que, tendo sido autorizados como tal por qualquer Estado membro da União Europeia, são multilaterais e funcionam regularmente a fim de possibilitar o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos.” Em Portugal existe somente um mercado regulamentado, o mercado de cotações oficiais, gerido pela Euronext Lisbon – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S. A.

<sup>15</sup> De acordo com o artigo 200.º, n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários “São sistemas de negociação multilateral os sistemas que têm essa qualidade e possibilitam o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros no sistema e de acordo com regras não discricionárias com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos, bem como os sistemas internos de encontro de ordens previstos na legislação da União Europeia.” Em Portugal existe apenas um sistema de negociação multilateral, o Euronext Access, gerido pela Euronext Lisbon – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A.

O universo de sociedades abrangidas pelo artigo 21.º-D é assim relativamente reduzido no contexto societário português, existindo a 26 de março de 2022, em Portugal, somente trinta e oito sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado<sup>16</sup> e treze sociedades com ações admitidas à negociação em sistema de negociação multilateral<sup>17</sup>.

## 2.2. Natureza Jurídica do Voto Plural

As ações com voto plural são necessariamente (i) ações representativas do capital social da sociedade emitente; e (ii) incluem um *direito especial* ao voto plural, conforme explicitado no próprio n.º 1 do artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários<sup>18</sup>. Enquanto ações representativas do capital social, as ações com direito de voto plural obedecem aos termos e conteúdo previstos no artigo 276.º do Código das Sociedades Comerciais.

Tal como previsto no próprio artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários, o direito de voto plural corresponde a um direito especial, regulado como tal no artigo 24.º do Código das Sociedades Comerciais, por revestir *especialidade* face ao conjunto normal de direitos inerentes a uma participação social.

Correspondendo o direito de voto plural a um direito especial, deverá atender-se ao disposto nos números 4, 5 e 6 do Código das Sociedades Comerciais, dos quais resulta que:

- (i) o direito de voto plural tem necessariamente de estar associado a uma categoria de ações, devendo transmitir-se com estas (i.e. é um direito inerente à ação e não um direito atri-

<sup>16</sup> PSI All-Share Index 1 683,81 (euronext.com).

<sup>17</sup> Stocks Euronext Access.

<sup>18</sup> Com efeito, o artigo 21.º-D, n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários refere expressamente que “As sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral podem emitir ações com direito especial ao voto plural, até ao limite de cinco votos por cada ação.”

buído ao respetivo titular e com cariz *intuitu personae*<sup>19</sup>). A categoria de ações com direito de voto plural deve, por sua vez, estar prevista nos estatutos da sociedade, com indicação expressa do número de ações e dos direitos atribuídos a essa categoria, tal como exigido pelo artigo 272.º alínea c) do Código das Sociedades Comerciais);

- (ii) o direito de voto plural apenas pode ser suprimido ou coarctado por deliberação tomada em assembleia especial dos acionistas titulares de ações daquela categoria, que deverá acrescer à deliberação adotada pela generalidade dos sócios; ambas pela maioria necessária para a alteração do contrato de sociedade, conforme artigos 386.º, n.º 3 e 389.º, n.º 2 do Código das Sociedades Comerciais.

### **2.3. Formalidades de Emissão**

O n.º 3 do artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários vem estabelecer que a aprovação da emissão de ações com voto plural, ou conversão de outro tipo de ações em ações com voto plural, se encontra sujeita a deliberação pela maioria legalmente exigida para a alteração do contrato de sociedade das sociedades anónimas. Esclarece-se a este respeito que deverá ser aplicável o mesmo procedimento legal que se encontra previsto para o aumento de capital, com os requisitos de quórum constitutivo previstos no artigo 383.º, n.º 2 e 3 do Código das Sociedades Comerciais<sup>20</sup> e de quórum deliberativo previstos no artigo 386.º, n.º 3 e 4 do Código das Sociedades Comerciais<sup>21</sup>.

<sup>19</sup> Como seria supletivamente o caso se estivesse em causa uma sociedade por quotas, por aplicação do n.º 3 do artigo 24.º do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>20</sup> Este preceito estabelece que, para que a assembleia geral possa deliberar, em primeira convocação, sobre a alteração do contrato de sociedade, devem estar presentes ou representados acionistas que detenham, pelo menos, ações correspondentes a um terço do capital social. Em segunda convocação a assembleia pode deliberar seja qual for o número de acionistas presentes ou representados e o capital por eles representado.

<sup>21</sup> O n.º 3 do artigo 386.º do Código das Sociedades Comerciais prescreve que a deliberação sobre algum dos assuntos referidos no n.º 2 do artigo 383.º do Código das Sociedades Comerciais deve ser aprovada por dois terços dos votos emitidos, quer a assembleia reúna

Questiona-se se o disposto no n.º 3 do artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários deve ser entendido como impossibilitando, no caso da emissão de ações com voto plural por via de aumento de capital, a previsão estatutária do direito de o órgão de administração deliberar o aumento de capital, sem intervenção da assembleia geral, nos termos e com os limites previstos no artigo 456.º do Código das Sociedades Comerciais. Este ponto é tanto mais importante quanto é sabido que, nas sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e sistema de negociação multilateral, é normal que os aumentos de capital sejam deliberados pelo conselho de administração ao abrigo de autorização estatutária estabelecida para o efeito, nos termos do artigo 456.º do Código das Sociedades Comerciais, em lugar de por via de deliberação de emissão da assembleia geral<sup>22</sup>.

O nosso entendimento é o de que a redação do 21.º, n.º 3 do Código dos Valores Mobiliários não impede que o conselho de administração seja autorizado a aprovar a emissão de ações com voto plural, durante um período determinado de tempo não superior a 5 anos, sujeito a uma quantidade máxima de ações a emitir, com o voto plural determinado, valor máximo agregado de aumentos de

em primeira quer em segunda convocação. O n.º 4 determina, por sua vez, que se na assembleia reunida em segunda convocação estiverem presentes ou representados acionistas detentores de, pelo menos, metade do capital social, a deliberação sobre algum dos assuntos referidos no n.º 2 do artigo 383.º do Código das Sociedades Comerciais pode ser tomada pela maioria dos votos emitidos.

<sup>22</sup> Tal prática resulta sobretudo da flexibilidade e agilidade temporal que a modalidade de aumento de capital aprovado pelo conselho de administração permite, face à alternativa de convocação de assembleia geral para deliberar o aumento de capital. Com efeito, o recurso à assembleia geral exigiria sempre (i) a fixação do preço de subscrição na data de convocatória, em conformidade com o artigo 87.º do Código das Sociedades Comerciais; e (ii) o decurso de um período mínimo de antecedência entre a publicação da convocatória e a data da assembleia geral de 21 dias, nos termos do artigo 21.º-I, n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários; elementos estes que podem não ser adequados em face da variação diária da cotação da ação do emitente, que pode dar origem a situações em que o valor de subscrição se afaste de tal forma do valor de cotação na data da assembleia geral que aprove o aumento de capital, que coloque em causa o interesse da sociedade na realização do aumento de capital por aquele valor de subscrição.

capital, e com os demais termos e condições previstos no artigo 456.º do Código das Sociedades Comerciais<sup>23</sup>.

Quando esteja em causa a conversão de qualquer tipo de ações em ações com direito de voto plural, o artigo 21.º-D, n.º 4 do Código dos Valores Mobiliários determina a aplicação do disposto no artigo 344.º do Código das Sociedades Comerciais, estabelecendo assim um paralelismo com o regime aplicável à conversão de ações ordinárias em ações preferenciais sem voto. O artigo 344.º do Código das Sociedades Comerciais estabelece o seguinte:

- (i) que a conversão de ações ordinárias em ações preferenciais sem voto deve operar mediante deliberação da assembleia geral, que está sujeita a publicação, e que deve observar o disposto nos artigos seguintes do Código das Sociedades Comerciais:
  - c) artigo 24.º, que como já visto se reporta ao tratamento de direitos especiais;
  - b) artigo 341.º, n.º 1, que estabelece que os estatutos da sociedade podem autorizar a emissão de ações preferenciais sem direito de voto até ao montante representativo de metade do capital social;
  - c) artigo 389.º, que prescreve, no respetivo n.º 2, que as assembleias especiais de titulares de ações de certa categoria são convocadas, reúnem-se e funcionam nos termos previstos pela lei e pelo contrato de sociedade para as assembleias gerais.
- (ii) Que a conversão prevista em (i) acima faz-se a requerimento dos acionistas interessados, no período fixado pela deliberação que aprovou a conversão, que não pode ser inferior a 90 dias a contar da publicação desta, respeitando-se na sua execução o princípio da igualdade de tratamento.

<sup>23</sup> Designadamente o parecer prévio emitido pelo órgão de fiscalização, conforme previsto no n.º 3 do referido artigo.

Com a remissão que o artigo 21.º-D, n.º 4 do Código dos Valores Mobiliários opera para o artigo 341.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais, o legislador parece querer limitar o valor nominal agregado das ações com voto plural a metade do capital social.

Trata-se de uma solução no mínimo curiosa, por aplicar a uma categoria de ações cuja desproporcionalidade entre capital e voto tem como polo positivo o poder de voto (conversão em ações com voto plural), o regime previsto para um tipo de ações caracterizado precisamente pelo oposto, i.e. que tem como polo positivo os direitos patrimoniais (conversão em ações preferenciais sem voto).

Ora, a nosso ver, a teleologia subjacente à limitação imposta ao valor nominal agregado de ações preferenciais prescrita pelo artigo 344.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais – evitar uma completa separação entre os titulares do capital e os titulares do direito de voto – não é aplicável no caso de ações com voto plural. Ademais, convém notar que, admitindo o artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários até cinco votos por ação, a limitação do valor nominal agregado das ações com direito de voto plural a 50% do capital social do emitente não impedirá que os direitos de voto detidos pelos titulares destas ações superem largamente o poder de voto dos titulares das restantes ações, assegurando inclusivamente o poder de aprovar deliberações que nos termos da lei se encontrem sujeitas a maioria qualificada<sup>24</sup>.

Consideramos também que a aplicação, no caso da conversão de ações ordinárias em ações com voto plural, do regime previsto no artigo 344.º, n.º 2 do Código das Sociedades Comerciais – neces-

<sup>24</sup> Pensemos, por exemplo, no caso de uma sociedade que tem um capital social de € 100.000, em que € 50.000 são representados por 50.000 ações ordinárias e € 50.000 são representados por 50.000 ações que contêm 5 votos cada. Nesse caso, apesar de o valor nominal agregado das ações com voto plural não superar 50% do valor do capital social da sociedade, os titulares daqueles ações deterão 83,33% dos direitos de voto da sociedade em assembleia geral (i.e. 250.000 votos num total de 300.000 votos), com exceção da deliberação prevista no artigo 21.º-D, n.º 5 do Código dos Valores Mobiliários. Note-se, em todo o caso, que o voto plural, apesar de poder permitir aos respetivos titulares ter a maioria dos direitos de voto (até qualificada), poderá não permitir que estes preencham o quórum constitutivo mínimo previsto no artigo 383.º, n.º 2 do Código das Sociedades Comerciais, que usa como base de cálculo a participação no capital social, e não o poder de voto.

sidade de requerimento do titular das ações ordinárias à sociedade para que ocorra a respetiva conversão em ações preferenciais sem voto – não se apresenta coerente com o regime. Com efeito, enquanto no caso da conversão de ações ordinárias em ações preferenciais sem voto estamos perante uma situação em que o titular das ações ordinárias deve ter um prazo (não inferior a 90 dias) para decidir se prefere manter as ações ordinárias – com direito de voto mas sem dividendo prioritário e prioridade no recebimento do valor nominal da respetiva participação em caso de liquidação – ou convertê-la em ações preferenciais sem voto – sem direito de voto mas com aqueles direitos de natureza patrimonial -; sendo seu o ónus de, nada fazendo, manter o *status quo*; no caso da conversão de ações em ações com direito de voto plural, o acionista estará numa situação em que a conversão apenas reforça os direitos de que é titular enquanto acionista (valorizando a respetiva participação) em nada o prejudicando. Estamos assim perante uma concretização da teoria económica neoclássica de *Pareto Improvement*<sup>25</sup>.

Ora, o facto de a lei não determinar a conversão automática em ações com voto plural, mas fazer depender essa conversão de requerimento do acionista relevante, no prazo contado da publicação da deliberação, cria o risco de acionistas menos atentos, designadamente acionistas de retalho, não se aperceberem da necessidade de fazer o requerimento à sociedade para conversão das respetivas ações em ações com voto plural, vendo assim o respetivo poder de voto na sociedade ser diluído em termos relativos face aos acionistas que tenham operado a conversão das respetivas ações em ações com voto plural.

Face ao exposto, entendemos que teria sido mais adequada a previsão do direito dos titulares das ações ordinárias se oporem à conversão das respetivas ações em ações com direito de voto plural no prazo mínimo de 90 dias fixado na deliberação, ocorrendo

<sup>25</sup> *Pareto Improvement – Overview, How It Works, Benefits* (corporatefinanceinstitute.com). Exceciona-se contudo o caso de, em virtude da conversão das ações em ações com voto plural, o acionista ultrapassar o limiar de dever de lançamento de oferta pública de aquisição previsto no artigo 187.º do Código dos Valores Mobiliários, caso em que a conversão poderá ser prejudicial para o titular das ações.

a conversão automática no final daquele prazo caso não tivesse sido exercido o direito de oposição relevante. Estaria assim em causa uma regra simétrica àquela prevista no artigo 344.º, n.º 2 do Código das Sociedades Comerciais. Não foi, porém, essa a opção do legislador.

Finalmente, o n.º 5 do artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários vem prever que o voto plural não poderá ser exercido nas deliberações relativas a exclusão voluntária de negociação, nos termos do artigo 251.º-F do mesmo Código. Quis assim o legislador que, quando esteja em causa a decisão sobre se a sociedade vai fazer cessar a admissão das respetivas ações à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral, extinguindo assim o direito de voto plural, os titulares dos direitos de voto plural não possam beneficiar dessa pluralidade de voto na deliberação.

Está em causa um juízo de que os titulares de ações com direito de voto plural se encontram conflitados na deliberação de exclusão da negociação, e que esse conflito se reflete precisamente sobre a pluralidade dos respetivos votos, que assim são suspensos naquela deliberação. Parece-nos uma solução adequada, pois evita que os titulares de ações com voto plural desequilibrem, de forma desproporcional, o sentido da deliberação em favor da manutenção da negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral, com fundamento exclusivo na manutenção do voto plural, permitindo ao invés que esses acionistas exerçam o respetivo direito de voto em igualdade com os restantes acionistas.

### **3. Ações com voto de lealdade**

#### **3.1. Paradigmas dos direito comparado europeu – Os casos francês, italiano e espanhol**

França e Itália são as jurisdições precursoras de normas permissivas de ações com voto plural e, dentro destas, da sub-espécie das ações de lealdade. Por essa razão, são esferas naturais de influência do legislador português no desenho do regime previsto

no artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários. Neste sub-capítulo aproveitamos assim para fazer uma breve resenha dos regimes atuais previstos nestas duas jurisdições, bem como da jurisdição espanhola, que recentemente admitiu também as ações com voto de lealdade no respetivo ordenamento jurídico.

### ***O caso francês***

No ordenamento jus-societário francês o direito de voto duplo (não poderá haver mais de dois votos por ação) foi permitido pela Lei de Sociedades Comerciais desde 1966, sujeito a previsão estatutária que previsse o voto duplo e condicionado a que os acionistas titulares das ações elegíveis mantivessem a respetiva titularidade durante o prazo mínimo de dois anos. Esta norma foi substituída em 2000 e subsequentemente alterada pela famosa *Loi Florange* (Lei 2014/384, de 19 de março), que determinou que o regime de majoração de voto de lealdade seria aplicável, nas sociedades cotadas, a todas as ações nominativas registadas há mais de dois anos e de forma ininterrupta em nome do titular, salvo previsão estatutária em contrário<sup>26</sup>. A *Loi Florange* previu também que caso um acionista, que no momento da entrada em vigor da *Loi Florange* se encontrasse acima do limiar de dever de lançamento de OPA em França (30% dos direitos de voto), vendesse as respetivas ações e subsequentemente voltasse a ultrapassar o limiar de dever de lançamento de OPA, em consequência do voto duplo associado à detenção de ações de lealdade, ficaria dispensado do dever de lançamento de OPA. Finalmente, esta lei estabelece também que as ações emi-

<sup>26</sup> Conforme referido por SÁ CARNEIRO, FRANCISCO, “*This legislative change in 2014 did not therefore introduce the possibility of double voting by shares in public limited companies, as this was already possible under the French legal system. However, for shares admitted to trading on regulated markets, the exception became the rule. This was a change from an opt-in to an opt-out system, requiring companies to add a clause to their articles in order to by-pass it.*”, *The Florange Law. A “new” power game*, in *Estudos em Honra de João Soares da Silva*, Almedina, Coimbra, 2021, pp. 261-318; e PERESTRELO DE OLIVEIRA, MADALENA, “*A Loi Florange inverte a lógica anterior do Code de Commerce, em que já era admitido este esquema de majoração do voto, mas apenas se fosse previsto nos estatutos*”, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias com direito de voto plural às L-shares*, in *Revista de Direito da Sociedades VII*, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 440.

tidas no contexto da aumentos de capital por incorporação de reservas beneficiarão igualmente de voto duplo caso as ações na titularidade do acionista relevante já beneficiem de tal voto duplo em consequência da manutenção da respetiva titularidade pelo período mínimo de dois anos.

### ***O caso italiano***

Em Itália foi igualmente no ano de 2014 que se conheceu a evolução legislativa mais significativa no contexto das ações com voto plural, com a aprovação do *Decreto Competitività* em 31 de dezembro daquele ano, que alterou certas disposições do Código Civil italiano. Por via deste diploma, permitiu-se que sociedades não cotadas emitissem ações com voto plural – até três votos por ação –, que poderiam ser de aplicação geral ou estar limitados a competências específicas da assembleia geral. Os acionistas que votem contra a atribuição de voto plural às ações têm a faculdade de exoneração da sociedade.

Tal preceito não se estendeu a sociedades cotadas, nas quais apenas podem subsistir ações com voto plural que pré-existissem à admissão das ações daquela sociedade à negociação em mercado. Porém, em simultâneo com a aprovação do regime permissivo das ações com voto plural, foi igualmente aprovado o regime das ações de lealdade, aplicável quer a sociedades cotadas quer a sociedades não-cotadas, e que prevê a possibilidade de, mediante previsão estatutária, ser estabelecido um regime majoração de voto – com limite em dois votos por ação – na sequência da manutenção da titularidade de ações de forma ininterrupta pelo período mínimo de 12 meses.

### ***O caso espanhol***

Em Espanha, a permissão normativa de emissão de ações com voto duplo (não poderá haver mais de dois votos por ação), ocorreu muito recentemente, através da Lei 5/2021, que alterou a Lei de Sociedades de Capital espanhola.

Destaca-se o facto de o regime prever exclusivamente a atribuição de voto duplo por razão de lealdade – e não de forma originária – e de ser aplicável somente a sociedades cotadas. Acrescente-se

que a possibilidade de emissão de ações com voto duplo de lealdade depende de previsão estatutária expressa, sendo que o voto duplo apenas será atribuído a acionistas que mantenham a titularidade das ações durante o período mínimo de dois anos. A titularidade de direitos de voto duplo deve ser objeto de registo comercial, salvo que as ações de lealdade sejam criadas no momento da admissão das ações da sociedade à negociação em mercado.

## **3.2. O caso português**

### **3.2.1. Inadmissibilidade nas sociedades anónimas em geral**

A circunstância de o artigo 384.º, n.º 5 do Código das Sociedades Comerciais proibir a emissão de ações com voto plural, conjugada com o facto de a existência de ações com voto de lealdade depender, a montante, da admissibilidade de ações com direito de voto plural, implica a regra geral de proibição de emissão de ações de lealdade por sociedades anónimas em Portugal<sup>27</sup>.

Como vimos no capítulo 2, a proibição de emissão de ações com voto plural conhece agora uma exceção nas sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral, por via do artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários.

Caberá, no entanto, verificar se o artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários veio também estabelecer uma permissão normativa tácita de emissão de ações com direito de voto de lealdade

<sup>27</sup> Propondo uma solução distinta, PERESTRELO DE OLIVEIRA, MADALENA afirma ser da opinião de que “o n.º 5 do artigo 384.º funciona apenas como limitação às categorias de ações que, por aplicação isolada do artigo 24.º, poderiam ser criadas. No entanto, julgamos que as ações de lealdade não se enquadram no conceito de “direito especial” para efeitos do artigo 24.º. De facto, os direitos especiais pressupõem um regime diferente do comum, o que não sucede com as ações de lealdade, que, por natureza, podem ser concedidas a todo e qualquer sócio que detenha as ações ininterruptamente por um determinado período de tempo”, in *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias com direito de voto plural às L-shares*, in *Revista de Direito da Sociedades VII*, Almedina, Coimbra, 2015, pp. 467.

nas sociedades elegíveis, ou se pelo contrário há outras limitações no direito das sociedades comerciais e dos valores mobiliários em Portugal que continuam a impedir a emissão de ações com direito de voto de lealdade.

### **3.2.2. (In)admissibilidade nas sociedades cotadas**

#### ***(i) Categoria de ações com direito especial de cariz nominal?***

O teste relativo à admissibilidade de emissão de ações com voto de lealdade, na sequência da permissão de emissão de ações com voto plural nas sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral, depende em primeiro lugar da aferição se as ações com voto de lealdade são qualificáveis juridicamente como ações com direito especial ao voto plural, ainda que condicionado, formando por conseguinte uma categoria autónoma de ações.

A este respeito, entendemos que a circunstância de o voto plural ser qualificado como direito especial no artigo 21.-D do Código dos Valores Mobiliários leva a que, correspondentemente, e por identidade de razão, se considere que o voto de lealdade, na qualidade de voto plural condicionado – cujo surgimento dependerá de determinadas condições, em particular o decurso do tempo<sup>28</sup> –, corresponda, em termos substantivos, igualmente a um direito especial.

A conclusão de que as ações com voto plural – aí se incluindo as ações de lealdade – devem ser qualificadas como ações com direito especial não é, a nosso ver, beliscada pela circunstância de ser atribuído a todos os acionistas da sociedade anónima o direito de subscrição preferente de tais ações de lealdade (e de poder dar-se o caso de todos eles exercerem o respetivo direito de subscrição).

<sup>28</sup> Ainda que a pluralidade de voto não exista no momento da emissão e o respetivo surgimento esteja condicionado à manutenção da titularidade das ações durante um determinado período de tempo.

Neste contexto, seguimos a posição sustentada, entre outros, por PAULO OLAVO CUNHA<sup>29</sup>, no sentido de que a qualificação como direito especial depende da especialidade de certos direitos inerentes à ação, que a tornam distinta das ações ordinárias sujeitas ao regime legal supletivo, independentemente de todos os acionistas da sociedade serem titulares de pelo menos uma ação com o direito especial<sup>30</sup>.

Com efeito, dentro da própria sistemática do Código das Sociedades Comerciais, os direitos especiais devem, a nosso ver, ser considerados pela sua especialidade em termos de direitos inerentes à ação (em confronto com os tipos de ações previstos no Código das Sociedades Comerciais), e não pela identidade dos respetivos titulares.

Consubstanciando as ações de lealdade ações com direitos especiais<sup>31</sup>, o artigo 24.º, n.º 4 do Código das Sociedades Comerciais vem determinar que essas ações com direitos especiais (i) constituem uma categoria de ações e (ii) que esses direitos especiais se transmitam com as ações a que são inerentes.

No que concerne à categoria de ações, o artigo 302.º do Código das Sociedades Comerciais estabelece que (i) *podem ser diversos, nomeadamente quanto à atribuição de dividendos e quanto à partilha do ativo resultante da liquidação, os direitos inerentes às ações emitidas pela mesma sociedade* (n.º 1) e que (ii) *as ações que com-*

<sup>29</sup> Cfr. *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª Ed. Almedina, Coimbra, 2012, pp. 403 e 404;

<sup>30</sup> Sustentando a posição oposta, i.e. de que ações de que todos os acionistas sejam titulares não podem configurar direitos especiais, BRITO CORREIA, LUÍS in *Direito Comercial, Sociedades Comerciais*, 2.º Vol. AAFDL, Lisboa, 1989, pp. 306; PEREIRA DE ALMEIDA, ANTÓNIO, in *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, vol. I, 7.ª edição, Coimbra Editora, 2013, pp. 188; PINTO FURTADO, in *Deliberações dos Sócios*, Almedina, Coimbra, 1993, pp. 263; VENTURA, RAÚL, *Acções Preferenciais sem voto. Acções Preferenciais remíveis. Amortização de ações*, in *Estudos sobre várias sociedades anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992, pp. 407-511; PAIS DE VASCONCELOS, PEDRO, in *A participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, 2006, 252.

<sup>31</sup> Ver, a este respeito, DRAGO, DIOGO, *Loyalty shares: um meio de controlo ou o acentuar de conflitos no seio societário?*, in *Revista de Direito Comercial*, Fascículo 001, 2017, pp. 434-435.

*preendem direitos iguais formam uma categoria (n.º 2). Também o artigo 45.º, n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários estabelece que “os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma entidade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes”.*

A leitura conjugada do artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários com os artigos 302.º, n.º 1 e 24.º, n.º 4 do Código das Sociedades Comerciais permite assim concluir que uma categoria de ações pode incluir direitos *diversos* em matéria de voto daqueles que a lei fixa supletivamente para as ações ordinárias, não se limitando exclusivamente ao elenco de *direitos diversos* de cariz *patrimonial* exemplificados no referido artigo 302.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais<sup>32</sup>.

Correspondentemente, e em linha com o disposto no artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários, a categoria de ações de lealdade deve ter previsão expressa nos estatutos da sociedade, em conformidade com o disposto no artigo 272.º, alínea c) do Código das Sociedades Comerciais, com descrição do número de ações emitidas e dos direitos atribuídos às ações daquela categoria, incluindo o máximo de votos que poderão vir a ser inerentes a cada ação.

Caberá então verificar se o direito de voto plural das ações de lealdade pode ser transmitido em conjunto com estas, em conformidade com o disposto no artigo 24.º, n.º 4 do Código das Sociedades Comerciais. Este será, a nosso ver, o aspeto que coloca a restrição mais relevante à admissibilidade das ações com voto de lealdade no direito português.

Com efeito, o propósito subjacente à emissão de ações de lealdade é precisamente o de atribuir ao titular originário um incentivo à manutenção das ações na respetiva titularidade durante um período alargado de tempo, evitando assim o desenvolvimento de

<sup>32</sup> Neste sentido, SOVERAL MARTINS, ALEXANDRE, quando refere que “O art. 302.º, n.º 1, apenas faz referência à possibilidade de as ações conferirem direitos diferentes quanto à atribuição de dividendos e à partilha do ativo resultante da liquidação. Mas outros podem ser os direitos diversos, sendo algum deles mencionados expressamente na lei”, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume V, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 327.

estratégias de curto-prazo dos acionistas que, no entendimento do conselho de administração da sociedade, se revelem contrárias ao interesse social<sup>33</sup>. Esse propósito só é alcançado na sua plenitude com a previsão de extinção do voto plural no cenário de alteração da titularidade das respetivas ações<sup>34</sup>.

A previsão estatutária de uma categoria de ações com direito especial, que se extinga com a transmissão das ações, corresponderá a nossa ver a um direito de cariz nominal, *intuitus personae*. Ora, um direito especial de cariz nominal numa sociedade anónima é contrário à regra de integração de direitos especiais em categorias de ações e transmissão desses direitos especiais em conjunto com aquelas ações, conforme estipulado no artigo 24.º, n.º 4 do Código das Sociedades Comerciais.

Por conseguinte, sendo nosso entendimento que as ações com voto de lealdade constituem ações com direito especial, formando uma categoria de ações, concluímos que a previsão estatutária de extinção do direito especial com a transmissão das ações poderá colidir com o disposto no artigo 24.º, n.º 4 do Código das Sociedades Comerciais, implicando, conseqüentemente, o risco de nulidade da deliberação da assembleia geral que a aprove, nos termos do artigo 56.º, n.º 1, alínea d) do Código das Sociedades Comerciais.

### **(ii) *Voto de lealdade como critério limitativo da transmissibilidade de ações?***

Na sequência da restrição identificada na secção anterior – a circunstância de os direitos especiais deverem acompanhar as ações em caso de transmissão, conforme artigo 24.º, n.º 4 do Código das

<sup>33</sup> Neste sentido, GOMES, FÁTIMA, *Dividendo de lealdade?*, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, 401-418.

<sup>34</sup> Neste sentido, SEABRA BARROS, RICARDO JORGE, quando afirma que “*Não admitir este reiniciar do período de lealdade seria contrariar a natureza e o propósito das ações de lealdade, pois o que aqui se pretende é valorizar a lealdade de cada acionista, levando-o a alinhar os seus interesses com os interesses a longo prazo da sociedade*”, in *As ações de lealdade nas sociedades anónimas*, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2018, pp. 38.

Sociedades Comerciais – questiona-se se o propósito subjacente às ações com voto de lealdade poderia ser alcançado através de uma estrutura que, ao invés de prever a extinção do direito especial ao voto plural como consequência da transmissão das ações a um terceiro; previsse em alternativa uma limitação à transmissibilidade das ações com voto plural, que apenas poderiam ser alienadas a um terceiro caso o titular das mesmas convertesse previamente essas ações em ações ordinárias. Excecionar-se-iam, em linha com os exemplos de direito comparado, os casos de transmissão intra-grupo e *mortis causa*.

Existe, porém, um problema estrutural à implementação de uma alternativa desta natureza: o facto de o artigo 204.º, n.º 1, alínea a) do Código dos Valores Mobiliários estabelecer que só podem ser objeto de negociação organizada – designadamente admissão à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral<sup>35</sup> – *valores mobiliários fungíveis, livremente transmissíveis, integralmente liberados e que não estejam sujeitos a penhor ou a qualquer outra situação jurídica que os onere, salvo se o contrário for permitido pela legislação da União Europeia*.

A existência de limites à transmissibilidade, ainda que o respetivo levantamento esteja na disponibilidade do transmitente, poderá implicar, a nosso ver, que as ações relevantes não preencham o requisito de *livre transmissibilidade* fixado pelo artigo 204.º, n.º 1, alínea d) do Código dos Valores Mobiliários, não sendo por isso tais restrições à transmissibilidade suscetíveis de ser aplicadas em sociedades com ações admitidas à negociação, designadamente em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral. Com efeito, o requisito legal de *livre transmissibilidade* parece exigir a possibilidade de transmissão da propriedade por mera instrução de venda, sem necessidade de qualquer ato prévio de conversão da ação e cor-

<sup>35</sup> Nos termos do artigo 198.º, n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários, é permitido o funcionamento em Portugal, sem prejuízo de outras que a CMVM determine por regulamento, das seguintes formas organizadas de negociação de instrumentos financeiros: (i) mercados regulamentados; (ii) sistemas de negociação multilateral; (iii) sistemas de negociação organizado; e (iv) internalização sistemática.

respondente notificação à sociedade emitente, independentemente de o titular dispor de um direito potestativo à conversão.

Esta proibição de fixação de restrições à transmissibilidade de ações que estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral constitui o reverso, em termos de âmbito subjetivo de aplicação, do âmbito subjetivo de aplicação do artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários, que apenas permite às sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral a emissão de ações com direito especial de voto plural.

Face ao exposto, entendemos que não deverá ser possível que as sociedades elegíveis ao abrigo do artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários procedam à emissão de ações com voto de lealdade, em termos prevejam (i) o incremento do número de votos inerente a cada ação ao longo do tempo; e (ii) a obrigatoriedade de conversão da ação com direito de voto de lealdade em ação ordinária previamente à respetiva transmissão.

Numa perspetiva *iure constituto*, caso venha a ampliar-se o escopo da permissão normativa de emissão de ações com voto plural a todas as sociedades anónimas – algo que não vemos razão para não ter já acontecido – entendemos que poderá ponderar-se a estruturação de ações com voto lealdade enquanto ações sujeitas à restrição à transmissibilidade prevista no artigo 328.º, n.º 1, alínea c) do Código das Sociedades Comerciais, preceito que permite aos estatutos da sociedade *subordinar a transmissão de ações nominativas e a constituição de penhor ou usufruto sobre elas à existência de determinados requisitos, subjetivos ou objetivos, que estejam de acordo com o interesse social*.

Questionar-se-á se o requisito, *objetivo*, de conversão de ações com direito especial em ações ordinárias (sem direito especial), pode ser considerado um requisito que *esteja de acordo com o interesse social*. Entendemos que sim. Com efeito, o propósito subjacente ao regime das ações com voto de lealdade é precisamente o de, incentivando a titularidade de ações da sociedade a longo-prazo, potenciar a valorização da sociedade, prosseguindo assim o interesse social. Neste sentido, a previsão de uma limitação à transmissibilidade das ações, sob a forma de obrigação de conversão prévia em ações

ordinárias<sup>36</sup>, seria um instrumento idóneo para a prossecução desse interesse social<sup>37</sup>.

#### 4. Conclusões

A alteração ao Código dos Valores Mobiliários aprovada pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de Dezembro marcou o regresso da permissão normativa de emissão de ações com direito de voto plural<sup>38</sup>, que tinha sido banido das sociedades anónimas com a entrada em vigor do vigente Código das Sociedades Comerciais, em 1986.

Tratou-se de um passo que já vinha sendo reclamado pela doutrina, em particular nos anos mais recentes, mas que acaba por pecar por escassa, em virtude da aplicação exclusiva a um reduzido conjunto de sociedades anónimas: as que têm as ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral. Partilhamos do sentimento de que esta alteração sabe a pouco<sup>39</sup>. Os benefícios para o interesse social, na perspetiva da sociedade, e para a autonomia privada, na perspetiva de sociedade e acionistas, que podem ser prosseguidos pelas ações com

<sup>36</sup> Desde logo, o preço que um terceiro estará disposto a pagar pelas ações sem o direito de voto de lealdade certamente não será superior, e muito provavelmente será inferior, ao valor que estaria disposto a pagar pelas ações com voto de lealdade, pelo que o incentivo do titular de tais ações a vendê-las é inferior se tiver que proceder à prévia conversão das mesmas em ações ordinárias. Do mesmo modo, a sociedade emitente apenas tem interesse em emitir ações com direito de voto plural de lealdade no pressuposto de que tal direito de voto plural não é transmitido para um terceiro adquirente.

<sup>37</sup> Neste contexto, não seria procedente, a nosso ver, o hipotético argumento de que uma tal restrição à transmissibilidade corresponderia a uma fraude ao artigo 24.º, n.º 4 do Código das Sociedades Comerciais. Com efeito, tal preceito legal regula direitos especiais, que deixariam de existir, de forma válida, por via da conversão voluntária em ações ordinárias, em momento anterior à transmissão das ações. Qualquer argumento contra esta alternativa teria assim, necessariamente, de centrar-se na (in)compatibilidade da limitação à transmissibilidade com o artigo 328.º, n.º 1, alínea c) do Código das Sociedades Comerciais.

<sup>38</sup> Ou conversão de ações existentes em ações com direito de voto plural.

<sup>39</sup> Ver, a este respeito, FERREIRA GOMES, JOSÉ, *Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa*, in *Revista de Direito Comercial*, Fascículo 006, 2022, pp. 285 a 342.

direito de voto plural não justificam a manutenção da respetiva proibição à globalidade das sociedades anónimas. Ainda para mais quando o próprio legislador se conformou com a existência de ações que estabelecem uma desproporção entre os direitos patrimoniais e o poder de voto que lhe são inerentes, desde que sujeita a determinados limites<sup>40</sup>.

A atualidade da discussão sobre a permissão de ações com direito de voto plural arrasta necessariamente consigo a discussão em torno da admissibilidade das ações com direito de voto de lealdade, figura que está estabelecida em outras jurisdições europeias, e que se distingue do paradigma das ações com direito de voto plural por (i) condicionarem o surgimento/aumento da pluralidade do voto à manutenção da titularidade das ações ao longo do tempo, em linha com a estratégia de valorização da sociedade a médio e longo-prazo; e (ii) determinarem a extinção da pluralidade do voto com a transmissão das ações a um terceiro.

Ora, se é verdade que a tendência de abertura do regime jurídico das sociedades anónimas à figura do voto plural – positivada na recente alteração do Código dos Valores Mobiliários – traz consigo a discussão em torno da admissibilidade das ações de lealdade, também é verdade que se poderia esperar que a permissão das ações com voto plural fosse acompanhada da viabilização da figura das ações de lealdade, visto ser a segunda uma das sub-espécies mais relevantes da figura do voto plural.

Porém, não foi assim. A circunstância de (i) as ações com voto plural apenas serem admitidas em sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e sistemas de negociação multilateral, conjugada com o facto de, segundo entendemos (ii) as ações de lealdade apenas serem compatíveis com o regime dos direitos especiais em sociedades anónimas se forem sujeitas a limitações à transmissibilidade nos termos do artigo 328.º do Código das Sociedades Comerciais – sob a forma de condicionamento à conversão prévia em ações ordinárias –; e de (iii) tais limitações à transmissibilidade não serem admitidas no tipo de sociedades anónimas

<sup>40</sup> Por exemplo, o regime previsto no artigo 341.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais.

abrangidas pelo artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários; implica que seja necessário esperar pelo alargamento da permissão normativa de ações com voto plural à globalidade das sociedades anónimas – ou a admissão expressa de ações de lealdade nas sociedades previstas no artigo 21.º-D do Código dos Valores Mobiliários – para que as ações de lealdade possam finalmente ver a luz do dia no regime português das sociedades anónimas.

\* \* \*