



Ricardo Jorge Seabra Barros

As acções de lealdade nas sociedades anónimas

*Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra no âmbito do 2.º Ciclo de Estudos em
Direito (conducente ao grau de Mestre), na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Forenses*

Janeiro/2018



UNIVERSIDADE DE COIMBRA

U



C

Ricardo Jorge Seabra Barros

As acções de lealdade nas sociedades anónimas: introdução e limites à sua
transmissibilidade

Loyalty shares in public actions: introducing and limits on it transmittion

*Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra no
âmbito do 2.º Ciclo de Estudos em Direito (conducente ao grau de Mestre), na Área de
Especialização em Ciências Jurídico-Forenses*

Orientador: Prof. Dr. Alexandre de Soveral Martins

Coimbra, 2018

Agradecimentos

Ao Professor Doutor Alexandre de Soveral Martins pela orientação, conselhos e disponibilidade.

Aos meus pais, à minha irmã, aos meus tios e avós por todo o apoio dado durante todo o meu percurso académico.

À Sofia por nunca me ter deixado baixar os braços à medida que as adversidades no decorrer da dissertação iam aparecendo.

Ao Carlos, à Prof. Fernanda Coelho pela ajuda na revisão gramatical.

Aos meus colegas de casa por todos os serões e debates que motivaram o espírito crítico e pela camaradagem.

Às pessoas que foram sempre um pilar na minha vida, Carla Ferraz, Alexandre Peneda, Tiago Ferreira, Andreia Ferreira, Cátia Guimarães, Bruno Oliveira, João Martins, José Soares, Hélder Lopes, Daniela Silva, Ana Almeida, Emanuel Moreira, Isabel França.

A todos um enorme obrigado.

Resumo

Neste estudo pretende-se uma análise à possibilidade de introduzir nas sociedades anónimas acções de lealdade à luz do ordenamento jurídico português. Vamos ter em conta os contributos dos autores que já se dedicaram ao tema, mas procurando novas soluções que se enquadrem com o nosso regime legal. Nomeadamente através das acções preferenciais sem voto que possibilitam uma “nova” forma de premiar a lealdade dos sócios.

Palavras-chave: acções de lealdade, voto plural, acções preferenciais sem voto, conversão de acções, limites à transmissão

Abstract

This study intends to analyze the possibility of introducing loyalty shares in public companies under the Portuguese legal system. We will consider the contributions of the authors who have dedicated themselves to the subject but looking for new solutions that fit our legal regime. Namely, through non-voting preference shares that enable a new way of rewarding the loyalty of members.

KEYWORDS: loyalty-shares, multiple voting right shares, non-voting preference shares, conversion of shares, limits on the transfer of shares

Lista de siglas e abreviaturas

Al. – alínea

Art.º - Artigo

CC – Código Civil

CRCom – Código de Registo Comercial

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DL – Decreto-Lei

Ed. – edição

n.º - número

p. – página

pp. – páginas

RDES – Revista de Direito e de Estudos Sociais

Reimp. – Reimpressão

S.A. – Sociedades Anónimas

Vol. - Volume

Índice	
Resumo	2
Abstract	2
Lista de siglas e abreviaturas	3
Introdução	8
Capítulo I – As acções de lealdade	10
1. Enquadramento histórico	10
2. O que são acções de lealdade	12
3. Formas de acções de lealdade	14
4. Alguns casos de utilização de acções de lealdade no plano internacional.....	14
CAPÍTULO II – As acções.....	17
1. A acção.....	17
1.1. Como participação social	17
1.1.1. A indivisibilidade e incidibilidade da acção.....	18
1.2. Como fracção do capital social	18
1.3. Como título representativo	19
1.4. Como valor mobiliário	19
2. Categorias de acções	20
2.1. As acções ordinárias	21
2.2. As acções especiais	21
2.2.1. As acções privilegiadas	21
2.2.2. As acções “diminuídas” – acções de fruição.....	22
2.2.3. As acções mistas.....	22
2.3. As acções preferenciais.....	22
2.3.1. As acções preferenciais sem voto.....	22
2.3.1.1. A criação de acções preferenciais sem voto.....	24
2.3.1.2. Conteúdo	25

2.3.1.2.1. Privação do direito de voto.....	26
2.3.1.2.2. Direitos patrimoniais prioritários	26
2.3.1.2.2.1. Dividendo prioritário.....	26
2.3.1.2.2.2. Reembolso prioritário do valor das acções na liquidação da sociedade	28
2.3.1.3. Supressão e coarctação dos direitos patrimoniais prioritários	28
2.4. A existência de várias categorias de acções numa mesma sociedade.	29
3. Os Direitos Especiais	31
3.1 Noção e figuras próximas	31
3.2. As golden shares	32
4. Conclusões finais do capítulo.....	34

CAPÍTULO III – Introdução das acções de lealdade no ordenamento jurídico português
..... 35

1. Considerações iniciais	35
2. Direitos especiais	35
2.1. De voto.....	35
2.1.1. Direito de voto em geral.....	35
2.1.1.1. Direito de voto e poder de voto	35
2.1.1.2. A regra uma acção, um voto.....	35
2.1.1.3. A admissibilidade do voto plural.....	36
2.1.1.3.1. Nos ordenamentos jurídicos estrangeiros.....	36
2.1.1.3.2. No ordenamento jurídico português – artigo 384.º/5 do CSC.....	37
2.2. De lucro.....	39
2.2.1. Direito dos sócios a quinhão nos lucros.....	39
2.2.1.1. Competência para a tomada de deliberação para distribuição de bens sociais	39

2.2.1.2. A periodização dos lucros	40
2.2.1.2.1. O princípio da anualidade dos lucros e sua distribuição	40
2.2.1.3. Transmissão de direito aos lucros e transmissão de participações sociais	40
2.2.2. Direito especial de lucro nas acções de lealdade.....	41
3. Acções preferenciais sem voto	42
3.1. Princípio da não tipicidade das acções preferenciais sem voto	42
3.2. A conversão de acções preferenciais sem voto em acções preferenciais com voto	43
3.2.1. A conversão em acções preferenciais com voto decorrido o “tempo de lealdade”	43
3.2.2. Direito especial à conversão em acções preferenciais com voto	44
3.2.3. Período de lealdade	45
3.2.4. Registo junto da sociedade	45
3.2.5. A coexistências de várias categorias de acções preferenciais sem voto e o tempo de lealdade	46
4. Análise final do capítulo.....	46
CAPÍTULO IV – Limites à transmissibilidade das acções	48
1. Abordagem inicial ao capítulo	48
2. O regime da transmissão de acções	48
2.1. Acções nominativas	48
2.1.1. Transmissão de acções tituladas nominativas entre vivos.....	49
2.1.1.1. Justa causa de transmissão	49
2.1.1.2. Declaração de transmissão	49
2.1.1.3. Registo de transmissão	50
2.1.2. Transmissão de acções tituladas nominativas por morte.....	51
2.2. Transmissão de acções escriturais.....	52

2.2.1. Entre vivos.....	52
2.2.2. Por morte	52
2.3. Transmissão de acções integradas em sistema centralizado	53
3. Limitações à transmissão de acções	53
3.1. O contrato de sociedade não pode excluir a transmissibilidade das acções	54
3.2. O contrato de sociedade não pode ir além do que a lei permite	54
4. As diferentes cláusulas do contrato de sociedade permitidas pela lei.....	55
4.1. Cláusulas que subordinam a transmissão de acções ao consentimento da sociedade	55
4.2. Cláusulas que atribuem um direito de preferência aos outros accionistas..	56
4.3. Cláusulas que subordinam a transmissão de acções e a constituição de penhor ou usufruto sobre elas à existência de determinados requisitos.....	57
5. Análise da possibilidade de introdução de limites à transmissibilidade à luz das excepções legalmente previstas	58
5.1. Introdução de cláusula que subordina a transmissão de acções nominativas à existência de determinados requisitos que estejam de acordo com o interesse social..	59
5.2. Introdução de cláusula que preveja a coarctação dos direitos patrimoniais prioritários das acções preferenciais com voto durante o período de lealdade.	60
5.3. Cláusula do contrato de sociedade que preveja a conversão em acções preferenciais sem voto quando o adquirente não tenha passado pelo período de lealdade	61
Conclusão.....	64
Bibliografia	66
Jurisprudência	68

Introdução

O tema desta dissertação é a introdução e admissibilidade das acções de lealdade nas sociedades anónimas à luz do ordenamento jurídico português. O núcleo central destas acções assenta num acréscimo de voto por cada acção detida durante o período de lealdade, mas também um direito especial ao lucro após o decorrer desse mesmo período.

A abordagem deste tema tem como ponto de partida o combate ao absentismo e passividade dos accionistas¹. Assim, tentaremos combater estes fenómenos através de um incentivo à participação dos sócios e à manutenção das suas acções durante um período de tempo pré-determinado que lhes permite uma “recompensa” pela aproximação das decisões que importam para a sociedade, mas também (e essencialmente) que tenham como horizonte um futuro sustentável da sociedade. Não apenas pela valoração das participações sociais que essa sustentabilidade poderá trazer, mas também porque isso poderá levar a uma maior distribuição de dividendos.

Vários serão os problemas a enfrentar durante o nosso estudo, mas tendo sempre presente a figura das acções de lealdade. Desde logo, o regime das sociedades anónimas regulado no CSC e noutros diplomas legais, afigura-se diferente daqueles em que as acções de lealdade têm maior presença, nomeadamente em França². E, esta diferença de regime trará dificuldades acrescidas para a introdução das acções de lealdade à luz do ordenamento jurídico português.

Quanto aos direitos especiais, nas sociedades anónimas apenas podem ser atribuídos a categorias de acções, não a sócios. Assim, para as acções de lealdade sejam admissíveis, os direitos acrescidos de voto – falamos aqui de a uma acção corresponder a mais do que um voto – e de lucro serão atribuídos a categorias de acções e isso poderá levar ao fracasso da forma de acções de lealdade tal como propostas noutros ordenamentos jurídicos.

Ainda no seguimento do princípio uma acção-um voto e ao acréscimo de votos por acção, a proibição contida no artigo 384.º/5 do CSC (proibição do voto plural) irá suscitar dificuldades para a introdução das acções de lealdade.

¹ Preocupação demonstrada pela Comissão Europeia, disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_pt.pdf

² P.A. QUIMBY, *Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares*, 40 Fla. St. U.L. Rev. 389 (2013), disponível em: http://ir.law.fsu.edu/lr/vol40/iss2/5_nota_83_p_400.

Outro dos problemas a enfrentar é a falta de disposições legais que regulem estas acções. Isto, porque as soluções apresentadas terão sempre como base cláusulas inseridas no contrato de sociedade. Deixamos assim, nas mãos dos sócios o “destino” a dar ao tema que estamos a tratar e à forma como poderão introduzir estas cláusulas no contrato de sociedade. Pretendemos encontrar soluções, não criar formas que possam subverter as finalidades que subjazem às acções de lealdade.

O tema versado neste estudo é difícil e não pouco tratado. Assim, muitos aspectos são analisados no sentido de explorar os limites do direito positivado. No primeiro capítulo, iremos elaborar um enquadramento histórico para o tema em estudo. Seguidamente, os problemas que estão na base para a criação das acções de lealdade, assim como as formas de acções lealdade propostas por outros autores e outras formas desta categoria de acções no plano internacional.

No capítulo segundo, iremos focar o nosso estudo nas acções. Analisaremos de forma breve o seu conteúdo, os direitos inerentes às mesmas e a consequências dos mesmos, formas de representação das acções. De seguida, o estudo irá incidir sobre as acções preferenciais sem voto. Analisaremos o seu regime e vamos destacar os pontos essenciais para promover a introdução das acções de lealdade através das acções preferenciais sem voto.

Posteriormente no terceiro capítulo, iremos analisar a possibilidade de introdução das acções de lealdade nas sociedades anónimas à luz do nosso ordenamento jurídico. Não apenas através de direitos especiais de voto e ao lucro como propostas por outros autores, mas também através das acções preferenciais sem voto.

Por fim, no quarto capítulo, o estudo irá incidir sobre a introdução de limites à transmissibilidade das acções de lealdade propostas, quer antes da conversão em acções preferenciais com voto, quer após a conversão com a limitação dos direitos patrimoniais prioritários ou através da conversão das acções preferenciais com voto em acções preferenciais sem voto enquanto decorre o período de lealdade.

Capítulo I – As acções de lealdade

1. Enquadramento histórico

As recentes crises financeiras tiveram grandes implicações à escala mundial e demonstraram as fragilidades quer dos sistemas financeiros, quer das sociedades.

O contexto societário mudou no séc. XX. Anteriormente os accionistas eram pequenos investidores individuais que interagiam com os mercados, através das suas poupanças para posteriormente recolherem os dividendos de modo a aumentar a almofada de rendimento familiar. Apesar de ainda existirem investidores individuais, como o mercado é tão disperso, a sua presença é “abafada” pelos grandes investidores institucionais, sejam eles *hedge funds*³, fundos de pensões, fundos mutualistas, fundos de investimento, acrescentando ainda um grande leque de intermediários financeiros⁴⁵.

No caso dos Estados Unidos, num período comparativo entre 1960 e 2005 uma análise demonstra que o período médio de conservação de acções caiu de quase nove anos para valores de meses, um dado importante e que alerta para o crescimento desmesurado de conversação de acções a curto período de tempo⁶.

Os “hedge funds” são hoje um dos maiores accionistas nas sociedades anónimas com efeitos claros na governação das sociedades⁷. Tal como nos explica ENGRÁCIA ANTUNES, estes veículos de investimento recorrem “a um conjunto muito diversificado de estratégias, activos e instrumentos de investimento na prossecução de um objectivo final de retorno absoluto”⁸, apesar de, como demonstra o autor, os “hedge funds”, não obstante o retorno absoluto característico da sua actividade, contrastam-se com os pequenos accionistas que por vezes se abstêm da vida societária⁹. No entanto são apontados riscos sistemáticos no que à intervenção deste tipo de estruturas de organizativas de investimento colectivo ligados ao voto abusivo, na medida em que o exercício do direito de voto é feito com a finalidade de obtenção de

³ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os “hedge funds” e o Governo das Sociedades”, in *Revista de Direito das Sociedades*, vol.IX, 2010, p. 29, nas palavras do autor “os “hedge funds” são um dos mais importantes veículos de investimento colectivo no contexto da Economia dos inícios do séc. XXI”.

⁴Cf. P.A. QUIMBY, p. 393. O autor dá o exemplo americano, onde os investidores institucionais tiveram um aumento de 8% em 1950 para quase 70% em 2010.

⁵ Cf. BOLTON/SAMARA p. 6.

⁶ Idem, p. 3, exemplificando com um gráfico publicado pelo *New York Stock Exchange*.

⁷ ENGRÁCIA ANTUNES, p. 41.

⁸ Cf. ENGRÁCIA ANTUNES, p. 23.

⁹ Idem, p. 54.

vantagens especiais, “independentemente dos prejuízos que tal possa causar à sociedade ou aos demais sócios”¹⁰. E é exactamente este risco que importa salientar e combater no que às acções de lealdade diz respeito – o que está na base da introdução deste tipo de acções, apesar de como é lógico não descurar a obtenção do lucro e consequente distribuição aos sócios¹¹, é a prossecução de interesses da sociedade a longo prazo.

As instituições de capital de risco são uma importante forma de financiamento para as sociedades com impactos significativos gestão societária. De acordo com a Lei n.º 18/2015, de 04 de Março, considera-se “investimento em capital de risco a aquisição, por um período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respectiva valorização”. O investimento em capital de risco pode acontecer em diferentes fases da “vida” de uma sociedade e a aquisição de participações sociais pode ter como consequência o domínio da sociedade visada pelo investimento ou a aquisição de uma participação minoritária. No caso de aquisição de participações sociais com vista ao domínio, fala a doutrina de *buy-outs*. No caso de aquisição de participação minoritária falamos de *venture capital ou growth capital*, que consiste num apoio à criação ou desenvolvimento de sociedades, numa fase inicial da sua existência¹².

Este modelo de investimento/financiamento comporta várias fases que podem passar pela aquisição de participações sociais, a aplicação do programa de investimento e o desinvestimento (fase final em que as instituições investidoras vendem as participações sociais adquiridas). Segundo PAULO CÂMARA, *o capital de risco introduz tendencialmente uma maior disciplina de gestão nas empresas em que investem*¹³. O que se afigura uma “mais-valia” para a sociedade, dado que estes investidores estão dotados de uma maior informação que poderá levar a melhores resultados nos exercícios sociais.

Apesar disso, o crescimento dos fundos de investimento foi uma das razões apontadas por ROBERT SHILLER para a valorização excessiva das acções nos mercados bolsistas, que por volta do ano 2000 atingiram o seu pico máximo e começaram a cair, levando a uma ruptura dos mercados internacionais, com especial

¹⁰ Idem, p. 66.

¹¹ Como ensina COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 5ª ed., Almedina, Coimbra, 2016, pp. 29-35, o fim ou o escopo da sociedade é a obtenção do lucro e a consequente distribuição pelos sócios, uma nota essencial da noção genérica de sociedade.

¹² PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 804.

¹³ Idem, p. 805.

foco nos Estados Unidos da América¹⁴. Não queremos afastar este fenómeno da vida societária, as alternativas ao financiamento podem ajudar a potenciar o crescimento das sociedades quer numa fase inicial como também numa fase posterior para um maior desenvolvimento. Todavia não nos podemos esquecer que este financiamento tem apenas um fim: a valorização das participações sociais da sociedade visada pelo investimento. Isto, para que os investidores possam vender essas mesmas participações por um preço superior ao preço que adquiriram, durante o tempo limitado acordado com este investimento. Apesar disso, os objectivos e interesses da sociedade não se esgotam apenas na valorização das acções, é necessária estabilidade a longo prazo para que essa valorização perdure no tempo. E, com um investimento limitado no tempo, acompanhado pela necessidade, por parte dos investidores, de retorno no financiamento realizado poderá deixar de parte a estabilidade da sociedade para o futuro.

A influência destes investidores institucionais não se esgota apenas na valorização a curto prazo das acções da sociedade em causa, mas alastra-se também para os órgãos de administração responsáveis pelas escolhas das estratégias societárias. Vejamos, se o interesse de um accionista é o aumento de valor das suas acções num prazo de tempo curto, e dado que são estes a quem cabe eleger os administradores, necessariamente esta recairá para um administrador que vá ao encontro dessa estratégia¹⁵¹⁶. E se quisermos ir ainda mais longe, um membro do conselho de administração que opte por estratégias de longo prazo em detrimento das de curto prazo corre sempre o risco de ser destituído pelos accionistas não interessados nessa política societária.

2. O que são acções de lealdade

As acções de lealdade apresentam-se como uma solução para a crescente passividade dos accionistas e para o seu distanciamento do “centro” das decisões, estando as mesmas relacionadas com um acréscimo dos direitos de voto¹⁷ ou de lucro¹⁸.

¹⁴ ALEXANDRE, Fernando/MARTINS, Ives Gandra/ANDRADDE, João Sousa/CASTRO, Paulo Rabello de/BAÇÃO, Pedro, *A Crise Financeira Internacional*, in *Estado da Arte 2*, Imprensa da Universidade de Coimbra, 2009, pp. 41-42.

¹⁵ Cf. P.A. QUIMBY, p. 399.

¹⁶ Cf. BOLTON/SAMARA, p. 5.

¹⁷ BOLTON/SAMAMA, *Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors*, disponível em: http://cgt.columbia.edu/wp-content/uploads/2013/12/L-shares_November_2012-1.pdf.

¹⁸ FÁTIMA GOMES, “Dividendo de lealdade?”, in *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina Coimbra, 2012, p. 401-418.

Vários autores debruçaram-se sobre a questão de introdução destas acções nas sociedades anónimas como forma de incentivo dos interesses a longo prazo das sociedades, procurando diminuir a manutenção de acções durante um período curto de tempo.

Apesar das diferentes formas de abordar as acções de lealdade, há um ponto comum a todas elas: os accionistas que conservem acções durante o “período de lealdade” devem ser “recompensados” com um acréscimo de direitos de voto ou de direito aos lucros. Quer isto dizer que a ideia que subjaz à sua criação é a de que quanto mais longa for a relação entre os accionistas e a sociedade, maiores serão os benefícios que estes podem retirar. E assim é pois parte da ideia de que o *short-termism*, ou seja, a detenção de acções por um período de tempo reduzido (horas, minutos, segundos), é prejudicial para os interesses a longo prazo da sociedade, num plano estratégico virado para o futuro.

Vários autores debruçaram-se sobre a questão de introdução destas acções nas sociedades anónimas como forma de incentivo dos interesses a longo prazo das sociedades, procurando diminuir a detenção de acções a curto prazo.

Não se pretende com este estudo eliminar a possibilidade de accionistas deterem as acções por curtos períodos de tempo, mas apenas tentar demonstrar que os sócios têm a ganhar com a manutenção da sua posição dentro da sociedade. Esse ganho não se traduz apenas nos direitos acrescidos, mas pode ser visto também como um “ganho societário”, na medida em que os interesses dos sócios a longo prazo se alinham com a sustentabilidade da sociedade no seu conjunto.

A implementação deste tipo de acções pode trazer benefícios em vários momentos da vida societária, seja sob a forma de compensação dos accionistas e investidores a longo prazo - em que o benefício próprio apenas garantido após o período de lealdade -, que estarão mais atentos e interessados na boa gestão da sociedade, corrigindo e procurando melhores soluções para um futuro de crescimento sustentado da sociedade. Também no caso de crises financeiras e descida do valor das acções, as L-shares demonstram-se capazes de “agarrar” os investidores e accionistas, evitando uma venda descontrolada e consequente diminuição do valor da sociedade¹⁹.

¹⁹ BOLTON/SAMARA, *ob. cit.*, pp. 17-21.

3. Formas de acções de lealdade

PATRICK BOLTON e FRÉDERIC SAMANA propuseram a criação de acções de lealdade – *loyalty shares*. As acções de lealdade propostas proporcionam um benefício adicional, sob a forma de uma acção extra ou um dividendo extra, sendo que este benefício aparece sob a forma de *call-warrant*²⁰, atribuindo o direito compra de um determinado número de novas acções por um preço pré-determinado após a detenção das acções por um período de tempo – o período de lealdade²¹. Assim, em caso de transmissão das referidas acções enquanto decorre ainda o tempo de lealdade, a compensação perde-se, ou seja, não se transmite com a acção a que está associada se esta ocorrer durante o tempo de lealdade.

P. ALEXANDER QUIMBY²², aborda as acções de lealdade de um modo diferente, já que, o aumento do poder de voto correspondente ao tempo de lealdade é de um duodécimo a cada seis meses, num máximo de três anos. Ou seja, a cada seis meses há um acréscimo de um duodécimo dos direitos de voto correspondentes a uma acção ou conjunto delas detidas por um accionista, mas esse acréscimo está limitado a três anos, de modo a não existir uma desproporção excessiva entre o número de acções detidas e os direitos de voto correspondentes. Uma das diferenças na concepção deste autor relativamente às acções de lealdade está no facto de aliado ao aumento dos direitos de voto como anteriormente demonstrado, propõe um tratamento fiscal mais favorável tendo em conta o período de tempo que o accionista detém as acções²³.

4. Alguns casos de utilização de acções de lealdade no plano internacional

²⁰ “Warrant é o valor mobiliário que em relação a um activo subjacente confere, alternativa ou exclusivamente, algum dos seguintes direitos: o direito de subscrever valores mobiliários; o direito de adquirir determinado activo subjacente; o direito de alienar determinado activo subjacente; o direito a exigir a diferença entre dois preços de referência, um determinado na emissão do valor mobiliário e o outro determinável ao longo da sua vigência. Tal abrange por seu turno: o direito a exigir a diferença entre o preço de referência ao activo subjacente e o preço do activo subjacente no momento do exercício, em relação aos warrants de aquisição (*call warrants*).”, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2011, p. 166.

²¹ Cf. BOLTON/SAMARA, p. 1.

²² P.A. QUIMBY, *Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares*, 40 Fla. St. U.L. Rev. 389 (2013), disponível em: <http://ir.law.fsu.edu/lr/vol40/iss2/5>

²³ Idem, p.402

O estudo das acções de lealdade não pode ser feito sem ter em conta o contexto da admissibilidade do voto duplo nas sociedades anónimas no ordenamento jurídico francês²⁴.

Há vários exemplos de opção por parte de sociedades para introduzirem acções de lealdade, apesar de serem ainda escassos. Um destes exemplos reporta a 1991, quando a *Michelin S.A* concedeu acções de lealdade sob a forma de *warrant* depois de um corte dos dividendos de modo a compensar os accionistas mais leais pela perda sofrida com o corte²⁵. Outros exemplos ainda em França, a *L'Oreal S. A*, a *Electricité de France S. A* e o *Credit Agricole S. A*²⁶ implementaram este tipo de acções através de um aumento do dividendo para accionista que detivessem as acções por um período de tempo fixado no contrato de sociedade²⁷. Ainda que com o mesmo princípio subjacente (a recompensa ou primazia dos accionistas interessados nos objectivos a longo prazo da sociedade), a *Air Liquide S. A* compensou os seus accionistas com um aumento do dividendo acompanhado de um *share bonus*²⁸ para aqueles que mantivessem as acções por um período de dois anos²⁹. A medida parece ter agradado tanto à sociedade como aos accionistas como demonstra no site oficial publicidade dada às acções de lealdade e aos benefícios que esta representa para o accionista³⁰.

No Reino Unido, encontramos o exemplo da *Standard Life* que oferecia uma acção por cada vinte acções detidas durante o período de lealdade estipulado³¹. Outra forma de acções de lealdade são as denominadas *matching shares*³², que consistem na atribuição de número de acções determinado, de forma gratuita, para os trabalhadores de uma sociedade que adquiram acções desta. Essa atribuição gratuita de acções será efectuada após a detenção das acções adquiridas durante um certo período de tempo³³.

²⁴ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de acções com direito de voto plural às *L-shares*”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 435-470. Tema que irei aprofundar no Capítulo III.

²⁵ Cf. BOLTON/SAMARA, p. 11.

²⁶ <https://www.credit-agricole.com/en/finance/finance/individual-shareholders/dividend>

²⁷ Cf. BOLTON/SAMARA, p. 12.

²⁸ <https://economictimes.indiatimes.com/definition/bonus-share>

²⁹ Cf. BOLTON/SAMARA, p. 12

³⁰ <https://www.airliquide.com/shareholders/loyalty-bonus>

³¹ Cf. BOLTON/SAMARA, p. 12; <http://www.telegraph.co.uk/finance/2936865/Standard-Life-offers-members-a-loyalty-bonus.html>

³² Informação disponibilizada no website: <https://www.gov.uk/tax-employee-share-schemes/share-incentive-plans-sips>.

³³ <http://www.mondaq.com/uk/x/258858/Employee+Benefits+Compensation/Briefing+Note+Matching+Share+Plan+MSP>

Mais recentemente, em 2015, a Ferrari N. V³⁴ com sede na Holanda anunciou um programa de lealdade para os accionistas que detivessem as acções por um período de tempo determinado, concedendo-lhes um acréscimo nos direitos de voto. Seria feito um registo prévio, através de um intermediário, no caso “the bank, depositary or trust appointed by the Board from time to time and in relation to the relevant jurisdiction in which Company’s shares are listed for trading. Computershare Trust Company NA (US) and Computershare S.p.A. (Italy) have each been appointed as the first Agent;³⁵”.

Numa perspectiva virada para um aumento do direito aos lucros, sob a forma de dividendo, o caso “DSM”, na Holanda, onde foi abordada a questão da admissibilidade da introdução de um “dividendo lealdade”. Após decisão judicial desfavorável à introdução deste dividendo, que “consistia na atribuição de um bónus de 30% dos dividendos a pagar aos accionistas que tivessem as acções da sociedade, ao portador, voluntariamente registadas em seu nome junto daquela há, pelo menos, 3 anos”³⁶, o Supremo Tribunal acabou por adoptar uma posição favorável à introdução deste dividendo de lealdade.

Nos Estados Unidos, o princípio “one share, one vote³⁷” continua a afastar a possibilidade de criação de acções de lealdade, ou até mesmo acções com voto duplo ou plural³⁸. Ainda assim, alguns autores, nomeadamente os referidos *supra*³⁹ têm dedicado os seus estudos à introdução deste tipo de acções com vista ao combate ao *short-termism*.

³⁴<http://corporate.ferrari.com/en/investors/stock-and-shareholder-corner/special-voting-shares;>
[http://corporate.ferrari.com/sites/ferrari15ipo/files/dms-20012424-v1-index_13 -
_ferrari_terms_and_conditions_special_voting_.pdf](http://corporate.ferrari.com/sites/ferrari15ipo/files/dms-20012424-v1-index_13_-_ferrari_terms_and_conditions_special_voting_.pdf)

³⁵[http://corporate.ferrari.com/sites/ferrari15ipo/files/dms-20012424-v1-index_13 -
_ferrari_terms_and_conditions_special_voting_.pdf](http://corporate.ferrari.com/sites/ferrari15ipo/files/dms-20012424-v1-index_13_-_ferrari_terms_and_conditions_special_voting_.pdf), p. 1.

³⁶ Cf. FÁTIMA GOMES, p. 402.

³⁷ Princípio que subjaz ao nosso artigo 384º/5 do CSC, que proíbe o voto plural. Em sentido contrário, afastando a aplicação desta norma às sociedades “cotadas”, Cf. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA.

³⁸ Ver, INSTITUCIONAL SHAREHOLDER SERVICES, *Report in the proportionality principle in the European Union*, 18, 2007, disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf, p. 12.

³⁹Cf. BOLTON/SAMARA, *ob. cit.*, P.A. QUIMBY, *ob. cit.*

CAPÍTULO II – As acções

A abordagem realizada neste capítulo passará pela análise das acções, o que representam, o seu conteúdo, as várias categorias de acções permitidas à luz do CSC (acções ordinárias, especiais, “diminuídas”), mas ainda o regime dos direitos especiais, necessariamente ligado ao tema em estudo.

1. A acção

1.1. Como participação social

“A participação social é definível como o conjunto unitário de direitos e obrigações actuais e potenciais do sócio (enquanto tal)”⁴⁰. Podemos dividir e classificar os direitos de acordo com vários critérios, destacando-se para análise o critério da função e o da titularidade. O primeiro diz que é possível distinguir direitos de participação, direitos patrimoniais e direitos de controlo. O segundo indica que os direitos gerais distinguem-se dos direitos especiais, quando pertençam a todos os sócios ou apenas a certos sócios, respectivamente⁴¹.

O termo “participação” engloba na sua expressão a integração dos sócios nos lucros, e consequentemente nas perdas, quando se verificam; a participação na vida societária através do exercício dos seus direitos de controlo e participação, e a contribuição do sócio para a formação do capital social. A estes acrescem ainda os deveres de carácter patrimonial e não patrimonial⁴².

A aquisição da participação social pode efectuar-se de dois modos distintos: no momento da constituição da sociedade ou em aumento de capital, e neste caso falamos de aquisição originária; ou num momento posterior à constituição – aquisição derivada -, seja por transmissão entre vivos ou *mortis causa* da participação social, ou em aquisição em processo de fusão por incorporação ou de cisão-fusão-incorporação⁴³.

⁴⁰ COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 5ª ed., Almedina, Coimbra, 2016, p. 195.

⁴¹ Seguindo a distinção dada por Coutinho de Abreu, Cf. COUTINHO DE ABREU, *ob. cit.*, pp. 196-197; falando em poderes patrimoniais e administrativos, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A participação Social nas Sociedades Comerciais*, Reimp. da 2ª ed. de 2006, Almedina, Coimbra, 2014 pp. 367-370.

⁴² SOVERAL MARTINS, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade das acções*, Almedina, Coimbra, 2006, p. 78.

⁴³ Cf. COUTINHO DE ABREU, p. 195.

Qualquer que seja o modo de aquisição, esta é condição necessária para a qualificação de uma pessoa, colectiva ou singular, como sócio de uma determinada sociedade.

1.1.1. A indivisibilidade e incindibilidade da acção

A participação social é tratada como um todo pelo nosso direito. Desde modo, e de acordo com o artigo 276.º/6 do CSC, a acção é indivisível. Entenda-se que o termo “acção” aqui utilizado indica participação social e não apenas a fracção do capital. Esta indivisibilidade prende-se por um lado, ao facto de o valor nominal da mesma não poder ser dividido por iniciativa do accionista, isto porque o valor nominal de cada acção tem uma função de garantia para com os credores sociais. Essa função apenas estará garantida se o valor nominal que consta no contrato de sociedade corresponder ao valor nominal de cada acção dessa sociedade. Por exemplo, um accionista titular de uma acção com valor nominal de 10 cêntimos não a pode dividir em dez acções, cada uma com o valor de 1 cêntimo. Assim, apenas por alteração do contrato de sociedade relativamente ao valor nominal de cada acção e conseqüentemente ao número de acções existentes é que este pode ser alterado.

O outro lado da indivisibilidade da acção corresponde à incindibilidade⁴⁴ da mesma, isto é, os direitos que integram a participação social não podem ser transmitidos a terceiros ou separados da mesma – não querendo englobar aqui os direitos patrimoniais actuais que podem ser destacados da participação social e transmitidos sem esta⁴⁵. São várias as normas do CSC que ligam os direitos dos accionistas ao núcleo das acções⁴⁶, vedando aos sócios a possibilidade de os transmitir sem que com isso a acção/participação social seja transmitida, seja o seu direito de voto, o direito ao lucro, sejam outros direitos de controlo como o direito à informação.

1.2. Como fracção do capital social

Nas sociedades anónimas, o capital é dividido em acções⁴⁷, sendo esta uma característica deste tipo societário, a par de outras como a responsabilidade limitada ao

⁴⁴ Cf. SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, p. 99.

⁴⁵ Idem, pp. 104-105, expondo exemplos de direitos que podem ser transmitidos separadamente, sendo que o direito a dividendo e o direito à quota de liquidação correspondem a direitos de crédito futuros.

⁴⁶ Idem, p. 103.

⁴⁷ Artigo 271.º do CSC.

valor da sua entrada, a estrutura organizatória - composta segundo um dos modelos a que se refere o artigo 278.º do CVM para os órgãos de administração e fiscalização, a existência de um órgão deliberativo-interno, a assembleia geral de accionistas -, a forma de transmissão das acções e o número mínimo de sócios⁴⁸.

O capital social corresponde a uma cifra representativa do somatório dos “valores nominais das participações fundadas em entradas em dinheiro e/ ou entradas em espécie”⁴⁹. Não obstante, a divisão do capital social em acções, fazendo com que cada acção represente uma fracção do mesmo, não se confunde com a participação social, esta não é parte da cifra, nem parte do património da sociedade⁵⁰. O valor nominal de cada acção tem importância prática apenas no sentido em que representa o valor da entrada a que se obrigam os sócios, valor que tem a função de garantia para com os credores sociais, já que a responsabilidade em geral dos sócios de uma sociedade anónima é limitada ao valor da sua entrada.

Nas sociedades anónimas, todas as acções devem representar a mesma fracção do capital social e deverão ter o mesmo valor nominal, no caso de corresponderem a acções com valor nominal⁵¹, sendo que o valor mínimo das mesmas não pode ser inferior a 1 cêntimo, como refere o nº3 do artigo 276.º do CSC.

1.3. Como título representativo

A representação das acções não se restringe hoje aos “títulos-documentos”⁵² em papel, na medida em que é admitida hoje a representação das acções através de registo em conta, em suporte informático. Chamamos às primeiras acções tituladas e às segundas acções escriturais⁵³.

1.4. Como valor mobiliário

⁴⁸ Que segundo o artigo 7.º/2 do CSC é de dois, excepto quando a lei exija um número superior ou permita a constituição de uma sociedade por apenas uma pessoa. No caso das sociedades anónimas, o número mínimo de sócio, em regra, são cinco (artigo 273.º/1 do CSC), com a excepção dos artigos 481.º/1 e 488º/1 – sociedades constituídas por apenas um sócio -, ou constituída por dois sócios (artigo 273.º/2 do CSC).

⁴⁹ Cf. COUTINHO DE ABREU, p. 69.

⁵⁰ Cf. SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, p. 114; Cf. COUTINHO DE ABREU, p. 208.

⁵¹ Artigo 276.º/4 do CSC.

⁵² Cf. COUTINHO DE ABREU, p. 208.

⁵³ Quanto à representação das acções remeto para o ponto 1.4. do presente capítulo.

No artigo 1.º do CVM é elencada uma lista não taxativa referindo-se à qualificação como valores mobiliários. Este sugere que são valores mobiliários: as acções, as obrigações, os títulos de participação, as unidades de participação em instituições de investimento colectivo, os *warrants* autónomos, os direitos destacados dos valores mobiliários e outros documentos representativos de situações jurídicas homogéneas, desde que sejam susceptíveis de transmissão em mercado, para além de outros que a lei qualifique como tal. O conceito de valor mobiliário é delimitador da aplicação das normas pertencentes ao CVM, portanto, quanto mais amplo o conceito, maior será o número de situações abrangidas por este⁵⁴.

A pertença a uma mesma categoria de valor mobiliário está dependente dos critérios gerais de homogeneidade, a que se refere o artigo 45.º do CVM. Este artigo indica que os valores mobiliários que sejam emitidos pela mesma sociedade e apresentem o mesmo conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes. Deste modo, são dois os requisitos elencados na norma: coincidência da entidade emitente e homogeneidade das situações jurídicas representadas, sendo que esta última característica vai de encontro ao postulado no artigo 302.º/2 do CSC, referente à pertença a uma mesma categoria de acções com direitos iguais⁵⁵.

Quanto à forma de representação dos mesmos, os valores mobiliários são escriturais ou titulados, consoante sejam representados por registo em conta ou por documentos em papel⁵⁶. No que diz respeito às acções, objeto do nosso estudo, destaco o facto de estas não estarem dependentes de representação para existirem como participação social, servindo a representação apenas como forma de qualificação como valores mobiliários⁵⁷. Não obstante, de acordo com o artigo 98.º do CVM, a cada título pode corresponder mais do que uma acção.

2. Categorias de acções

Numa mesma sociedade podem coexistir diferentes categorias de acções, sendo diferentes os direitos inerentes às mesmas. O disposto no artigo 302.º/1 do CSC

⁵⁴ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, p. 89.

⁵⁵ *Idem*, p. 114.

⁵⁶ Artigo 46.º/1 do CVM.

⁵⁷ Cf. SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, p. 191.

confirma esta posição, acrescentando o nº2 do mesmo, que as acções com direitos iguais formam uma mesma categoria, e o mesmo é reforçado pelo artigo 45.º do CVM fazendo menção ao conteúdo das acções. Como excepção encontra-se o caso das sociedades abertas, onde aquando da emissão das mesmas, independentemente do conteúdo, formam uma mesma categoria autónoma nos casos a que se refere o artigo 25.º do CVM⁵⁸.

Apesar da letra da lei referir apenas direitos diversos quanto à atribuição de dividendos e à partilha do activo resultante da liquidação, as possibilidades não se esgotam nestes dois direitos diferentes⁵⁹.

2.1. As acções ordinárias

Falamos de acções ordinárias quando nos queremos referir à categoria de acções que conferem direitos e impõe obrigações estabelecidas pela lei para as acções em geral, formando estas uma mesma categoria. Um dos traços distintivos de importância aquando do ponto *infra* 2.5., é o facto de não haver assembleias especiais para esta categoria de acções⁶⁰.

A isto acresce o facto de poder existir mais do que uma categoria de acções na mesma sociedade, não estando, no entanto, a mesma obrigada a emitir acções ordinárias, podendo todas as acções da mesma categoria terem direitos acrescidos⁶¹.

2.2. As acções especiais

2.2.1. As acções privilegiadas

Quando a uma mesma categoria de acções são conferidos mais direitos do que aqueles que são conferidos às acções ordinárias, falamos de acções privilegiadas. Os direitos acrescidos a estas acções podem ser vários, mas as acções que conferem os mesmos direitos acrescidos formam uma mesma categoria de acções.

⁵⁸ ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, anotação ao artigo 302.º, vol. 5, Almedina, Coimbra, pp. 326-329.

⁵⁹ Para uma exemplificação mais aprofundada, Idem, p. 328.

⁶⁰ Artigo 389.º/3 do CSC.

⁶¹ Cf. ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, p. 329.

2.2.2. As acções “diminuídas” – acções de fruição

Numa mesma sociedade podem existir acções que confirmam menos direitos do que aqueles que são inerentes às acções ordinárias - acções diminuídas ou acções de fruição. Estas acções podem ser resultado de um acto de amortização de acções, com ou sem redução do capital⁶², sendo que no primeiro caso implicam a extinção das acções e a consequente redução do capital. Caso haja deliberação da assembleia geral e os fundos possam ser distribuídos, os accionistas titulares destas acções podem receber o valor nominal de cada acção, ficando o valor das mesmas fora do património social⁶³. Caso o valor das acções seja reembolsado, estas mantêm os direitos de controlo, apenas sofrendo limitações nos direitos patrimoniais, nos termos do nº4 do artigo 346.º do CSC, referente às modificações inerentes a esta categoria após o reembolso.

Como demonstrado anteriormente, mesmo no caso de reembolso, as mesmas podem ser convertidas em acções ordinárias, mediante deliberação da assembleia geral e da assembleia especial dos titulares de acções da mesma categoria⁶⁴.

2.2.3. As acções mistas

Nas acções de natureza mista temos, por um lado, direito ou direitos acrescidos e por outro, direito ou direitos diminutos, sendo o caso das acções preferenciais aquele que irei desenvolver no ponto seguinte.

2.3. As acções preferenciais

2.3.1. As acções preferenciais sem voto

As acções preferenciais sem voto são acções mistas ou híbridas pois, se por um lado, atribuem menos direitos do que aqueles que correspondem às acções ordinárias – neste caso, uma privação do direito de voto (ainda que não absoluta), por outro, atribuem mais direitos, conferindo *direito a um dividendo prioritário não inferir a 1% do respectivo valor nominal ou, na falta deste, do seu valor de emissão, deduzido de eventual prémio de emissão, retirado dos lucros que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º,*

⁶² Artigos 346.º e 347.º do CSC.

⁶³ JOÃO FERREIRA REBELO, *As acções preferenciais sem voto no Ordenamento jurídico Português*, in *Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, vol. 6, 2011, pp. 225-263.

⁶⁴ Artigo 346.º/6 do CSC.

*possam ser distribuídos aos accionistas e ao reembolso prioritário do seu valor nominal ou do seu valor de emissão na liquidação da sociedade*⁶⁵. Importa salientar que a condição para a existência de acções sem voto é a “contrapartida” patrimonial a que se refere o dividendo ou reembolso prioritário. Só assim se justifica a supressão de um direito tão relevante na esfera de cada accionista, de tal forma que, como dispõe o artigo 342.º/2 do CSC, em caso de não ser pago o dividendo prioritário durante dos exercícios sociais consecutivos, estas passam a conferir direito de voto, nos termos exactos das acções ordinárias⁶⁶. Nada obsta a que a vantagem atribuída através de percentagem no dividendo ou no reembolso seja aumentada, tendo em conta o exercício da autonomia privada, embora não possa ser inferior a 1% - o que resulta da interpretação literal da norma -, nem corresponder a um valor fixo⁶⁷.

São várias as finalidades que justificam a criação deste tipo de acções: desde logo permite às sociedades anónimas uma forma adicional de financiamento com capitais próprios, sem que com isso se alterem os equilíbrios existentes quanto à posição dos accionistas. Na medida em que, o controlo da sociedade se mantém na esfera dos titulares anteriores à sua emissão, mesmo que estes não detenham a maioria do capital social. Isto, porque a emissão de acções preferenciais sem voto só pode ir até ao montante de metade do capital social. Também funcionam como forma de evitar o lançamento de uma OPA, pois não conferem direitos de voto⁶⁸ ou então como forma de concretização da participação dos trabalhadores nos lucros da sociedade⁶⁹. RAÚL VENTURA acrescenta que os direitos patrimoniais inerentes às acções preferenciais sem voto servem de incentivo a investidores que poderiam não ser atraídos para investimento em acções ordinárias. E, se por um lado, com a falta do poder de voto, pode afastar alguns investidores, concentra o poder de voto na participação dos restantes accionistas, detentores de acções com direito de voto⁷⁰.

Poder-se-ia pensar que estas acções, por não incorporarem no seu conteúdo o direito de voto, não se tratariam de verdadeiras acções e colocariam dúvidas sobre a posição do seu titular. Estas dúvidas são facilmente dissipáveis se tivermos em conta o

⁶⁵ Artigo 341º/2 do CSC

⁶⁶ Ainda que percam o direito de voto no exercício seguinte àquele que sejam satisfeitos os dividendos prioritários em atraso – artigo 342.º/2/2ª parte.

⁶⁷ ELDA MARQUES, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Almedina, Coimbra, 2012, anotação ao artigo 341.º, pp.601-688.

⁶⁸ *Idem*, p. 613.

⁶⁹ *Idem*, p. 614.

⁷⁰ RAÚL VENTURA, *Estudos vários sobre Sociedades Anónimas: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2003, p. 421.

anteriormente dito, relativamente à falta de pagamento do dividendo prioritário – artigo 342.º/2 do CSC -, podendo falar de um direito de voto “suspense”, pois caso se verifique a possibilidade inscrita na norma, o direito de voto renasce na esfera do seu titular. Além disso, as acções preferenciais sem voto conferem ao seu titular, além dos direitos acrescidos já mencionados, todos os direitos de natureza não patrimonial inerentes às acções ordinárias⁷¹, com excepção do direito de voto e daqueles direitos que pressuponham este direito, ou seja, a título de exemplo, nas deliberações tomadas em assembleia geral, apesar de possível a presença, desde que não excluída aos titulares destas acções no contrato de sociedade, não podem participar na votação.

2.3.1.1. A criação de acções preferenciais sem voto

O artigo 341.º/1 do CSC condiciona a emissão destas acções à prévia autorização do contrato de sociedade, seja a emissão feita aquando da constituição da sociedade, em momento posterior no caso de aumento do capital ou por conversão de acções ordinárias. Em qualquer dos casos há dois requisitos essenciais a ter em consideração: o primeiro é a autorização do contrato de sociedade em momento anterior à emissão destas acções, o segundo é um limite quantitativo, na medida em que a emissão tem como limite máximo a metade do capital social.

Quando a emissão de acções preferenciais sem voto for realizada no momento de constituição da sociedade não é necessária a inscrição de uma cláusula no contrato de sociedade expressa que o autorize, bastando a inscrição das categorias de acções existentes, o número de acções e os direitos atribuídos a cada uma delas, como prescreve o artigo 272.º/c do CSC⁷². Contudo, se se tratar de emissão de acções desta categoria durante a vida da sociedade⁷³ e caso não exista cláusula no contrato de sociedade que autorize a emissão das mesmas, esta só poderá ser efectuada após uma alteração do contrato de sociedade, inserindo uma cláusula que possibilita a emissão desta categoria de acções, preenchendo os requisitos impostos pelos artigos 24.º/1, e 4, 272.º/c do CSC.

⁷¹ Artigo 341.º/5 do CSC.

⁷² Seguindo a posição adoptada por ELDA MARQUES, ob. cit., p. 620; segue posição idêntica, RAÚL VENTURA, ob. cit., p.423.

⁷³ A forma de deliberação assim como o *quórum* necessário para tomada de deliberação será analisado *infra* 2.5..

No que respeita ao limite quantitativo, este existe de forma a não haver um desequilíbrio exagerado entre capital e poder de voto, ou seja, entre os titulares de acções sem direito de voto e os titulares de acções com voto, sendo que cabe aos primeiros a tomada de deliberações para a vida societária. A inexistência de um limite quantitativo levaria a que os accionistas que controlam a sociedade representariam uma pequena parte do capital social, com um investimento relativamente baixo, “transferindo” o risco subjacente às suas decisões para aqueles que não têm poder de voto⁷⁴. Importa salientar que este limite diz respeito a todas as acções preferenciais sem voto existentes na sociedade, sejam emitidas logo na constituição da mesma ou em momento posterior, ou advenham da conversão de acções ordinárias em acções preferenciais sem voto - mesmo que existam várias categorias destas acções, conferindo direitos acrescidos diferentes (ainda que respeitando o conteúdo mínimo, postulado no artigo 341.º2 do CSC)⁷⁵. No caso de serem emitidas acções desta categoria em número superior ao correspondente a metade do capital, seja na primeira emissão, seja em emissões posteriores por aumento do capital, a deliberação que viole o referido no artigo 341.º/1 é nula, ao abrigo do artigo 56.º/d do CSC, por violação de norma imperativa, mas esta nulidade pode apenas ser parcial (artigo 292.º CC), atingindo apenas a parte excedente ao limite quantitativo. ELDA MARQUES prevê ainda a hipótese de conversão, através do artigo 293.º do CC, em acções ordinárias ou acções preferenciais com voto, no caso de excesso do limite quantitativo referido⁷⁶.

2.3.1.2. Conteúdo

O conteúdo nas acções preferenciais sem voto tem as mesmas linhas das acções ordinárias, apresentando, no entanto, duas importantes diferenças: por um lado, acrescem dois direitos patrimoniais prioritários (dividendo e reembolso, nos casos anteriormente expostos), e por outro, uma privação do direito de voto face às acções ordinárias. A esta privação do direito de voto pode ainda acrescer, caso seja estipulado no contrato de sociedade, a exclusão dos accionistas sem direito de voto de participação na assembleia geral, como dispõe o artigo 343.º/1 do CSC.

⁷⁴ COUTINHO DE ABREU, ob. cit., p.216.

⁷⁵ Cf. ELDA MARQUES, p. 634.

⁷⁶ Idem, p. 637.

2.3.1.2.1. Privação do direito de voto

Uma outra característica desta categoria de acções é o facto de estas estarem privadas do direito de voto, quer as assembleias gerais, mas também nas deliberações unânimes por escrito⁷⁷. No entanto esta privação não é absoluta, desde logo pelo disposto no artigo 342.º/2 do CSC, já anteriormente discutido, em que o direito de voto renasce na esfera do accionista pela falta de pagamento do dividendo prioritário durante dois exercícios sociais.

Outra excepção à ausência do direito de voto prende-se com o facto de nas assembleias especiais das acções preferenciais sem voto, vistas enquanto categorias, não é vedado aos titulares das mesmas o direito de voto, que importa no caso de deliberações da assembleia geral com vista à supressão e coarctação dos direitos patrimoniais prioritários, tema que desenvolverei *infra* 2.4.1.3..

2.3.1.2.2. Direitos patrimoniais prioritários

Estas acções assentam num duplo privilégio patrimonial, essencial para a qualificação como preferenciais⁷⁸. O primeiro refere-se a um dividendo prioritário obrigatório e o segundo a um reembolso prioritário do valor das acções no caso de liquidação da sociedade. Estes dois direitos acrescidos são cumulativos e não podem ser suprimidos ou substituídos por outros direitos, seja pelo contrato de sociedade, pela deliberação que aprova a sua emissão⁷⁹. Apesar disso, não é vedada a possibilidade de criação de acções preferenciais sem voto com mais direitos acrescidos para além dos supramencionados, que formam uma nova categoria de acções.

2.3.1.2.2.1. Dividendo prioritário

O dividendo prioritário deve ser satisfeito através dos lucros distribuíveis⁸⁰ aos accionistas nos termos legais, em que se inclui: os lucros de exercício, as reservas da

⁷⁷ COUTINHO DE ABREU, ob. cit., p. 217.

⁷⁸ Idem, p. 216.

⁷⁹ ELDA MARQUES, ob. cit., p. 651.

⁸⁰ Apesar do artigo 341.º/2 do CSC falar apenas de “lucros”, o artigo 342.º/1 do CSC, no caso de falta de pagamento do dividendo prioritário, recorre aos lucros distribuíveis, sendo que só estes devem ser tidos em conta.

sociedade que podem ser distribuídas pelos accionistas, como o caso das reservas livres⁸¹.

No que diz respeito ao momento em que nasce o direito ao dividendo preferencial, surge discussão doutrinal, apontando, por um lado, para o momento em que há a deliberação de atribuição de lucros e não apenas a aprovação das contas de exercício⁸². Outros autores, entre os quais destaco COUTINHO DE ABREU⁸³, entendem que o direito concreto ao dividendo prioritário nasce logo que se verifiquem os lucros distribuíveis, com a aprovação das contas anuais, sem necessidade de deliberação de aplicação dos resultados. Seguindo a letra da lei, que fala de “lucros distribuíveis” parece que a posição de RAÚL VENTURA será a que se coaduna com o espírito do legislador.

Ainda, no que respeita ao dividendo prioritário, a questão de saber se o mesmo constitui um dividendo prioritário ou suplementar divide os autores. Esta divisão tem importância prática no caso de haver remanescente de lucros após a sua distribuição pelos accionistas titulares de acções preferenciais sem voto. Alguns autores⁸⁴ entendem que a expressão “prioritário” se refere apenas ao facto de o dividendo ter um conteúdo mínimo, que será afecto, em primeiro lugar, aos lucros distribuíveis. Em termos práticos, depois da distribuição dos lucros pelos accionistas titulares de acções preferenciais sem voto, havendo remanescente, este é distribuído apenas pelos restantes sócios não titulares destas acções, assumindo este dividendo prioritário especial relevo nos casos em que os lucros são apenas suficientes para serem distribuídos pelos titulares desta categoria. No entanto, PAULO OLAVO CUNHA⁸⁵, apoiado pelo facto destas acções serem privilegiadas, considera que no caso de haver lucro remanescente, este será distribuído por todos os sócios, independentemente da categoria de acções que detenham. Em apoio à sua tese, o autor refere que só nos exercícios sociais em que os lucros da sociedade fossem mais baixos - não havendo lucros para distribuir depois de satisfeitos os dividendos pelos titulares de acções preferenciais sem voto -, é que o dividendo dos titulares das acções preferenciais sem voto seria superior aos restantes accionistas, desvanecendo o carácter privilegiado das mesmas (tendo também em conta que as suas acções são desprovidas de direito de voto).

⁸¹ Cf. JOÃO FERREIRA REBELO, p. 254.

⁸² Cf. RAÚL VENTURA, p. 432.

⁸³ Cf. COUTINHO DE ABREU, p. 216, nota 483.

⁸⁴ Cf. JOÃO FERREIRA REBELO, p. 256, destacando o autor, Raúl Ventura, Vieira Peres e Carlos Osório de Castro.

⁸⁵ Idem, p. 257.

2.3.1.2.2. Reembolso prioritário do valor das acções na liquidação da sociedade

O outro direito acrescido nas acções preferenciais sem voto é o reembolso prioritário do valor das acções na liquidação da sociedade. Uma das finalidades deste direito encontra-se no facto de as mesmas estarem desprovidas de direito de voto, sendo os seus titulares alheios à governação da sociedade e aos caminhos traçados pela assembleia geral. Assim, no caso de liquidação da sociedade, os titulares desta categoria de acções serão os primeiros a ver satisfeito o valor das suas acções.

Relativamente à questão suscitada no dividendo prioritário sobre a repartição, neste caso, do saldo (lucro final ou de liquidação), depois de pagas as dívidas sociais para com os credores, o activo restante é repartido pelos titulares desta categoria de acções, e, havendo saldo suficiente, é feito o reembolso das acções com voto. Se, depois de satisfeitas as últimas, ainda houver remanescente, este é distribuído por todos os accionistas, independentemente da categoria de acções de que são titulares, desde que tenham direito ao reembolso. No caso de o activo ser apenas suficiente para o reembolso dos sócios titulares desta categoria de acções, os restantes não serão reembolsados. Se o saldo for insuficiente para satisfazer todos os titulares de acções preferenciais sem voto, este é distribuído de forma igual por todos.

2.3.1.3. Supressão e coarctação dos direitos patrimoniais prioritários

Nas acções preferenciais sem voto, estamos perante direitos especiais, no que diz respeito ao dividendo e reembolso prioritário; nestes casos o CSC prevê no n.º 5 do artigo 24.º que os mesmos não podem ser suprimidos ou coarctados sem o consentimento do respectivo titular, com a excepção legal ou contratual expressa em contrário.

Assim, o consentimento do titular das acções com direitos especiais, no caso de supressão ou coarctação dos seus direitos especiais, é prestado em assembleia especial dos accionistas titulares de acções desta categoria, tratando-se de uma sociedade anónima, como refere o nº6 do artigo 24.º.

Uma questão que tem levantado dúvidas na doutrina, prende-se com o facto de o consentimento do titular destas acções no caso referido, ter de ser dado através de

deliberação especial e ao mesmo tempo de forma individual pelo titular. JOÃO FERREIRA REBELO⁸⁶ destaca a posição de CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, que defende que o consentimento individual não é necessário sempre que haja uma deliberação da assembleia especial respectiva. Mas caso o consentimento individual seja dado, o mesmo será suficiente.

Ainda no contexto da coarctação de direitos especiais, no caso das acções preferenciais sem voto, MENEZES CORDEIRO⁸⁷ traz para a discussão a teoria da compressão directa e indirecta. No primeiro caso estamos perante uma deliberação cujo objectivo, “atendendo à sua estrutura e finalidade” é a limitação ou supressão dos direitos especiais conferidos aos accionistas. Já no segundo caso, o objectivo da deliberação é outro, mas este acaba por ter como consequência uma limitação ou supressão dos direitos dos titulares de acções preferenciais sem voto. Segundo o autor, só no primeiro caso é necessário o consentimento dos titulares destas acções, pois admitir a necessidade de consentimento no caso de compressão indirecta levaria a um bloqueio do sistema.

Todavia, parece-me que não foi esta a intenção do legislador quando pensou na introdução do nº5 do artigo 24.º do CSC. Não há, para o legislador, diferença entre a compressão directa ou indirecta. A lei apenas fala na necessidade de consentimento, independentemente da estrutura ou conteúdo da deliberação que quer coarctar ou suprimir o direito especial existente.

2.4. A existência de várias categorias de acções numa mesma sociedade.

A existência de várias categorias de acções numa mesma sociedade levanta alguns problemas: a emissão de novas acções da mesma categoria, conversão de acções de uma categoria numa outra; na distribuição dos lucros dos respectivos exercícios sociais; o facto de poder existir uma hierarquização dos diferentes direitos, especiais, relativos às acções de determinada categoria que influenciam os direitos de outra.

Como já referido no *supra*⁸⁸ relativamente às acções preferenciais sem voto, os direitos acrescidos inerentes à mesma categoria influenciam a distribuição dos lucros

⁸⁶ Idem, p. 259.

⁸⁷ Idem, p. 260.

⁸⁸ Ponto 2.4.1.2.2.1., p. 11

aos accionistas detentores de categorias de acções que não esta. Assim, será sempre necessário ter em conta que, em sociedades que tenham emitido este tipo de acções, que aquando da distribuição dos lucros terá de haver uma prioridade na satisfação do dividendo referente a estas e só após a realização do mesmo é possível, caso ainda haja saldo a distribuir, repartir o remanescente pelos restantes.

Ainda no contexto das acções preferenciais sem voto, relativamente à sua emissão há que ter em consideração se existem, em momento anterior à emissão (sendo condição de validade da emissão), acções dotadas de direitos especiais com o mesmo conteúdo. Ou seja, a existência de acções preferenciais sem voto pode entrar em conflito, no que aos direitos acrescidos diz respeito, com outras acções já existentes que importam a coarctação dos direitos inerentes a estas. Assim, para além da deliberação em assembleia geral de emissão de acções preferenciais sem voto, será também necessária uma deliberação de assembleia especial daqueles accionistas detentores de acções com direitos especiais já existentes com conteúdo idêntico às novas acções que serão emitidas, salvo se a criação destas acções preferenciais sem voto tiver sido ressalvada nos estatutos⁸⁹. A esta questão, chama à atenção ELDA MARQUES⁹⁰, o facto dos accionistas detentores de acções que entram em conflito com a emissão de novas acções com direitos especiais equivalentes, exercerem *direito de preferência* na subscrição destas novas acções, por força do artigo 458.º/4/2ª parte do CSC, no caso de aumento de capital por entradas em dinheiro. Aqui, não será posta em causa a igualdade de tratamento dos sócios, pelo contrário, os accionistas com o direito de preferência obtêm uma vantagem, em vez de prejuízo.

Também pode verificar-se numa mesma sociedade, com acções preferenciais sem voto já existentes, que haja deliberação de aumento de capital através da emissão de novas acções desta categoria, sendo que, o consentimento dado pelos accionistas que detenham já acções dessa categoria é condição de eficácia da deliberação da assembleia geral. Pode também neste caso recorrer-se ao direito de preferência sobre estas novas acções que pertence, em primeiro lugar, aos titulares de acções desta categoria e, em segundo lugar, aos titulares de acções das restantes categorias, que podem ser titulares de acções ordinárias ou especiais.

Podem ser emitidas acções preferenciais sem voto não equivalentes ao conteúdo “mínimo” das mesmas (dividendo e reembolso prioritário). Assim, estas novas

⁸⁹ Artigo 24.º/5 do CSC; Cf. ELDA MARQUES, p. 621.

⁹⁰ Cf. ELDA MARQUES, p. 623.

acções irão formar uma nova categoria de acções, diferentes das acções preferenciais sem voto já existentes, o que levanta problemas acrescidos. Aqui, o direito de preferência cabe de forma igual, quer aos accionistas ordinários, quer aos titulares de acções preferenciais sem voto já existentes, embora os titulares das últimas possam ver os seus direitos suprimidos por força da emissão de novas acções, ainda que de categoria diferente, pelo que se exige o consentimento dos mesmos.

Relativamente à criação de novos direitos especiais, estes só podem ser atribuídos a categorias de acções e desde que haja alteração do contrato de sociedade, devidamente justificada para a atribuição de uma “vantagem” acrescida, pelo interesse social. Havendo já acções com o mesmo conteúdo, exige-se o consentimento através de deliberação em assembleia especial dessa categoria, pois a existência de novas acções com o mesmo direito especial vai limitar os direitos especiais de conteúdo idêntico já existentes. Destaca -se, ainda, o facto de, de acordo com o artigo 458.º/4 do CSC, a preferência dos accionistas da categoria já existente na subscrição dessas novas acções da mesma categoria. Só caso este direito não seja exercido, é que os restantes accionistas poderão gozar de preferência sobre as mesmas.

3. Os Direitos Especiais

3.1 Noção e figuras próximas

Os direitos componentes da participação social são vários, indo para além dos direitos indicados no artigo 21.º do CSC⁹¹. Quando falamos de direitos especiais, referimo-nos aos direitos acrescidos que são atribuídos no contrato social a certo ou certos sócios, ou no caso das sociedades anónimas e sociedades em comandita por acções, aos sócios titulares de certa categoria de acções, *que não pode em principio ser suprimida ou limitada sem o consentimento dos respectivos titulares*⁹², transmitindo-se os direitos especiais com a transmissão das acções, ou seja, os direitos especiais acompanham as acções com esse conteúdo⁹³.

A existência destes direitos, para além de originária, por estipulação no contrato de sociedade aquando da constituição da sociedade, pode dar-se durante a vida

⁹¹ Cf. COUTINHO DE ABREU, pp. 195-196, onde o autor dá exemplos de outros direitos inerentes à participação social.

⁹² Idem, p. 197.

⁹³ Artigo 24.º/4 do CSC.

da sociedade, através de alteração do contrato de sociedade⁹⁴. No entanto para que isto seja permitido, a deliberação de alteração do contrato de sociedade não pode ser arbitrária, havendo a necessidade de a mesma ser fundada no interesse social, sob pena de violar o princípio da igualdade de tratamento dos sócios.

Relativamente à possibilidade de um direito especial ser atribuído a todos os sócios, que importa para o nosso estudo, ou apenas a alguns, levanta dúvidas doutrinárias. PAULO OLAVO CUNHA, discordando do Acórdão da Relação de Lisboa de 19 de Abril de 1988⁹⁵, entende que os direitos especiais não podem ser atribuídos a todos os sócios sob pena de perderem o seu carácter de especialidade⁹⁶. COUTINHO DE ABREU, entende que há alguns direitos especiais que podem ser atribuídos a todos os sócios, nomeadamente o direito especial à gerência, mas exclui outros, como o direito de voto duplo nas sociedades por quotas. Justifica esta posição, ligando a especialidade, não ao número de possíveis titulares, mas à maior protecção de que goza o direito⁹⁷.

Os direitos especiais não se confundem com as vantagens especiais, na medida em que estas últimas são vantagens atribuídas a sócios determinados, contrariamente aos direitos especiais conferidos a categorias de acções, no caso das sociedades anónimas e em comandita por acções. Outro ponto de diferenciação é o facto de as vantagens especiais perdurarem na esfera do sócio mesmo que este perca essa qualidade, o que não se verifica nos direitos especiais, que são transmitidos com as acções a que são inerentes, quando o sócio o deixa de ser. Para além destes, as vantagens especiais apenas ser conferidas no momento de constituição da sociedade, enquanto os direitos especiais podem ser atribuídos por alteração do contrato de sociedade. Finalmente, as deliberações que violem direitos especiais são ineficazes, de acordo com o artigo 55.º do CSC, e se as mesmas violarem vantagens especiais são nulas (artigo 56.º/1/c ou d))⁹⁸.

3.2. As golden shares

⁹⁴ Artigo 85.º/1 do CSC.

⁹⁵ Disponível em: <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/33182fc732316039802565fa00497eec/66ac3c2c69318ac08025680300038de9?OpenDocument>; o direito especial em análise no referido Acórdão era o direito especial à gerência, para as sociedades por quotas.

⁹⁶ PAULO OLAVO CUNHA, *Os novos direitos especiais: as acções especiais*, in *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina Coimbra, 2012, p. 176.

⁹⁷ Cf. COUTINHO DE ABREU, p. 202.

⁹⁸ *Idem*, p. 203.

No contexto dos direitos especiais foi discutida a questão da titularidade de acções com direitos especiais - *golden shares* - detidas pelo Estado português ou outros entes públicos em várias sociedades anónimas após privatizações, nomeadamente na EDP (Energias de Portugal, SGPS, S.A.) ou a PT (Portugal Telecom, SGPS, S.A.) e a Galp Energia, SGPS, S.A.. Com a Lei n.º 11/90, de 5 de Abril - Lei-Quadro das Privatizações – foram criados dois modelos de atribuição de direitos especiais: no primeiro modelo, o Estado era titular de um direito especial que lhe permitia a nomeação de um administrador, sendo que o voto deste era necessário para a aprovação de determinadas deliberações sociais (artigo 15.º/1); o segundo modelo permitia a criação de acções privilegiadas que permaneciam na titularidade do Estado português que atribuía um direito de veto sobre determinadas decisões (artigo 15.º/3)⁹⁹.

As *golden shares* contrariam o regime aplicável às sociedades anónimas desde logo porque no caso de transmissão dessas acções, os direitos especiais não se transmitem com estas, apenas existem enquanto o titular destas for o Estado¹⁰⁰. Além disso, a existência de direitos especiais está necessariamente ligada à estipulação no contrato de sociedade, não a acto legislativo, como aconteceu no caso da EDP¹⁰¹. O que se acaba de evidenciar esbarra com o conteúdo do artigo 24.º/1¹⁰² e 4 do CSC.

A contestação na União Europeia relativamente à existência destas acções assenta no facto de estas, quando na posse do Estado, representam uma limitação à livre circulação de capitais, de prestação de serviços, assim como o direito de estabelecimento, consagrados na legislação europeia¹⁰³. Isto, levou a que fosse instaurado um processo, que tem por objecto uma acção por incumprimento nos termos do artigo 226.º CE, que opõe a Comissão Europeia a Portugal, que levou à condenação de Portugal pela detenção de *golden shares* na PT. Portugal assumiu em 2011 o compromisso de eliminar as referidas acções em todas as sociedades onde as detinham¹⁰⁴, compromisso esse que consta no Memorando de Entendimento, na sequência do pedido de ajuda externa à União Europeia.

⁹⁹ PEDRO ALBUQUERQUE/MARIA DE LURDES PEREIRA, *As “golden shares” do Estado Português em empresas privatizadas: limites à sua admissibilidade e exercício*, Coimbra Editora, Coimbra, 2006

¹⁰⁰ Idem, p. 20.; SOVERAL MARTINS/RICARDO COSTA, artigo 24º comentado, p. 435.

¹⁰¹ PEDRO ALBUQUERQUE/MARIA DE LURDES PEREIRA, *ob. cit.*, p. 43.

¹⁰² SOVERAL MARTINS/RICARDO COSTA, *ob. cit.*, p. 435.

¹⁰³ Cf. JOÃO FERREIRA REBELO, p. 240.; artigo 56.º do TCE

¹⁰⁴ Disponível em: <https://dre.pt/application/conteudo/669513>.

4. Conclusões finais do capítulo

Após a conclusão deste capítulo importa salientar os pontos essenciais para o desenrolar do nosso estudo. Vimos que as acções, enquanto participações sociais, são indivisíveis e incindíveis, representam uma fracção do capital social e podem ser representadas através de títulos-documentos ou em registo de conta, em suporte informático.

As acções especiais, enquanto categoria de acções, representam uma categoria nuclear para o estudo que estamos a elaborar. Assim, as acções com direitos especiais de voto e direito ao lucro não podem, sob pena de perderem a sua identidade como especial, ser atribuídas a todos os sócios.

Analisamos o regime das acções preferenciais sem voto: o seu conteúdo, os direitos prioritários que as constituem, as formas da sua emissão, a supressão e a coarctação dos direitos patrimoniais prioritários. Toda esta análise importará para o que será exposto no capítulo seguinte aquando da introdução das acções de lealdade à luz do ordenamento jurídico português.

CAPÍTULO III – Introdução das acções de lealdade no ordenamento jurídico português

1. Considerações iniciais

No presente capítulo irei abordar as possibilidades de introdução das acções de lealdade à luz do ordenamento português. Para tal, irei conduzir o estudo a partir da análise dos direitos especiais de voto e de lucro, característicos desta categoria de acções. De seguida, realizarei uma análise à possibilidade de as acções preferenciais sem voto poderem representar uma forma de acções de lealdade, diferente das referidas no Capítulo I.

2. Direitos especiais

2.1. De voto

2.1.1. Direito de voto em geral

2.1.1.1. Direito de voto e poder de voto

O direito de voto corresponde a um poder do sócio através do qual lhe é possível emitir voto na tomada de deliberações em assembleia (geral ou universal). Esta emissão de voto corresponde a uma declaração de vontade do sócio que *forma ou contribui para formar deliberação*¹⁰⁵.

A influência de cada sócio nas deliberações depende do peso relativo do seu número de votos, tendo em conta a totalidade de votos possíveis. Apesar disso, o contrato de sociedade pode estabelecer limitações de contagem de votos quando emitidos por um accionista ou fazer corresponder a um só voto um certo número de acções, de acordo com o nº2 do artigo 384.º do CSC.

2.1.1.2. A regra uma acção, um voto

Nas sociedades anónimas, regra geral, a cada acção corresponde um voto, de acordo com o artigo 384.º/1 do CSC, podendo existir também acções sem voto. Assim, existirá uma coincidência entre o poder de voto e a participação social detida por um

¹⁰⁵ COUTINHO DE ABREU, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, anotação ao artigo 384.º, vol. VI, Almedina, Coimbra, 2013, pp. 124-136.

sócio. Esta coincidência visa garantir que os sócios, através do exercício do seu voto, tomem decisões eficientes com interesse na maximização do lucro da sociedade¹⁰⁶.

2.1.1.3. A admissibilidade do voto plural

2.1.1.3.1. Nos ordenamentos jurídicos estrangeiros

Um dos ordenamentos jurídicos estrangeiros mais importantes para o estudo das acções de lealdade é o francês. Aí, foram vários os avanços e recuos dos diplomas legais que ora permitiam a criação de acções privilegiadas com voto plural, ora proibiam a sua existência¹⁰⁷. Hoje, as acções com voto plural são proibidas, mas o mesmo já não se pode dizer das acções com voto duplo que são admitidas nos mesmos termos das acções de lealdade, ou seja, para que este direito acrescido nasça é necessário que as mesmas se mantenham na esfera do mesmo accionista durante dois anos.

Também na Alemanha a discussão em torno das acções com voto plural reporta ao séc. XX. A sua admissibilidade, sem quaisquer limites, foi amplamente difundida. Os constantes abusos por parte dos accionistas faziam crescer a disparidade entre o poder de voto e a participação no capital social¹⁰⁸, levando à proibição de acções com voto plural com o AktG de 1937 (proibição que ainda se mantém no regime actual).

Para além dos países referidos, também na Suécia, Finlândia, Dinamarca e Holanda é permitida a criação de acções com voto plural. Na Suécia, as sociedades anónimas existentes podem emitir dois tipos de acções: *A-shares* e *B-shares*. As primeiras seguem o princípio *one share, one vote*, enquanto que as *B-shares* podem ter dez votos por cada acção. Apesar disso, o valor da sua emissão é o mesmo. Na Dinamarca, as *A-shares* têm um limite máximo de dez votos por acção. Na Holanda, existem também estes dois tipos de acções, apesar de o valor de emissão ser aumentado de forma proporcional ao aumento dos votos, ou seja, uma acção com um voto tem um

¹⁰⁶ TIAGO ARNOULD, *O destaque do direito aos lucros: esvaziamento do direito de voto e titularidade oculta*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano V, Número I-II, Almedina, 2013.

¹⁰⁷ Para uma análise dos vários momentos legislativos no ordenamento jurídico francês, ver PEDRO MAIA, *Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima*, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, nota 189, pp. 124-125.

¹⁰⁸ *Idem*, p. 122: o autor dá exemplo de sociedades anónimas em que uma acção correspondia 308000 votos em assembleia geral.

valor de emissão X e uma acção com cinco votos tem um valor de emissão cinco vezes o valor da primeira¹⁰⁹.

2.1.1.3.2. No ordenamento jurídico português – artigo 384.º/5 do CSC

Em Portugal, a discussão em torno do tema já envolveu avanços e recuos, até chegarmos à redacção do artigo 385.º/5 do CSC. O artigo 166.º do CCom dava lugar a diferentes interpretações quanto à criação de acções com voto plural, sendo as mesmas admitidas de forma clara pelo Decreto n.º 1:645, de 15 de Junho de 1915¹¹⁰. A sua vigência terminou com a Lei n.º 338, de Julho de 1915, sendo retomada com o Decreto n.º 4:118, de 18 de Abril de 1918, restringindo a criação das mesmas ao limite de capital de $\frac{3}{4}$.

No caso das sociedades por quotas, o ordenamento jurídico português permite a atribuição, no contrato de sociedade, *de dois votos por cada cêntimo de valor nominal da quota ou quotas de sócios que, no total, não correspondam a mais de 20% do capital*¹¹¹. Embora pareça que no caso das sociedades anónimas, esta possibilidade esteja legalmente afastada pelo disposto no n.º5 do artigo 384.º do CSC.

A introdução das acções de lealdade está necessariamente ligada à criação, através de estipulação no contrato de sociedade, de direitos especiais de voto¹¹² para os titulares de acções durante o período de lealdade. Acresce que no direito português, para as sociedades anónimas, a atribuição de direitos especiais não é feita directamente aos accionistas, mas a categorias de acções (artigo 24.º/5 do CSC). No entanto, isto não invalida a criação dos mesmos. Tratando-se de acções ao portador¹¹³, com vista a permitir à sociedade o conhecimento dos sócios titulares destas – que importa para o controlo do período de lealdade e a consequente atribuição do direito especial de voto

¹⁰⁹ Institutional Shareholder Services, Et, Al., *Report on the proportionality principle in the European Union* 18, 2007, disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf.

¹¹⁰ Disponível em: <https://dre.pt/application/file/410004>.

¹¹¹ Artigo 250.º/2 do CSC.

¹¹² Quando nos referimos ao longo a direitos especiais de voto, estamos a referirmos ao voto acrescido, ou seja, a uma acção corresponder mais do que um voto. Não a outros direitos especiais de voto legalmente permitidos, sejam eles, o direito conferido a uma categoria de acções, de aprovar a eleição de alguns administradores (artigo 391.º/2) – Cfr. SOVERAL MARTINS/RICARDO COSTA, *ob. cit.*, p. 429.

¹¹³ Eliminadas pela Lei n.º15/2017, de 3 de Maio, disponível em: <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/106960758/details/normal?l=1>; existe a possibilidade de conversão das acções ao portador em acções nominativas – Decreto-lei 123/2017, de 25 de Setembro, disponível em: <https://dre.pt/home/-/dre/108205178/details/maximized>.

após o mesmo -, será feito um registo junto da mesma¹¹⁴. Nas acções nominativas não se coloca a questão do registo junto da sociedade, pela sua natureza e possibilidade de identificação do titular.

O referido direito especial de voto estaria, no caso destas acções, sujeito a condição suspensiva, referindo-se ao denominado “período de lealdade”, durante o qual, o titular das acções deve manter as mesmas sob pena de não chegar a ver atribuído o direito especial. Já no caso de transmissão de acções ao portador, o novo titular das acções terá necessariamente de passar pelo registo junto da sociedade para que seja “reiniciado” o período de lealdade no qual as acções de que é titular estarão sujeitas. Não admitir este reiniciar do período de lealdade seria contrariar a natureza e o propósito das acções de lealdade, pois o que aqui se pretende é valorizar a lealdade de cada accionista, levando-o a manter as acções durante um prazo mais longo, de modo a alinhar os seus interesses com os interesses a longo prazo da sociedade.

No que se refere à existência de acções de lealdade de todos os sócios, as interpretações da doutrina (já destacada no capítulo anterior) aquando da possibilidade de criação de direitos especiais para todos os sócios, representa um entrave do nosso ordenamento jurídico para a admissibilidade das mesmas. Assim, seja no momento da constituição da sociedade, seja num momento posterior, a criação de um direito especial para todas as categorias de acções esbarra com a própria noção do mesmo¹¹⁵. Isto, porque, na hipótese de todos os accionistas manterem as suas acções durante o período de lealdade, o direito especial irá nascer para todas as acções da mesma categoria, ao mesmo tempo, esvaziando-se o conteúdo deste. Só existirá verdadeiramente “prémio” para os sócios leais, na possibilidade de um ou algum deles transmitirem as suas acções durante o período referido.

Ainda assim, o grande entrave à criação das acções de lealdade é a regra vertida no artigo 384.º/5 do CSC. No nosso entender, a intenção do legislador foi clara, proibir a atribuição de voto plural para as sociedades anónimas – entenda-se que o termo “plural” se refere a mais do que um voto, não havendo espaço para interpretar a norma no sentido de permitir o voto duplo. Se assim não fosse, a norma teria idêntica

¹¹⁴ Cf. FÁTIMA GOMES, *ob. cit.*, p. 402: falando nas acções de lealdade com direito de lucro acrescido.

¹¹⁵ O facto de os direitos especiais serem atribuídos nas sociedades anónimas apenas a categorias de acções, não impossibilita que todos os sócios sejam titulares de pelo menos uma acção daquela categoria. Contudo, no estudo das acções de lealdade, a atribuição desse direito especial de um (ou mais) voto(s) acrescido(s) refere-se a todos os accionistas independentemente da categoria de acções de que são titulares. Assim, o direito especial não é atribuído a uma categoria de acção, mas aos sócios pelo facto de o serem.

redacção ao disposto no artigo 250.º/2 do CSC relativamente às sociedades por quotas. Este artigo regula quanto à atribuição de voto para todas as sociedades anónimas, independentemente de todo o seu regime estar regulado no CSC ou ser complementado noutra Código¹¹⁶.

2.2. De lucro

2.2.1. Direito dos sócios a quinhão nos lucros

De acordo com o artigo 21.º/1/a do CSC, *todo o sócio tem direito a quinhão nos lucros*, isto é, todo o sócio tem o poder de exigir a parte dos lucros, em regra proporcional ao valor da sua participação social – artigo 22º/1, desde que estes sejam distribuíveis¹¹⁷.

Como foi mencionado *supra* no ponto referente às acções preferenciais sem voto, o sócio apenas pode exigir a sua parte dos lucros da sociedade quando estes forem distribuíveis, estando dependente de deliberação de atribuição de lucros. O que não significa que no momento anterior à deliberação, não exista já um direito abstracto aos lucros que consubstancia já direitos concretos actuais¹¹⁸.

Uma importante norma relativa ao direito dos sócios a quinhão nos lucros, é o artigo 22.º/3 do CSC, que proíbe o chamado “pacto leonino”: *é nula a cláusula que exclui um sócio da comunhão nos lucros ou que o isente de participar nas perdas da sociedade (...)*. A justificação desta norma prende-se com o facto de esta garantir o bom funcionamento da sociedade. Por conseguinte, o sócio que pudesse lucrar, sem que corresse também o risco de perder, estaria apenas interessado em políticas de curto prazo com riscos (riscos esses que apenas seriam comportados pelos restantes sócios). Esta finalidade vai ao encontro do propósito da criação das acções de lealdade: o combate a uma visão curta e arriscada dos objectivos a seguir pela sociedade.

2.2.1.1. Competência para a tomada de deliberação para distribuição de bens sociais

¹¹⁶ Assim, discordo da posição adoptada por MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, que atribui autonomia dogmática às sociedades abertas cotadas e o consequente afastamento do artigo 384.º/5 do CSC.

¹¹⁷ Cf. COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, p. 414.

¹¹⁸ *Idem*, p. 415.

A competência para a tomada de deliberação para distribuição de bens sociais, incluindo-se aqui os lucros sociais, cabe em regra aos sócios¹¹⁹. Mas poderá não chegar a deliberação dos sócios nos casos previstos no n.º2 do artigo 31.º do CSC, cabendo ao órgão de administração não cumprir a deliberação caso esta viole o disposto nas várias alíneas. A título de exemplo, em caso de violação do preceituado nos artigos 32.º e 33.º do CSC, relativamente ao limite da distribuição dos bens aos sócios e à indisponibilidade de distribuir lucros e reservas impostas por lei ou pelo contrato social.

2.2.1.2. A periodização dos lucros

2.2.1.2.1. O princípio da anualidade dos lucros e sua distribuição

No ordenamento jurídico português, em linha com a generalidade dos países europeus¹²⁰, é adoptado para apuramento e eventual distribuição dos lucros pelos sócios, o princípio da anualidade dos lucros, ou da prestação anual de contas e da aplicação dos resultados obtidos pela sociedade¹²¹. Para as sociedades anónimas este apuramento é feito anualmente nos termos referidos no artigo 376.º/1/b do CSC (e, em geral pelo artigo 65.º do CSC para as restantes sociedades comerciais).

Na distribuição de lucros, numa sociedade anónima, há um direito à distribuição mínima do lucro de exercício. Este traduz-se na obrigatoriedade da distribuição aos accionistas de metade do lucro do exercício¹²², desde que seja distribuível, de acordo com o artigo 294.º/1 do CSC. Esta distribuição mínima pode, no entanto, ser afastada, quer por cláusula inserida no contrato de sociedade, quer por deliberação tomada por maioria de três quartos dos votos em assembleia geral convocada para o efeito.

2.2.1.3. Transmissão de direito aos lucros e transmissão de participações sociais

¹¹⁹ Artigo 31.º/1 do CSC.

¹²⁰ PAULO DE TARSO DOMINGUES, *A distribuição de dividendos*, in *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, (cidade e editora) 2012, pp. 419-452.

¹²¹ *Idem*, p. 433.

¹²² O lucro de exercício designa o *excedente do valor do património social líquido no final do exercício ou "período" (normalmente anual) sobre o valor do património social líquido no início do mesmo período*, COUTINHO DE ABREU, *Curso ...*, p. 413.

Não é possível a separação do direito aos lucros da participação social, transmitindo-se o direito juntamente com esta¹²³. Apesar disso, quando os créditos ainda potenciais do sócio, passarem a “actuais” - após a deliberação de aplicação dos resultados -, o direito de crédito resultante pode já ser transmitido com ou sem a participação social.

No caso das sociedades anónimas, após o vencimento do crédito referente ao lucro distribuível, a legitimidade para o exercício do direito ao dividendo cabe ao titular das acções a que este direito se refere, de acordo com o artigo 55.º/1 e nº3/a do CVM, sendo irrelevante para a sociedade quem é o detentor das acções: se o sócio ou aquele a quem este transmitiu o seu direito de crédito. Em caso de destaque do direito, a legitimidade para o exercer cabe ao titular do direito destacado, como refere o artigo 55.º/2 do CVM.

2.2.2. Direito especial de lucro nas acções de lealdade

A implementação de acções de lealdade com direito especial de lucro não é afastada, à partida, por nenhuma norma do ordenamento jurídico português, contrariamente ao direito especial de voto¹²⁴.

No que se refere à condição suspensiva deste direito especial, esta apresenta-se da mesma forma que o referido anteriormente para as acções de lealdade com direito plural de voto: assim, apenas decorrido o “período de lealdade”, designado no contrato de sociedade para a categoria de acções a que se refere, estas acções veriam o seu conteúdo alterado, tornando-se acções privilegiadas.

O entrave principal para a criação deste tipo de acções prende-se com o facto de este direito especial ser atribuído a todas as categorias de acções, perdendo a sua caracterização como especial¹²⁵. Nas palavras de FÁTIMA GOMES, *um direito ao dividendo acrescido que pode ser obtido por todos os sócios não seria especial, quer porque assenta no núcleo-base dos direitos associados à participação social (direito ao lucro), quer porque é generalizado (na sua configuração abstracta*¹²⁶). Recorrendo ao

¹²³ COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, p. 434.

¹²⁴ Pelo contrário, o direito especial de quinhão mais do que proporcionalmente nos lucros é um dos exemplos de direitos especiais de natureza patrimonial – Cfr. SOVERAL MARTINS/RICARDO COSTA, *ob. cit.*, p. 429; Cfr. COUTINHO DE ABREU, *Curso ...*, p. 197.

¹²⁵ Apesar disso, para o direito especial de lucro vale o mesmo do que o anteriormente dito relativamente ao direito especial de voto acrescido, *supra* nota 115.

¹²⁶ FÁTIMA GOMES, *Dividendo de lealdade?*, p. 413.

regime francês, no caso das acções de lealdade, a sua criação não envolve a criação de uma nova categoria de acções, tal é a ligação essencial existente entre o detentor da acção e o direito que lhe é atribuído¹²⁷. Assim, o regime dos direitos especiais impossibilita a criação de um direito especial, que no caso das acções de lealdade se distingue de todos os outros – a fidelização conduz a uma remuneração acrescida. A dicotomia direito geral-direito especial, como descrita pelos autores já citados, representa um bloqueio à criação de acções de lealdade, que pretendem um equilíbrio entre a necessidade de traçar planos a longo prazo das sociedades e o nascimento na esfera jurídica dos sócios de uma vantagem acrescida por essa lealdade.

Na hipótese de o nosso sistema jurídico permitir acolher este tipo de acções, seriam necessárias cautelas na criação das mesmas: estabelecer um valor máximo para o dividendo majorado, o período de lealdade necessário para o nascimento deste direito, a perda do tempo de lealdade pela transmissão entre vivos¹²⁸.

3. Acções preferenciais sem voto

Decorrido o estudo sobre a impossibilidade de implementação de acções de lealdade através da criação de acções dotadas de direitos especiais de voto e de lucro, a análise que agora me proponho fazer tem como especial foco as acções preferenciais sem voto, que no meu entender podem representar uma forma de acções de lealdade, ainda que diferentes das analisadas até este ponto.

3.1. Princípio da não tipicidade das acções preferenciais sem voto

Da análise do regime das acções preferenciais sem voto resulta o princípio da não tipicidade das mesmas. A possibilidade admitida pelo artigo 344.º-A do CSC, ao permitir que o contrato de sociedade crie categorias de acções com diferentes direitos (até a criação de acções preferenciais com voto), leva-nos a crer que existe uma liberdade contratual legalmente consagrada. Assim, podem coexistir acções preferenciais sem voto com diferentes direitos, o que possibilita a criação de acções preferenciais com voto como iremos analisar de seguida.

¹²⁷ Idem, p. 414, destacando o pensamento do autor francês MICHAEL JEANTIN.

¹²⁸ Idem, p. 415, a autora coloca em evidência outras problemáticas que a criação das acções de lealdade no nosso ordenamento jurídico, na hipótese de admissibilidade das mesmas.

3.2. A conversão de acções preferenciais sem voto em acções preferenciais com voto

O CSC admite, no artigo 344.º, a conversão de acções ordinárias em acções preferenciais sem voto. Não obstante, não surge nada mencionado quanto à possibilidade de conversão de acções preferenciais sem voto em acções preferenciais com voto. Os direitos patrimoniais prioritários característicos das primeiras mantêm-se, mas é acrescentado o direito de voto correspondente a cada acção. Deste modo, a conversão das acções preferenciais sem voto em acções preferenciais com voto, poderá corresponder a uma forma de acções de lealdade, em conformidade com o nosso ordenamento jurídico.

Os requisitos necessários para a conversão em acções preferenciais com voto serão os mesmos a observar para a conversão de acções ordinárias em acções preferenciais sem voto, sejam a necessidade de deliberação dos sócios, em assembleia geral, que deve ser registada e publicada (artigo 344.º/1 do CSC e artigos 3.º/1/j, e 70.º/1/a CRCom.); a conformidade da conversão com o regime dos direitos especiais (artigo 24.º), com o regime das acções preferenciais sem voto no que diz respeito ao montante representativo máximo das mesmas (artigo 341.º/1). No que diz respeito ao referido artigo 389.º do CSC, requisito a ser observado na conversão do artigo 344.º do CSC, ELDA MARQUES¹²⁹ entende que não há necessidade de deliberação em assembleia especial de accionistas, pelo facto de não existir qualquer lesão dos direitos especiais pertencentes a outra categoria de acções já existentes.

Desta forma, é dada liberdade aos sócios para a criação de diferentes categorias de acções preferenciais, podendo as mesmas incorporar ou não, direito de voto.

3.2.1. A conversão em acções preferenciais com voto decorrido o “tempo de lealdade”

Uma vez demonstrada a admissibilidade da conversão de acções preferenciais sem voto em acções preferenciais com voto, é necessário explicar o modo como a conversão se liga à lealdade dos accionistas.

¹²⁹ ELDA MARQUES, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Almedina, Coimbra, 2012, anotação ao artigo 344.º do CSC, pp.706-716.

Com a introdução de acções de lealdade pretende-se “premiar” os accionistas que detenham acções por um longo período de tempo, demonstrando assim maior interesse na prossecução de objectivos a longo prazo. Para a análise que estamos a realizar, a conversão de acções preferenciais sem voto em acções preferenciais com voto poderá funcionar como forma de incentivo aos sócios. Assim, o titular de acções preferenciais sem voto verá na conversão um prémio à sua lealdade para com a sociedade, sendo que num primeiro momento, as acções que detém incorporam apenas direitos patrimoniais prioritários – o que funcionará como incentivo para a aquisição desta categoria de acções -, mas, decorrido o período de lealdade, a conversão em acções preferenciais com voto permitirá ao titular uma plenitude nos direitos de controlo, podendo assim participar de forma plena nas futuras assembleias gerais da sociedade, exercendo o seu direito de voto.

Com o acréscimo do direito de voto, outros direitos de controlo necessariamente ligados à titularidade do direito de voto, poderão ser exercidos pelo sócio, sejam eles o direito a requerer ao conselho de administração ou à assembleia geral a declaração de nulidade ou a anulação de deliberações do conselho (artigo 412.º/1), o direito especial de eleição previsto no artigo 392.º/1, o direito de eleição dos administradores(392.º/6 e 7), o direito de requerer a nomeação judicial de membros do conselho fiscal (artigo 418.º/1), o direito de exoneração em caso de fusão, cisão ou transformação (artigos 105.º/1, 116.º/4, 120.º, 137.º/1)¹³⁰.

Os direitos prioritários característicos das acções preferenciais sem voto são suficientes para incentivar os investidores para a aquisição destas acções, direitos estes que se mantêm após a conversão em acções preferenciais com voto. O titular de acções preferenciais com voto terá pela sua manutenção como accionista, durante o período de lealdade, um prémio à sua lealdade com o acréscimo de voto.

3.2.2. Direito especial à conversão em acções preferenciais com voto

Como forma de accionar a conversão em acções preferenciais com voto, as acções preferenciais sem voto incorporam, para além dos direitos referidos anteriormente, um direito especial de conversão. A necessidade da criação deste direito

¹³⁰ ELDA MARQUES, *Código das ... , comentário ao artigo 341.º*, p. 640, onde a autora refere os direitos que os titulares de acções preferenciais sem voto estão desprovidos pelo facto de o direito de voto ser excluído para as acções desta categoria.

especial de voto prende-se com o facto de não existir nenhuma imposição para a conversão. Assim, poderia acontecer que, decorrido o período de lealdade, os restantes sócios não deliberassem a conversão. Ora, a existência deste direito especial vai implicar uma deliberação em assembleia geral que possibilita a conversão.

Neste caso, não se coloca a questão de este direito especial ter um carácter geral, contrariando a sua natureza. Isto, porque o direito especial à conversão apenas incorpora as acções preferenciais sem voto e não as restantes categorias de acções, mantendo-se no caso a especialidade característica dos direitos especiais.

Só que este direito especial é sujeito a uma condição suspensiva, ou seja, o direito especial à conversão só “nasce” depois de decorrido o período de lealdade, de modo a não desvirtuar a finalidade da sua criação.

3.2.3. Período de lealdade

Quanto à determinação do período de lealdade, o intervalo de tempo necessário para a conversão estará sempre dependente da vontade e liberdade dos sócios. Isto, porque na falta de norma legal que imponha um período de lealdade mínimo, ficará nas mãos dos accionistas a inscrição da cláusula no contrato de sociedade que possibilite a conversão e qual o período de lealdade que terá de decorrer para que a conversão aconteça.

3.2.4. Registo junto da sociedade

Como referido no capítulo anterior, os direitos especiais no caso das sociedades anónimas são atribuídos a categorias de acções e não a accionistas. Desta forma, a contagem do período de lealdade seria difícil de realizar. Como forma de permitir a contagem de forma segura e justa para todos os titulares de acções preferenciais sem voto, no momento da sua emissão, deverão os titulares destas acções registarem-se junto da sociedade no momento da aquisição das acções¹³¹.

¹³¹ FÁTIMA GOMES, *ob. cit.*, p. 402. A autora refere o caso da DSM, que pretendia a criação de um dividendo de lealdade aos accionistas de longo prazo, em que as acções seriam registadas junto da mesma. Este registo junto da sociedade contraria a própria definição de acções ao portador. Se estas são caracterizadas pelo facto de não ser possível à sociedade conhecer os seus titulares, o registo junto da sociedade não faria qualquer sentido.

3.2.5. A coexistências de várias categorias de acções preferenciais sem voto e o tempo de lealdade

A conversão em acções preferenciais com voto está dependente de inscrição de uma cláusula no contrato de sociedade que autorize os sócios a deliberar sobre a conversão. Mas podem coexistir na mesma sociedade acções preferenciais sem voto detidas por diferentes accionistas e que o período de lealdade já decorrido não seja o mesmo. A título de exemplo, o accionista A, titular de acções preferenciais sem voto, registou-se junto da sociedade no momento em que esta emitiu as primeiras acções preferenciais sem voto; B, também titular de acções preferenciais sem voto, só adquiriu acções preferenciais sem voto, por exemplo, numa segunda emissão da mesma sociedade, 1 ano após a emissão das acções preferenciais sem voto. Assim, na hipótese de um período de lealdade de dois anos, A, que mantém até ao dia de hoje as referidas acções, verá a conversão em acções preferenciais com voto acontecer antes de B. Isto, porque o período de lealdade diz respeito a cada accionista, devidamente registado junto da sociedade. B não aproveita o tempo de lealdade decorrido no caso de A.

O exemplo descrito demonstra que numa mesma sociedade, podem coexistir diferentes acções preferenciais sem voto e que ainda que pertençam a uma mesma categoria, o período de lealdade diz respeito a cada accionista. Por conseguinte, esta coexistência não prejudica os direitos patrimoniais prioritários detidos pelos titulares de acções preferenciais sem voto. O direito a um dividendo prioritário ou o direito ao reembolso prioritário no caso de liquidação não são prejudicados pela conversão, nem mesmo pela existência de acções preferenciais sem voto e acções já convertidas. Aceitar o contrário seria desvirtuar as finalidades da criação de acções preferenciais sem voto e atribuir às acções de lealdade uma limitação aos direitos patrimoniais das acções preferenciais sem voto, o que não se pretende com este estudo.

4. Análise final do capítulo

Decorrido o estudo até este ponto, importa salientar as consequências chave para o tema em análise. A possibilidade de atribuição de um direito especial ao lucro a todos os sócios, como exposto anteriormente, esbarra no facto de os direitos especiais apenas poderem ser atribuídos a categorias de acções. Deste modo, o dividendo de lealdade proposto não se coaduna com o regime jurídico português. A atribuição de

mais do que um voto por cada acção é proibida pelo artigo 384.º/5 do CSC o que nos leva a rejeitar a possibilidade de introdução de acções de lealdade com o mesmo conteúdo das *L-shares* do modelo francês. Assim, as acções preferenciais sem voto com direito especial à conversão em acções preferenciais com voto surgem como verdadeiras acções de lealdade, admitidas pelo nosso ordenamento jurídico.

No capítulo seguinte, o estudo irá incidir sobre a limitação da transmissibilidade das acções, em particular das acções preferenciais sem voto e das acções preferenciais com voto, após a conversão, de modo a impedir abusos de utilização destas acções.

CAPÍTULO IV – Limites à transmissibilidade das acções

1. Abordagem inicial ao capítulo

Chegados ao capítulo final do nosso estudo, a análise irá recair sobre o regime da transmissão de acções e das cláusulas do contrato de sociedade que podem limitar a transmissibilidade. Após a Lei nº15/2017, de 3 de Maio¹³², a emissão de acções ao portador foi proibida, por isso, o nosso estudo não irá incidir sobre estas. Apesar de serem referidas durante este capítulo, não vamos tratar em pormenor as acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, isto, porque o artigo 204.º/1/a do CVM refere que as mesmas têm de ser livremente transmissíveis.

Ao abordarmos a questão da limitação da transmissibilidade das acções não queremos impedir que os titulares de acções de lealdade transmitam as suas acções – desde logo, o artigo 328º do CSC não permite esta pretensão -, mas apenas assegurar que os titulares das acções de lealdade passaram todos pelo período de lealdade. Ou seja, após a conversão em acções preferenciais com voto, a transmissão das acções é permitida, mas o adquirente terá de passar pelo mesmo período de lealdade que o anterior detentor das acções. Relativamente a esta questão será analisada a conformidade da mesma com o regime imposto pelo CSC.

2. O regime da transmissão de acções

2.1. Acções nominativas

As acções nominativas permitem o conhecimento a todo o tempo do seu titular. A distinção entre acções nominativas e acções ao portador deixou de fazer sentido com a entrada em vigor da Lei nº15/2017 – que alterou o artigo 52.º do CVM. Apesar disso, as acções ao portador caracterizavam-se pelo facto de não ser possível o conhecimento do titular das mesmas.

A identificação do primeiro titular das acções nominativas é menção obrigatória no registo de emissão, de acordo com o artigo 44.º/1/f do CVM. Quanto aos posteriores titulares, teremos de distinguir entre as acções tituladas nominativas e as

¹³² Que alterou, entre outros, o artigo 52.º do CVM.

acções escriturais nominativas. Nas primeiras, o conhecimento do titular é feito através do registo de transmissão junto do emitente ou de intermediário financeiro que o represente (artigo 102.º do CVM). Quanto às acções escriturais nominativas, a informação sobre o titular das mesmas é pedida junto das entidades registadoras de valores mobiliários (artigo 85.º/1/c do CVM).

A emissão de valores mobiliários está sujeita registo junto do emitente, por força do artigo 43.º/1 do CVM. Este registo pode ser efectuado através de papel ou suporte informático (artigo 2.º da Portaria 290/2000, de 25 de Maio¹³³).

2.1.1. Transmissão de acções tituladas nominativas entre vivos

A transmissão de acções tituladas nominativas é, de acordo com o artigo 102.º/1 do CVM, realizada através de “declaração de transmissão, escrita no título, a favor do transmissário, seguida de registo junto do emitente ou junto de intermediário financeiro que o represente”. Para uma melhor compreensão dos requisitos da transmissão, vamos proceder a uma abordagem separada dos três requisitos necessários: justa causa de transmissão, declaração de transmissão, registo de transmissão.

2.1.1.1. Justa causa de transmissão

A declaração de transmissão não se confunde com a causa da transmissão, que pode ser uma compra-venda, doação, troca. Esta justificação é necessária para que a transmissão das acções ocorra. Isto, porque se tal não fosse necessário, a inscrição no título de um qualquer sujeito iria impor a aquisição do título, independentemente da vontade em adquiri-lo¹³⁴.

2.1.1.2. Declaração de transmissão

Quanto à declaração de transmissão, é necessário que esta conste no título, de forma clara e expressa, demonstrando a vontade de transmissão das acções que o título

¹³³ Disponível em: <https://dre.pt/application/conteudo/292116>.

¹³⁴ SOVERAL MARTINS, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade de acções*, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 231-232.

representa. A declaração de transmissão é, assim, um requisito para a transmissão de acções tituladas nominativas¹³⁵.

2.1.1.3. Registo de transmissão

O registo de transmissão deve ser emitido junto do emitente ou a intermediário financeiro que o represente, de acordo com o artigo 102.º/1 do CVM. A legitimidade para o pedido do registo de transmissão cabe, de acordo com o artigo 102.º/4 do CVM, ao depositário, ao funcionário judicial ou ao transmitente, no caso da transmissão entre vivos. A entidade emitente terá de verificar se a declaração consta no título, se o transmitente é aquele que está registado como titular e se o título é válido. Tem de ser feita provar junto do emitente de que o beneficiário quis assumir a posição de transmissário – demonstrada através da justa causa de transmissão. A entidade emitente terá ainda de verificar se existem limites à transmissibilidade das acções que estão a ser registadas, e, havendo, verificar se os mesmos foram respeitados. O não preenchimento de algum dos pontos a verificar citados pode levar à recusa do registo de transmissão¹³⁶.

No que respeita ao registo de transmissão, a sua necessidade para que haja a transmissão das acções divide posições na doutrina portuguesa. COUTINHO DE ABREU entende que o registo não é condição de validade nem de eficácia da transmissão entre partes ou relativamente aos sucessores. O registo será apenas condição para que a sociedade reconheça o transmissário como sócio, o que só acontece depois do registo efectuado – ou seja, o transmissário só poderá exercer os direitos inerentes à participação social que adquiriu depois de efectuado o registo da transmissão das acções. Esta afirmação é confirmada, segundo o autor, pelo disposto no artigo 102.º/5 do CVM.

SOVERAL MARTINS apresenta uma posição diversa. Para o autor, a transmissão apenas tem lugar depois do registo efectuado junto do emitente ou de intermediário financeiro que o represente. As razões apresentadas pelo autor são várias: a função do registo, a certeza e a segurança jurídicas, o interesse dos sócios futuros. A função do registo serve, por um lado, para a sociedade saber quem é o titular das acções,

¹³⁵ Assim entende, SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, p. 233.

¹³⁶ SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, p. 243, o autor justifica a aplicação do artigo 77.º do CVM para o registo de transmissão por analogia.

e, por outro, serve os interesses da Administração Fiscal¹³⁷. Quanto à certeza e segurança jurídicas, a coincidência entre a titularidade e a legitimação para o exercício dos direitos inerentes às acções, garante que a sociedade não irá por em causa o que consta do registo e a legitimidade decorrente desta.

Ainda como forma de reforçar a posição, o autor recorre ao artigo 102.º/7 do CVM. Segundo a leitura da norma, esta conduz à necessidade de registo de transmissão para que esta ocorra. Assim, evita-se que a sociedade emitente prolongue no tempo o acto do registo, trazendo prejuízos para o interessado. Se esta causar prejuízos, será responsabilizada pelos mesmos.

O momento decisivo é o registo de transmissão. O facto de o registo fazer retroagir os efeitos da transmissão ao momento em que o registo foi requerido – como demonstra o artigo 102.º/5 do CVM – demonstra a posição defendida pelo autor¹³⁸.

Assim, para que a transmissão de acções tituladas nominativas ocorra é necessário, para além da justa causa de transmissão e da declaração de transmissão, o registo da transmissão. Sem o registo, ainda não há transmissão, logo, o “transmissário” não pode exercer os direitos inerentes às acções nem se considerar titular das mesmas.

2.1.2. Transmissão de acções tituladas nominativas por morte

Para a transmissão de acções tituladas nominativas é necessária declaração de transmissão efectuada pelo funcionário judicial competente, no caso de haver partilha judicial (artigo 102.º/3/a do CVM, que remete para a alínea b) do nº2 do mesmo artigo), ou pelo cabeça de casal ou pelo notário que lavrou a escritura de partilha, nos restantes casos (artigo 102.º/3/b do CVM). A legitimidade para requerer o registo da transmissão é atribuída aos mesmos sujeitos que podem emitir a declaração de transmissão¹³⁹.

SOVERAL MARTINS¹⁴⁰ salienta uma diferença “óbvia” no caso da transmissão das acções tituladas nominativas por morte: o “primitivo titular já morreu”. Esta constatação é relevante devido ao postulado no artigo 2050.º do CC: *o domínio e a posse dos bens da herança adquirem-se pela aceitação, independentemente da sua apreensão material*. Assim, se o registo é condição necessária para a transmissão – tal

¹³⁷ SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, p. 265.

¹³⁸ SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, pp. 263-271.

¹³⁹ Artigo 102.º/4 do CVM

¹⁴⁰ SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, p.289.

como para a transmissão entre vivos de acções tituladas nominativas -, antes de esta ser efectuada, a aceitação não conduz à transmissão da mesma.

Na possibilidade contitularidade, pela transmissão por morte a favor de mais do que um sujeito, a inscrição do nome de todos os adquirentes será necessária. Assim, será designado um representante comum que deverá inscrever a sua identificação no registo de acções¹⁴¹.

2.2. Transmissão de acções escriturais

2.2.1. Entre vivos

De acordo com o artigo 80.º/1 do CVM, “os valores mobiliários escriturais transmitem-se pelo registo na conta do adquirente”. Para COUTINHO DE ABREU, o registo é, neste caso, constitutivo, ou seja, sem este a transmissão de acções escriturais não tem lugar¹⁴². Mas exige-se também que a transmissão se apoie num título válido, apesar de a lei, no artigo 74.º/1 do CVM, presumir a titularidade das acções escriturais registadas em conta individualizada tal como consta no título: faz presumir que o direito existe e que pertence ao titular da conta. A presunção referida pode ser ilidida e o registo de aquisição não faz sanar as invalidades da transmissão, embora exista protecção para o adquirente de boa fé¹⁴³.

Não basta o simples acordo de vontades, tanto para as acções-títulos como para as acções escriturais, as formalidades especiais, impostas para a sua circulação pela lei, são essenciais para que a transmissão de acções se efective¹⁴⁴. Assim, não basta o disposto no artigo 408.º/1 do CC para que haja lugar à transmissão.

A necessidade de registo para a “perfeição” da transmissão das acções escriturais só não é imposta pela lei no caso da compra de acções escriturais em mercado regulamentado¹⁴⁵. Nesse caso, a realização da operação faz nascer na esfera do adquirente legitimidade para a sua venda nesse mercado, contrariando o preceito do nº1 do artigo 80.º do CVM.

2.2.2. Por morte

¹⁴¹ SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, p. 289, o autor justifica esta necessidade recorrendo à analogia com o disposto no artigo 68.º/1/a do CVM.

¹⁴² COUTINHO DE ABREU, *Curso ...*, p. 347.

¹⁴³ SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, p.280.

¹⁴⁴ COUTINHO DE ABREU, *Curso ...*, p. 348.

¹⁴⁵ Artigo 80.º/2 do CVM.

No que diz respeito à transmissão *mortis causa* de acções escriturais, entende o legislador que a transmissão só produzirá efeito após o registo na conta do adquirente. O artigo 80.º/1 do CVM não faz qualquer distinção entre a transmissão entre vivos e por morte.

2.3. Transmissão de acções integradas em sistema centralizado

Nas acções escriturais integradas em sistema centralizado, o registo em conta é realizado em conta aberta junto de intermediário financeiro, de acordo com o artigo 61.º/1/a do CVM. Segundo o CVM, o sistema centralizado é formado pelos “conjuntos interligados de contas, através das quais se processa a constituição e a transferência dos valores mobiliários nele integrados e se assegura o controlo de quantidade dos valores mobiliários em circulação e dos direitos sobre eles constituídos¹⁴⁶”.

No caso das acções tituladas nominativas, se integradas em sistema centralizado, ficam sujeitas ao disposto quanto aos valores mobiliários escriturais integrados em sistema centralizado. Esta mudança quanto ao registo das acções tituladas nominativas, retira relevo à necessidade de registo para a “perfeição” da transmissão das mesmas¹⁴⁷.

De acordo com o artigo 62.º do CVM, “são obrigatoriamente integrados em sistema centralizado os valores mobiliários escriturais admitidos à negociação em mercado regulamentado”.

3. Limitações à transmissão de acções

A regra, nas sociedades anónimas, é a livre transmissibilidade das acções, dado que o contrato de sociedade não pode excluir a transmissibilidade das acções nem limitar a transmissibilidade das mesmas para além do permitido pela lei. Situação diferente no que às sociedades por quotas diz respeito: o artigo 229.º/1 do CSC possibilita a inclusão no contrato de sociedade de cláusulas que proíbem a cessão de quota. Nesse caso, o sócio terá direito de exoneração passados dez anos após o ingresso na sociedade.

¹⁴⁶ Artigo 88.º do CVM.

¹⁴⁷ SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, P. 284.

As cláusulas de limitação da transmissibilidade das acções são a excepção à regra da livre transmissibilidade. E, pelo facto de serem a excepção, não é possível a aplicação da analogia das situações prevista pela lei¹⁴⁸.

3.1. O contrato de sociedade não pode excluir a transmissibilidade das acções

Como referido anteriormente, o contrato de sociedade não pode excluir a transmissibilidade das acções. Esta afirmação decorre da primeira parte do artigo 328.º/1 do CSC. Para além de não poder excluir, também não pode criar cláusulas que, não proibindo a transmissibilidade, tornam as acções praticamente intransmissíveis¹⁴⁹. A proibição abrange também potenciais cláusulas do contrato de sociedade que prevejam a impossibilidade de transmissão por um período pré-determinado de tempo.

3.2. O contrato de sociedade não pode ir além do que a lei permite

A própria possibilidade de existência de limitações está limitada, isto é, os limites existentes não podem ir além do que a lei permite, de acordo com a segunda parte do artigo 328.º/2 do CSC. Esta limitação legal é também uma limitação à liberdade das partes quanto ao conteúdo do contrato de sociedade.

A lei permite a inclusão de cláusulas de limitação à transmissão de acções em três situações (artigo 328.º/2 do CSC): subordinar a transmissão de acções nominativas ao consentimento da sociedade (alínea a)); estabelecer um direito de preferência dos outros accionistas e as condições do exercício deste direito, no caso de acções nominativas (alínea b)); e subordinar a transmissão de acções e a constituição de penhor ou usufruto sobre estas à existência de determinados requisitos, subjectivos ou objectivos, que estejam de acordo com o interesse social (alínea c)).

A referência legal às acções nominativas tinha sentido antes da entrada em vigor da Lei nº15/2017, de 3 de Maio – apesar de, como refere o artigo 2.º - a existência de acções ao portador ainda ficar dependente da conversão das mesmas em acções nominativas, no prazo de seis meses após a entrada em vigor da referida lei. Assim, o artigo 299.º/2/b do CSC (antes da entrada em vigor da Lei nº15/2017, de 3 de Maio)

¹⁴⁸ SOVERAL MARTINS, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, anotação ao artigo 328.º, vol. V, Almedina, Coimbra, 2012, pp. 518-555

¹⁴⁹ SOVERAL MARTINS, *Código ...*, anotação ao artigo 328.º, p. 524.

referia que, no caso de haver alguma restrição à transmissibilidade das acções ou sujeição ao consentimento da sociedade, as acções deviam ser nominativas. A justificação prende-se com o facto de só as acções nominativas permitirem a identificação do seu titular e um controlo, por parte da sociedade, para o cumprimento dessas mesmas restrições.

Se uma cláusula limitativa da transmissibilidade é inscrita no contrato de sociedade e esta vai para além da letra da lei, a consequência é a nulidade da cláusula, por violação de uma norma imperativa. Mas limitações não podem ir além da letra da lei, podendo ficar aquém da letra da lei.

4. As diferentes cláusulas do contrato de sociedade permitidas pela lei

4.1. Cláusulas que subordinam a transmissão de acções ao consentimento da sociedade

De acordo com a alínea a) do nº2 do artigo 328.º do CSC, o contrato de sociedade pode: “subordinar a transmissão de acções nominativas ao consentimento da sociedade”. O consentimento de que a norma trata não se confunde com o consentimento de uma contraparte de um contrato, isto, porque a titularidade de participações sociais representa mais do que ocupar uma posição contratual. Assim, o consentimento a que a norma se refere é o consentimento da sociedade - não de um terceiro ou de um qualquer sócio determinado.

A utilização do vocábulo “transmissão” engloba as transmissões que tenham como justa causa negócios jurídicos onerosos¹⁵⁰ ou gratuitos, entre vivos ou *mortis causa*, a favor de terceiro estranho à sociedade ou sócio desta. Quanto à transmissão a não sócios, é facilmente perceptível a justificação para aceitar esta limitação: a sociedade consegue evitar a entrada de sócios estranhos à mesma, que a possam afectar negativamente. Estando em causa uma transmissão entre sócios, a limitação funciona como mecanismo de equilíbrio entre os poderes dos sócios dentro da sociedade – e a manutenção deste equilíbrio é do interesse da sociedade e dos restantes sócios.

¹⁵⁰ SOVERAL MARTINS, *Código ...*, anotação ao artigo 328.º, p. 526, quanto aos negócios jurídicos onerosos que causam a transmissão das acções, o autor refere que a cláusula de consentimento só tem verdadeiramente efeito, se o adquirente cumprir as condições exigidas por esse negócio.

4.2. Cláusulas que atribuem um direito de preferência aos outros accionistas

O contrato de sociedade pode também estabelecer um direito de preferência dos outros accionistas e as condições de exercício do mesmo, no caso de alienação¹⁵¹ de acções nominativas, de acordo com a alínea b) do nº2 do artigo 328.º do CSC. Quer isto dizer que cada um dos accionistas com direito de preferência tem o poder individual para impedir a alienação das acções ocorra nos termos pretendidos pelo alienante. Embora este poder só possa verdadeiramente ser exercido quando um sócio pretenda alienar as suas acções, ou pelo menos parte delas. O legislador quis, ao referir apenas o direito de preferência dos “outros accionistas”, impedir a introdução de cláusulas que impusessem o direito de preferência a terceiros.

A norma legal permite que o contrato de sociedade também fixe as condições de exercício do direito de preferência, designadamente as *condições relativas à colocação do preferente em situação de poder exercer aquele direito e as relativas ao próprio exercício do direito de preferência por quem quer preferir*¹⁵².

Quanto à possibilidade de alienação entre accionistas – isto é, o adquirente é um sócio titular do direito de preferência -, o contrato de sociedade deverá prever o modo como deve ser exercido o direito de cada um dos sócios titulares desse direito e como será feita a repartição das acções, no caso de todos os titulares do direito de preferência quiserem exercê-lo. Sob pena de a omissão do modo de exercício e repartição das acções ser interpretada no sentido de que as alienações entre accionistas não estão abrangidas pela cláusula¹⁵³.

As cláusulas de preferência que constam no contrato de sociedade registado e publicado são oponíveis a terceiros, inclusivamente a terceiros de boa fé, se transcritas nos títulos ou nas contas de registo de acções, de acordo com o artigo 328.º/4 do CSC. Poder-se-ia levantar a questão de saber se estávamos perante uma cláusula com eficácia real, como dispõe o artigo 421.º do CC. Todavia, as referidas cláusulas estão inscritas no contrato de sociedade, não nas acções dos sócios. Assim, a fonte do direito de preferência é o contrato de sociedade. o que a oponibilidade a adquirentes de boa fé

¹⁵¹ SOVERAL MARTINS, *Código ...*, anotação ao artigo 328.º, pp. 528-532, o termo “alienação” é, no entender do autor, demasiado vago e abrangente. Assim, defende o autor que o termo apenas abrange a compra e venda, todos os contratos onerosos em que tenha sentido a opção por certa pessoa sobre quaisquer outros concorrentes (na mesma linha do entendimento de Antunes Varela relativamente aos pactos de preferência – ANTUNES VARELA, *Das obrigações em geral*, vol. I, Almedina, Coimbra, 2000), dação em cumprimento, troca e permuta, excluindo a doação de acções, a entrada em sociedade.

¹⁵² SOVERAL MARTINS, *Código ...*, anotação ao artigo 328.º, p. 528.

¹⁵³ SOVERAL MARTINS, *Código ...*, anotação ao artigo 328.º, p. 532.

deve significar é que a sociedade ou entidade registadora deve rejeitar o registo da transmissão de acções que violem as cláusulas limitativas da transmissibilidade. Não havendo registo de transmissão, falha um dos requisitos necessários para que a transmissão ocorra. Assim, o transmissário não é reconhecido como sócio e sem esse reconhecimento não pode exercer os direitos inerentes às acções que pretendia adquirir¹⁵⁴. O sócio que não dá preferência aos demais accionistas poderá incorrer em responsabilidade pelos danos causados com a sua actuação. E, mesmo o terceiro, estando de má fé e que colabora com o transmitente na violação do direito de preferência, pode ser responsabilizado¹⁵⁵.

4.3. Cláusulas que subordinam a transmissão de acções e a constituição de penhor ou usufruto sobre elas à existência de determinados requisitos

Para além das limitações à transmissão de acções descritas anteriormente, é permitido que o contrato de sociedade estabeleça limitações através de cláusulas que subordinem a transmissão de acções e a constituição de penhor ou usufruto sobre elas à existência de determinados requisitos que estejam de acordo com o interesse social (artigo 328.º/2/c do CSC). O ponto de partida para análise destas cláusulas será sempre a livre transmissibilidade das acções. A relevância desta afirmação prende-se com o facto de a norma ser muito ampla e indefinida, contrariando a tipicidade das cláusulas restritivas¹⁵⁶.

Segundo o artigo 328.º/2/c do CSC, os requisitos têm de ser existentes. Quer isto dizer que, a existência destes requisitos tem de ser anterior à transmissão ou constituição de penhor ou usufruto. Não podem ser requisitos relativos aos actos de transmissão ou constituição a praticar.

Para além de existentes, os requisitos têm de ser determinados no contrato de sociedade, isto é, devem estar concretizados, não basta que sejam determináveis. Mas esta concretização não pode ser demasiado vaga, nem corresponder a uma enumeração de tal forma exaustivas que acabe por impedir a transmissão ou constituição.

¹⁵⁴ SOVERAL MARTINS, *Código ...*, anotação ao artigo 328.º, pp. 532-534, referindo o autor a eficácia *erga omnes* da cláusula do contrato de sociedade que estabeleça um direito de preferência aos outros accionistas.

¹⁵⁵ SOVERAL MARTINS, *Código ...*, anotação ao artigo 328.º, p. 534.

¹⁵⁶ SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, p. 529.

Os requisitos podem ser positivos ou negativos. No primeiro caso, falamos de requisitos que possibilitam a transmissão e a constituição caso se verifique determinado facto. No segundo caso, a transmissão ou constituição é condicionada à não ocorrência de certo facto.

Estes podem ainda ser objectivos e subjectivos. Dizem-se subjectivos quando dizem respeito aos sujeitos do acto em causa, ou seja, ao transmitente, adquirente, usufrutuário, credor pignoratício. Por contraposição, os requisitos objectivos serão aqueles que não dizem respeito aos sujeitos do acto em causa, mas que sejam relativos ao objecto da transmissão ou constituição.

Por último, a norma exige que as cláusulas que subordinam a transmissão de acções ou a constituição de penhor ou usufruto sobre elas a determinados requisitos que estejam de acordo com o interesse social¹⁵⁷. Para interpretar se os requisitos estão de acordo com o interesse social importa uma leitura atenta do contrato de sociedade, nomeadamente da cláusula relativa ao objecto social. Assim, a apreciação da cláusula limitativa será feita tendo em conta o interesse potencial, não o interesse social no momento da introdução da mesma¹⁵⁸.

5. Análise da possibilidade de introdução de limites à transmissibilidade à luz das excepções legalmente previstas

Após análise do regime de transmissão de acções e das cláusulas limitativas da transmissão permitidas pela lei, importa relacionar com o tema em discussão: as acções de lealdade. A forma de acções de lealdade propostas neste estudo são acções preferenciais sem voto acrescidas de um direito especial à conversão, após o período de lealdade, em acções preferenciais com voto.

Contudo, nada mais acrescentar acerca da transmissão das mesmas seria insuficiente dado a ligação existente entre a lealdade do sócio e o nascimento direitos acrescidos das acções que é titular. Ou seja, as acções preferenciais com voto existem na titularidade dos sócios pelo facto de terem mantido as mesmas (antes da conversão) durante o período de lealdade definido no contrato de sociedade.

¹⁵⁷ SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, p. 544, o autor refere que o interesse social em causa não terá de ser relevante, por comparação da alínea c) do nº2 do artigo 328.º do CSC com a expressa especificação do artigo 329.º/2 do CSC: “interesse social relevante”.

¹⁵⁸ SOVERAL MARTINS, *Cláusulas ...*, p. 544.

Imaginemos a seguinte situação: os sócios A, B e C adquiriram ações preferenciais sem voto em 2016. No contrato de sociedade estava inserida uma cláusula que atribuía um direito especial à conversão destas ações em ações preferenciais com voto, se e só se, os sócios as mantivessem durante um período de dois anos. Em 2018, a conversão das ações em ações preferências com voto dava-se para os três accionistas. Um terceiro, D, conhecedor do direito especial à conversão estipulado no contrato de sociedade, adquiria as ações de C. Neste caso, A, B e D eram titulares de ações preferenciais com voto, mas apenas os primeiros mantiveram as ações durante o período de lealdade. Assim, nada dizer quanto à transmissão, seria esvaziar o conteúdo e o propósito da criação das mesmas.

O que acabamos de demonstrar não significa que não seja do interesse do accionista titular de ações preferenciais com voto transmitir as suas ações, pelo contrário. Com os direitos patrimoniais prioritários e o direito de voto que nasce do período de lealdade, o sócio terá maior facilidade em encontrar comprador para as suas ações por um preço superior. Apenas queremos referir que, para

Demonstrada a necessidade de acrescentar algo mais relativamente às ações de lealdade propostas, impõe-se saber qual o caminho a seguir. No nosso entender, são três as possibilidades: a introdução de uma cláusula que subordina a transmissão de ações nominativas à existência de determinados requisitos que estejam de acordo com o interesse social; ou a estipulação no contrato de sociedade de uma cláusula que preveja a coarctação dos direitos patrimoniais prioritários das ações preferenciais com voto durante o período de lealdade; ou a introdução de uma cláusula do contrato de sociedade que preveja a conversão das ações preferenciais com voto em ações preferenciais sem voto quando haja lugar a uma transmissão das ações.

5.1. Introdução de cláusula que subordina a transmissão de ações nominativas à existência de determinados requisitos que estejam de acordo com o interesse social

No que diz respeito à introdução no contrato de sociedade de uma cláusula que limita a transmissão de ações nominativas à existência de determinados requisitos que estejam de acordo com o interesse social, importa averiguar se esta cláusula corresponde a uma limitação ou a uma exclusão da transmissibilidade das ações. Todavia, não é possível analisar se estamos perante uma limitação ou exclusão sem perceber o conteúdo desta cláusula. Para tal, iremo-nos socorrer do anteriormente

descrito quanto aos requisitos impostos pelo artigo 328.º/2/c do CSC, são eles: requisitos existentes, determinados no contrato de sociedade, subjectivos ou objectivos, que estejam de acordo com o interesse social.

Quanto aos primeiros, os requisitos são existentes quando existem antes da transmissão. A existência do período de lealdade é anterior à transmissão, não sendo uma imposição apenas pela transmissão das acções. Os requisitos têm de ser determinados no contrato de sociedade, isto é, devem estar concretizados. A concretização é realizada no contrato de sociedade ao impor a manutenção das acções durante o período de lealdade. Os requisitos serão subjectivos, na medida em que dizem respeito aos sujeitos do acto em causa, neste caso ao adquirente. Os requisitos agora descritos estão de acordo com o interesse social, desde logo pela existência de acções de lealdade. Se os sócios introduziram quizeram introduzir na sociedade acções de lealdade, a cláusula que limite a transmissão das mesmas, terá em consideração o interesse social potencial.

Assim, podemos concluir que a cláusula inserida no contrato de sociedade não exclui a transmissibilidade das acções, apenas limita e condiciona, o conteúdo das acções a transmitir, ao período de lealdade imposto pelo contrato de sociedade.

5.2. Introdução de cláusula que preveja a coarctação dos direitos patrimoniais prioritários das acções preferenciais com voto durante o período de lealdade.

Antes de analisar a conformidade desta cláusula com as normas legais existentes, importa explicar o porquê de a cláusula versar a coarctação dos direitos patrimoniais prioritários e não sobre o direito de voto que nasceu da conversão das acções preferenciais sem voto. O direito de voto que acresce com a conversão em acções preferenciais com voto nasce de um direito especial à conversão após o período de lealdade. Privar do direito de voto destas acções, no caso de transmissão, seria ir além do que a lei permite. O direito especial diz respeito apenas à conversão, que tem como consequência o acréscimo de um direito de voto, não ao direito de voto em concreto. Os direitos patrimoniais prioritários são direitos especiais que se afiguram essenciais para a existência de acções preferenciais sem voto. Estas acções só estão desprovidas de voto porque conferem direito a um dividendo prioritário e direito ao reembolso prioritário do valor das acções na liquidação da sociedade. Assim,

“suspender” o direito de voto durante o “novo” período de lealdade seria ir longe demais.

O artigo 24.º/5 do CSC diz-nos que os direitos especiais só podem ser suprimidos ou coarctados com o consentimento do respectivo titular, salvo regra legal ou estipulação contratual expressa em contrário. Ora, para as acções de lealdade propostas, o consentimento do respectivo titular não seria necessário se existisse uma cláusula no contrato de sociedade que previsse a coarctação dos direitos especiais – dividendo e reembolso prioritários – durante o período de lealdade. De forma a manter a finalidade das acções de lealdade e a igualdade de tratamento dos sócios, o período de lealdade no presente caso teria necessariamente de ser o mesmo que o definido no contrato de sociedade para a conversão em acções preferenciais com voto.

Esta cláusula permite também acautelar futuras transmissões, mesmo aquelas que aconteçam antes do primeiro adquirente das acções preferenciais com voto sem que decorra o período de lealdade. Exemplificando, em 2018, A transmite a B as acções preferenciais com voto de que era titular. Devido à referida cláusula, B é titular de acções, semelhantes às acções ordinárias, em que o direito especial ao dividendo e reembolso prioritários está dependente do período de lealdade. Na hipótese de o período de lealdade estipulado no contrato de sociedade é de dois anos, B ao transmitir a C as suas acções, em 2019, C irá adquirir acções com o mesmo conteúdo de B. Ora, só em 2021 é que C verá “renascer” os direitos especiais prioritários.

Assim, no caso de transmissão das acções preferenciais com voto, o adquirente seria titular de acções que se assemelham a acções ordinárias, mas com um direito especial ao dividendo e reembolso prioritários sob condição de deter estas acções durante o período de lealdade.

5.3. Cláusula do contrato de sociedade que preveja a conversão em acções preferenciais sem voto quando o adquirente não tenha passado pelo período de lealdade

Para além das cláusulas descritas, uma outra cláusula pode ser introduzida no contrato de sociedade com vista à limitação da transmissibilidade das acções de lealdade propostas.

A possibilidade de criação de acções preferenciais com diferentes direitos para além dos referidos no artigo 341.º do CSC abre portas para a existência de diferentes categorias de acções preferenciais, com ou sem voto¹⁵⁹.

O conteúdo desta cláusula estatutária teria como finalidade, não necessariamente uma limitação da transmissibilidade, mas, mais importante para o tema em análise, fazer com que o novo adquirente (de acções preferenciais com voto) tenha de passar pelo período de lealdade. Só assim, (re)nasceria o direito de voto de que fica privado de exercer durante o período de lealdade. Para tal, é necessário ter em consideração o disposto no artigo 344.º do CSC relativamente à conversão de acções. Já nos referimos a este não para a conversão em acções preferenciais sem voto, mas no caso inverso. Ainda assim, importa salientar a possibilidade de interpretação extensiva do nº1 do artigo 344.º do CSC de modo a permitir a conversão em estudo. Invocamos o estudo de J. J. VIEIRA PERES¹⁶⁰, o autor admite esta conversão, salientando que, para os accionistas titulares de acções preferenciais (com ou sem voto) no momento anterior à conversão, a conversão não trará nenhum “dano” para os seus direitos. Ou seja, os direitos patrimoniais prioritários já existem na esfera quer dos titulares de acções preferenciais sem voto já existentes, quer dos titulares de acções preferenciais com voto que serão convertidas as suas acções. Assim, o autor a afasta a necessidade de deliberação da assembleia especial de accionistas – necessária para os casos em que a criação de novas categorias de acções com direitos especiais de conteúdo idêntico pudesse levar à supressão de direitos patrimoniais prioritários dos titulares de outras categorias de acções (artigos 24.º/6 e 389.º/1 do CSC).

No momento da conversão em acções preferenciais sem voto, os sócios terão sempre de ter em consideração o limite quantitativo referido na parte final do nº1 do artigo 344.º do CSC – *até ao montante representativo de metade do capital*.

O direito especial de conversão em acções preferenciais com voto continuará a fazer parte desta categoria de acções, de modo a permitir uma futura (re)conversão em acções preferenciais com voto. Esta reconversão acontecerá passado o período de lealdade estipulado no contrato de sociedade¹⁶¹.

Deste modo, a cláusula inserida no contrato de sociedade não se espelha como uma verdadeira limitação à transmissibilidade das acções de lealdade. Contrariamente à

¹⁵⁹ Ver supra Cap. III, ponto 3..

¹⁶⁰ PERES, J. J. Veira, *Acções preferenciais sem voto*, RDES, 1998, nº4, pp. 329-399.

¹⁶¹ Esta conversão ocorrerá nos mesmos termos definidos neste estudo no caso de conversão de acções preferenciais sem voto em acções preferenciais com voto, *supra* Capítulo III, ponto 3.2..

solução indicada no ponto anterior, a privação do direito de voto em que se traduz esta conversão, não funcionará como forma de condicionar a transmissão de acções. Isto, porque os direitos patrimoniais prioritários irão permanecer nessas acções convertidas, possibilitando ao transmitente a venda destas por um valor superior ao que iria expectável no caso de coarctação dos direitos patrimoniais prioritários referidos anteriormente.

Se admitimos a introdução de uma cláusula que limita a transmissibilidade de acções através de requisitos subjectivos e objectivos, por maioria de razão também poderemos admitir a existência de requisitos objectivos e subjectivos para os casos em que as cláusulas não chegam a limitar a transmissibilidade.

Conclusão

As fragilidades societárias demonstradas após as recentes crises financeiras impõe um olhar atento para a prossecução dos interesses a longo prazo das sociedades. E, é neste contexto que surgem as acções de lealdade. Tanto para combater o absentismo dos accionistas como a tendência para a manutenção de acções durante curtos períodos de tempo. Assim, estas acções tentam aproximar os accionistas da sociedade ao mesmo tempo que permitem às sociedades uma forma atractiva de atrair investidores interessados, pelo direitos acrescidos inerentes a esta forma de acções.

Apesar das diferenças dos regimes jurídicos em que as acções de lealdade foram objecto de maior desenvolvimento, vimos que transpor para o nosso ordenamento jurídico essas formas de acções de lealdade não parece possível. Isto, porque a proibição do voto plural, postulada no artigo 384.º/5 do CSC para as sociedades anónimas, não permite a atribuição de mais do que um voto por cada acção detida por um sócio. No que diz respeito ao direito especial ao lucro, a possibilidade de este ser atribuído a todos os sócios, independentemente da categoria de acções a que pertençam as acções por estes detidas, não se coaduna com o nosso regime legal.

Assim, propusemo-nos a pensar numa outra forma de acções de lealdade que mantivessem a matriz principal: premiar os sócios pela lealdade demonstrada pela manutenção da titularidade destas acções, e, ao mesmo tempo, incentivar a sua participação na vida societária.

Para tal, construámos as acções preferenciais sem voto como forma de introdução de acções de lealdade que pudessem ser colhidas pelo nosso ordenamento jurídico. A conversão de acções preferenciais sem voto em acções preferenciais com voto decorrido o período de lealdade estipulado no contrato de sociedade foi o caminho por nós escolhido.

As cláusulas referidas no Capítulo IV que pretendem, não apenas condicionar a transmissão de acções de lealdade, mas também uma igualdade na forma como os sócios poderão ser titulares destas acções. Assim, a conversão de acções preferenciais com voto em acções preferenciais sem voto no caso de transmissão, a coarctação dos direitos patrimoniais prioritários ou a introdução de cláusula que subordina a transmissão de acções de lealdade à existência de determinados requisitos, permitem garantir que todos os sócios que detêm acções de lealdade passam pelo período de

lealdade. Isto, porque os direitos patrimoniais prioritários e o direito de voto que nasce com a conversão, representam o prémio pela lealdade. Embora se reconheça que ficará sempre nas mãos dos sócios a estipulação no contrato de sociedade das cláusulas que limitam a transmissão das acções de lealdade.

Bibliografia

ABREU, Coutinho de, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, anotação ao artigo 384.º, vol. VI, Almedina, Coimbra, 2013

ABREU, Coutinho de, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 5ª ed., Almedina, Coimbra, 2016

ABREU, Coutinho de, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, anotação ao artigo 250.º, vol. IV, Almedina, Coimbra, (ano)

ABREU, Coutinho de, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, anotação ao artigo 384.º, vol. VI, Almedina, Coimbra, 2013

ALBUQUERQUE, Pedro de/PEREIRA, Maria de Lurdes, *As “golden shares” do Estado Português em empresas privatizadas: Limites à sua admissibilidade e exercício*, Coimbra Editora, Coimbra, 2006.

ALEXANDRE, Fernando/MARTINS, Ives Gandra/ANDRADDE, João Sousa/CASTRO, Paulo Rabello de/BAÇÃO, Pedro, *A Crise Financeira Internacional*, in *Estado da Arte 2*, Imprensa da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2009

ANTUNES, Engrácia, *Os hedge funds e o Governo das Sociedades*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IX, Coimbra Editora, Coimbra, 2010

ARNOULD, Tiago, *O destaque do direito aos lucros: esvaziamento do direito de voto e titularidade oculta*, in *Revista das Sociedades*, Ano V., Número I-II, Almedina, 2013.

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2011

CORDEIRO, António Meneses, *Direito das Sociedades*, 3ª ed., ampl. e actual., 1ª reimp., vol. I, Almedina, Coimbra, 2016

CUNHA, Paulo Olavo, *Os novos direitos especiais: as acções especiais*, in *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012

DIAS, Cristiano Amadeu Ramos, *Os direitos especiais dos sócios*, Almedina, Coimbra, 2015

GOMES, Fátima, *Dividendo de lealdade?*, in *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011

MAIA, Pedro, *Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima*, Coimbra Editora, Coimbra, 2002.

DOMINGUES, Paulo de Tarso, *A distribuição de dividendos*, in *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2012

MARQUES, Elda, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, anotação ao artigo 344.º, vol. V, Almedina, Coimbra, 2012

MARQUES, Elda, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, anotação ao artigo 341.º, vol. V, Almedina, Coimbra, 2012

MARTINS, Alexandre de Soveral, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade de acções: sobre os arts. 328.º e 329.º do CSC*, Almedina, Coimbra, 2006

MARTINS, Alexandre de Soveral, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, anotação ao artigo 302.º, vol. V, Almedina, Coimbra, 2012

MARTINS, Alexandre de Soveral/COSTA, Ricardo, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, anotação ao artigo 24.º, vol. I, Almedina, Coimbra, 2010

MARTINS, Alexandre de Soveral, *Código das Sociedades Comerciais em comentário*, anotação ao artigo 328.º, vol. V, Almedina, Coimbra, 2012

OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de acções com direito de voto plural às L-shares*, in *Revista de Direito das Sociedades*, A. 7, nº2, Lisboa, 2015

PERES, J. J. Veira, *Acções preferenciais sem voto*, RDES, 1998, nº4, pp. 329-399

REBELO, João Ferreira, *As acções preferenciais sem voto no ordenamento jurídico português*, in *Direito das Sociedades em Revista*, A. 3, vol. 6, Coimbra, 2011.

SANTOS, João Nuno Pinto Vieira dos, *As acções de lealdade: A primazia dos Interesses da Estabilidade a Longo Prazo da Empresa Social*, Porto, 2013 (Mestrado ...)

VARELA, Antunes, *Das obrigações em geral*, vol. I, Almedina, Coimbra, 2000

VASCONCELOS, Pedro Pais de, *A participação social nas sociedades comerciais*, Reimp. da 2ª ed. de 2006, Almedina, Coimbra, 2014

VENTURA, Raúl, *Estudos vários sobre sociedades anónimas: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2003

BOLTON/SAMANA, *Loalty-Shares: Rewarding Long-term Investors*, 2012.

QUIMBY, P. A., *Adressing Corporate Short-Termism Through Loalty Shares*, 40 Fla. St. U.L. Rev. 389, 2013

RODRIGUES, Usha, *Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership*, 95 Minn. L. Rev. 1822, 2011

Jurisprudência

Acórdão da Relação de Lisboa de 19 de Abril de 1988, disponível em:
<http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/33182fc732316039802565fa00497eec/66ac3c2c69318ac08025680300038de9?OpenDocument>