



Voto plural nas sociedades por quotas e anónimas: reflexões de política legislativa

José Ferreira Gomes*

I. Introdução

I. O mercado de capitais português apresenta há muito uma tendência depressiva, refletida na redução acentuada do volume de transações, da liquidez do mercado secundário e das capitalizações bolsistas da generalidade das sociedades cotadas¹. Paralelamente, assiste-se a uma redução igualmente acentuada no número de sociedades cotadas: o *delisting* de muitas sociedades não é acompanhado de novos IPO.

É uma situação que a todos preocupa dada a relevância central do mercado de capitais para o financiamento das empresas nacionais e, logo, para o desenvolvimento da economia e para a geração de emprego.

Neste contexto, é consensual a necessidade de simplificação do quadro normativo: exige-se uma melhor sistematização, a redução

* Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa.

¹ AEM - ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO, Iniciativa AEM para o mercado de capitais: 24 recomendações para a dinamização do mercado português, 2013, 7.



substancial do *goldplating* e a flexibilização de soluções cuja injuntividade hoje não encontre uma justificação clara, numa ponderação custo-benefício². São preocupações refletidas na recente reforma do Código dos Valores Mobiliários (“CVM”) pela Lei n.º 99.ºA/2021, de 31-dez.

II. Entre as medidas de flexibilização mais reclamadas pelos agentes económicos está a *revogação da proibição do voto plural* que resulta dos arts. 250.º e 384.º do Código das Sociedades Comerciais (“CSC”).

Esta medida não foi inicialmente considerada pela CMVM no anteprojecto de reforma do CVM que, na verdade, envolve ainda a alteração de cinco outros diplomas: o CSC, o Código do Registo Comercial, o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, o Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas e o Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo.

Este anteprojecto, enviado ao Governo no final de 2019, foi objeto de uma consulta informal a várias entidades em setembro de 2020, por ocasião da apresentação pública do relatório da OCDE sobre a revitalização do mercado de capitais português (*Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth*)³.

² Sobre os custos associados aos deveres de informação no mercado, veja-se o nosso “O papel da informação no direito dos valores mobiliários”, in JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES (coord.), *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, 2018, 54-74.

³ Disponível em www.oecd.org.



No âmbito desta consulta, a AEM - Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado, tendo presente a recomendação da OCDE de revisão do CSC, no sentido da flexibilização das estruturas de voto⁴, renovou uma proposta apresentada em 2016⁵: *a introdução da possibilidade de voto plural nas sociedades cotadas*.

III. Nessa altura, a CMVM solicitou-nos que, num curto espaço de tempo, analisássemos a proposta apresentada e, caso entendêssemos que a mesma devia ser acolhida, sugeríssemos as alterações que entendêssemos convenientes. Preparámos então um breve estudo de enquadramento da matéria e apresentámos uma sugestão de alteração do CSC e do CVM, com vista à revogação da proibição de voto plural tanto nas sociedades por quotas como nas sociedades anónimas.

A nossa sugestão não foi acolhida. A CMVM promoveu a revogação do voto plural apenas nas sociedades cotadas, através do recente aditamento do art. 21.º-D ao CVM⁶.

IV. Voltamos agora ao tema⁷. Sendo o direito de voto uma

⁴ Cfr. pp. 15-16, 25, 43.

⁵ Disponível em www.emitentes.pt.

⁶ Pela Lei n.º 99-A/2021, de 31-dez.

⁷ Excluimos expressamente o tema das “ações de lealdade” que, pelas inúmeras dúvidas que suscita, deve ser tratado autonomamente.



verdadeira “trave-mestra”⁸ da participação social e, esta, objeto de uma das mais significativas obras do Professor PEDRO PAIS DE VASCONCELOS⁹, de quem tivemos o gosto de ser assistente, justifica-se a escolha deste tema para a justa homenagem que por este meio lhe rendemos.

⁸ Expressão de JOÃO LABAREDA, *Das acções das sociedades anónimas* (1988), 159-161. Traduz, no fundo, a possibilidade normativamente reconhecida a cada sócio de participar no exercício em comum da atividade societária que caracteriza o tipo “sociedade comercial”, num complexo esquema de articulação interorgânica. Cfr., PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., 2006, 29, bem como, v.g., VASCO DA GAMA LOBO XAVIER, *Sociedades Comerciais*, Lições aos alunos de direito comercial do 4.º ano jurídico (policopiadas) (1987), 13, JOÃO LABAREDA, “Posição do sócio alienante na deliberação sobre o pedido de consentimento para a cessão de quotas”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raul Ventura* (2003), 2, 467-494 (472), FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, *Estrutura associativa e participação societária capitalística* (2006), 122, PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, dissertação de doutoramento ainda não publicada (2009), 7, 21, 51, 98-105. Contra, sustentando que não se reconhece um “exercício em comum” pelos sócios nalgumas sociedades comerciais, cfr., v.g., LUÍS CARVALHO FERNANDES, *Teoria geral do direito civil*, 1, 5.ª ed. (2009), 487.

Tratámos este tema em JOSÉ FERREIRA GOMES e NÁDIA REIS, “O Decreto-Lei n.º 20/2016 e a desblindagem dos estatutos das instituições de crédito: um diploma à prova de bala?”, *RDS*, 9:2 (2017), 323-356 (337 ss.), para onde remetemos.

⁹ A participação social nas sociedades comerciais, 1.ª ed. de 2005 e 2.ª ed. de 2006.



II. O art. 384.º CSC e a regra “one share, one vote” nas SA: Enquadramento histórico-dogmático

I. O art. 384.º/1 CSC dá corpo à regra “one share, one vote” no sistema jurídico português, regra esta que é tributária do **princípio da proporcionalidade** entre a exposição dos acionistas ao risco empresarial e o seu controlo sobre a sociedade.

Este princípio assenta na ideia de que as pessoas mais indicadas para conformar as decisões essenciais da sociedade são aquelas que suportam, de forma mais intensa, as consequências económicas dessas mesmas decisões¹⁰.

Neste sentido, os desvios ao referido princípio são suscetíveis de agravar os problemas de agência (*agency problems*)¹¹ no contexto da sociedade e de distorcer os incentivos de voto dos acionistas¹².

¹⁰ FRANCK EASTERBROOK e DANIEL FISCHER, *The economic structure of corporate law* (1991), 67-70. Veja-se tb. JOSÉ FERREIRA GOMES e NÁDIA REIS, “O Decreto-Lei n.º 20/2016 e a desblindagem dos estatutos das instituições de crédito”, cit., 328-332.

¹¹ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, 2015, 33 ss.

¹² FRANK H. EASTERBROOK e DANIEL R. FISCHER, “Voting in Corporate Law”, *Journal of Law and Economics*, 26 (1983), 395-427 (409). Para um enquadramento desta perspetiva, veja-se, v.g., WOLF-GEORG RINGE, “Deviations from ownership-control proportionality: Economic protectionism revisited”, in ULF BERNITZ e WOLF-GEORG RINGE (coord.), *Company law and economic protectionism - New challenges to European integration*, 2010, 209-240 (216-217), e, entre nós, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “Acções preferenciais sem voto”, in AA.VV., *Problemas do direito das sociedades*, 2002, 281-320 (282-283).



II. Historicamente, o voto plural nas sociedades anónimas já foi expressamente admitido entre nós, mas em articulação com um teto de voto imperativo que impedia — ou pelo menos visava impedir — o controlo unipessoal deste tipo de sociedades.

O voto plural foi introduzido¹³ pelo **Decreto n.º 1:645, de 15-jun.-1915**, que veio admitir as ações privilegiadas¹⁴. Nos termos do seu art. 1.º:

«As sociedades anónimas podem, por deliberação das assembleas gerais extraordinárias, não havendo nos seus estatutos disposição proibitiva expressa, criar ações privilegiadas, conferindo aos seus possuidores preferência quer sôbre os lucros até determinada percentagem, quer sobre o capital, quer sobre ambas as cousas.

§ 1.º Nos estatutos poderá também estabelecer-se, em favor dos accionistas possuidores de ações privilegiadas, desigual

¹³ Ou, pelo menos, expressamente admitido.

¹⁴ Um par de anos antes, escrevia VISCONDE DE CARNAXIDE, *Sociedades anonymas*, 1913, 98, que não lhe repugnava — antes parecia justo — que as “ações de prioridade” (privilegiadas) incluíssem o privilégio «a certa superioridade do numero de votos».

Para uma análise deste regime, bem como dos termos em que o mesmo foi introduzido, veja-se JOSÉ GABRIEL PINTO COELHO, *Estudo sobre as ações de sociedades anónimas*, 1957, 120-123. Segundo o autor, já antes havia quem defendesse a admissibilidade das ações privilegiadas ao abrigo da liberdade de estipulação. Aliás, é o próprio preâmbulo deste diploma que declara visar sancionar uma prática existente e pôr termos às dúvidas que se suscitavam.



representação de votos nas assembleias gerais.

§ 2.º Havendo numa sociedade anónima acções privilegiadas, cujos direitos sejam modificadas por uma assemblea geral, a decisão dessa assemblea será definitiva se fôr confirmada por outra assemblea privativa dos accionistas possuidores daquelas acções»¹⁵.

III. O teto de voto resultava inicialmente do **art. 183.º, § 3 CCom**, na redação que se manteve até 1972¹⁶, destinado a assegurar um mínimo de pluripessoalidade nas deliberações sociais¹⁷:

«Nenhum acionista, qualquer que seja o numero das suas acções, poderá representar mais da decima parte dos votos

¹⁵ O artigo 3.º conferia preferência aos acionistas na subscrição das acções privilegiadas que fossem emitidas.

¹⁶ Até ao Decreto-Lei n.º 154/72, de 10-mai. Cfr. PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, 2019, 228-229.

¹⁷ PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, cit., 277 ss.

VASCO LOBO XAVIER explicava que a existência de grupos de controlo mais ou menos estáveis

«compromete de modo decisivo a eficácia prática da intervenção na assembleia do sócio da minoria, ou antes, do sócio estranho ao “grupo de controlo”. Mais: isso desvirtua a própria função do colégio — ordenado por natureza à constituição de maiorias mutáveis, de maiorias que se fazem e desfazem ao sabor da livre convicção dos participantes, obtida para cada assunto através do esclarecimento mútuo que a discussão permite».

Cfr. *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*, 1976, 10. Neste mesmo sentido, veja-se, mais recentemente, a interessante exposição de PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, cit., 234-235.



conferidos por todas as acções emitidas, nem mais de uma quinta parte dos votos que se apurarem na assembleia geral»¹⁸.

Assim, apesar de um acionista poder ser titular de ações privilegiadas com votos múltiplos, não podia exercer mais do que 10% de todos os votos nem mais de 20% dos votos expressos em assembleia.

IV. Em 1972¹⁹, o legislador eliminou a imperatividade destes *tetos de voto gerais*, alterando o referido art. 183.º, § 3 CCom. Contudo, teve o cuidado de impor um *teto de voto específico* para as ações privilegiadas, através da alteração do § 4, para impedir que um acionista titular de uma minoria do capital pudesse dominar a sociedade²⁰. No § 4 passou então a ler-se:

«Não obstante cláusula contratual diversa, estipulada ao abrigo do parágrafo anterior, e com reserva da excepção

¹⁸ Foi solução que acompanhou na essência o Projeto de Veiga Beirão, cujo artigo 193.º, § 3 dispunha:

«se a cada acção corresponder um voto, nenhum acionista, qualquer que seja o número das suas acções, poderá representar mais da quinta parte dos votos conferidos por todas as acções emitidas, nem mais de duas quintas partes de votos que se apurarem na assembleia geral».

Cfr. PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, cit., 242 ss.

¹⁹ Através do já referido Decreto-Lei n.º 154/72, de 10-mai. Cfr. PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, cit., 279 ss.

²⁰ PINTO COELHO, *“Estudo sobre as acções”*, cit., 156-157. Esta solução acabaria refletida também no artigo 250.º/2 CSC para as sociedades por quotas, que alcança idêntico resultado prático. PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, cit., 229.



constante da parte final do mesmo parágrafo, os privilégios de voto não podem ser exercidos na medida em que, por força deles, um accionista represente na assembleia mais da décima parte dos votos conferidos por todas as acções emitidas».

V. Explica VASCO LOBO XAVIER²¹ que terá o legislador entendido que, *«tratando-se de um poder de voto que deriva de um privilégio e que, por isso, não é proporcional às acções possuídas, havia o perigo de a referida influência ser utilizada ao serviço de interesses pessoais, em detrimento do interesse comum dos associados».*

Ainda segundo o mestre coimbrão, a imperatividade de uma tal solução encontraria fundamento na tutela dos acionistas futuros (e nas finalidades do sistema de transmissão de acções): numa sociedade anónima, sendo (por regra) as acções livre e facilmente transmissíveis, é potencialmente grande o círculo de pessoas que se podem ver afetadas; haveria por isso *«necessidade de tutelar a confiança desse público, potencialmente tão vasto, para cujo ingresso estão abertas as sociedades do tipo em questão»*²².

LOBO XAVIER entendia que não se podia contar com a diligência dos adquirentes das acções na obtenção de informação sobre o conteúdo dos estatutos e das deliberações sociais²³. Estamos perante uma perspetiva paternalista que hoje não procede ou, pelo menos, não

²¹ Anulação de deliberação social, cit., 155 (n. 58).

²² Anulação de deliberação social, cit., 161-162.

²³ Anulação de deliberação social, cit., 162-163.



colhe o mesmo apoio.

Menos discutível é a afirmação do autor — ainda a este propósito — de que o regime das sociedades anónimas é tendencialmente injuntivo²⁴, proposição que noutros sistemas jurídicos resulta expressamente da letra da lei [cfr., e.g.: § 23(5) AktG].

VI. O **receio de abusos** sublinhado não só por LOBO XAVIER, mas também, v.g., por PINTO COELHO²⁵, era justificado perante os casos historicamente documentados em diferentes sistemas jurídicos. Este último explicava²⁶:

«Se é razoável que, por motivos e com fins de ordem vária, se beneficiem os possuidores de certas acções, em relação aos possuidores de outras, o que não pode certamente fazer-se é, sob a forma de direitos de favor atribuídos a umas, deixar praticamente outras desprovidas dos direitos básicos que da acção hão-de derivar, ou tornar tais direitos puramente

²⁴ Anulação de deliberação social, cit., 164-165:

«Quando do texto nada se infere, tal coisa não significa que deva entrar em cena o princípio da autonomia negocial (CCiv, art. 405.º), e que, de harmonia com este, os sócios sejam livres de regular a seu talante o ponto em questão. Parece até dever antes valer, em regra, a solução oposta. Teremos, assim, a seguinte directiva - aliás muito genérica, e que só com particulares cautelas pode ser utilizada: no silêncio do legislador, as normas que regulam as sociedades anónimas têm carácter cogente.»

²⁵ “Estudo sobre as acções”, cit., 144-145.

²⁶ “Estudo sobre as acções”, cit., 145.



ilusórios ou aparentes»²⁷.

Mas logo acrescentava — em termos a reter na discussão que ora nos ocupa — que o facto de o voto plural poder originar fraudes e abusos não é razão para o proibir, *«não sendo admissível que se recuse um direito pela simples razão de que o seu titular pode abusar dele»²⁸.*

Devia por isso ser valorizado o papel do voto plural na defesa (i) da empresa que necessita de capitais novos *«contra as intromissões excessivas dos elementos da última hora na direcção e orientação da sociedade»*, bem como (ii) dos acionistas que a promoveram contra *«as ambições dos potentados financeiros que procuram assenhorear-se das empresas mediante a aquisição calculada de massivos pacotes de acções ordinárias»*. O voto plural poderia ainda servir para captar investidores que de outra forma não investiriam²⁹.

O risco de abusos não justificava a proibição do voto plural, mas aconselhava a sua regulação, desde logo através da limitação do número de votos admissíveis por acção³⁰.

VII. Compreendida a *ratio* destas soluções legais, há que

²⁷ No fundo, o autor alertava para o facto de a previsão estatutária de acções com voto plural não poder colidir com a proibição de cláusulas leoninas, aplicável com as necessárias adaptações a direitos de conteúdo não económico. *“Estudo sobre as acções”*, cit., 146.

²⁸ *“Estudo sobre as acções”*, cit., 147, 153.

²⁹ *“Estudo sobre as acções”*, cit., 151-152.

³⁰ *“Estudo sobre as acções”*, cit., 158-159.



preencher o fosso entre a *law in the books* e a *law in action*.

Como resulta do próprio preâmbulo do diploma que, em 1972, alterou o art. 183.º CCom³¹, o teto de voto geral imposto até então pelo § 3.º era inoperante para proteger as minorias. Na prática, era constantemente frustrado através de vários expedientes destinados a iludir a proibição da contagem de votos acima dos limites legais. O esquema mais comum passava pela repartição das ações de um acionista por vários “acionistas pintados”³².

A razão era simples: os investidores não estavam dispostos a investir numa sociedade anónima sem assegurar um número de votos proporcional ao seu investimento³³.

VIII. Apesar de o reconhecer, o legislador de 1972 insistiu na imposição de um teto de voto, ainda que agora especificamente dirigido às ações privilegiadas.

A rigidez da lei não impediu o tráfico comercial de encontrar outras soluções para os anseios dos investidores: num sentido, desenvolveram-se outros *control enhancing mechanisms* (com destaque para os acordos parassociais e as participações em cascata) para promover um controlo desproporcional face ao risco económico

³¹ Novamente: o Decreto-Lei n.º 154/72, de 10-mai.

³² Expressão de A. FERRER CORREIA e VASCO LOBO XAVIER, “As limitações ao poder de voto dos accionistas e as acções do Estado e do I.P.E”, *RLJ*, 119 (1986), n.º 3745, 98-101, n.º 3746, 132-134, n.º 3747, 164-166 (100). Cfr. PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, cit., 281.

³³ PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, cit., 288-290.



assumido; no sentido oposto, encontramos tetos de voto estatutários, destinados a impedir o controlo da sociedade por um só acionista³⁴.

III. O art. 384.º CSC: Os trabalhos preparatórios

I. O art. 384.º CSC veio alterar o cenário anterior, em conformidade com o **anteprojeto de Vaz Serra**³⁵. Neste, o tema das ações de voto plural é tratado em duas partes distintas: primeiro no art. 38.º, com epígrafe “Princípio da proporcionalidade”³⁶; depois no art. 52.º³⁷, com epígrafe “Ações de voto plural”.

«Artigo 38.º

(Princípio da proporcionalidade)

1. *O direito de voto inerente às ações de capital ou de fruição é, salvo disposição legal em contrário, proporcional à parte do capital por elas representado, dando cada ação direito a um voto pelo menos; é nula qualquer cláusula em contrário.*
2. *Os estatutos podem determinar que, pertencendo a um acionista várias ações, não pode ter ele senão um certo número de votos; podem igualmente os estatutos*

³⁴ PEDRO MAIA, Voto e corporate governance, cit., 291.

³⁵ “Assembleia geral”, *BMJ*, 197 (1970), 23-176.

³⁶ “Assembleia geral”, cit., 74-75.

³⁷ “Assembleia geral”, cit., 105.



determinar que sejam consideradas como ações pertencentes ao acionista também as pertencentes a outrem por conta dele, bem como, se o acionista for uma empresa, que sejam consideradas como ações a ela pertencentes também as pertencentes a uma empresa dela dependente ou que a domine ou a ela ligada em consórcio, ou a um terceiro por conta dessas empresas.

- 3. As limitações previstas no número anterior não podem ser estabelecidas senão para todas as ações sem distinção de categoria; e não valem para o cálculo de uma maioria de capital exigida pela lei ou pelos estatutos.»*

*«Artigo 52.º
(Ações de voto plural)*

Não são admissíveis ações de voto plural, salvo se a emissão delas for autorizada pelos Ministérios das Finanças e da Economia e for exigida para defesa de interesses superiores gerais da economia.»

II. VAZ SERRA explicou a sua posição em termos que, pelo seu relevo histórico, devem ser retidos:

«As ações de voto plural podem ter a vantagem de facilitar à sociedade a obtenção de capitais e a concentração de empresas e a de obstar a que a sociedade seja dominada por certos accionistas; mas têm também o inconveniente de poderem ser um instrumento de abusos.



A favor delas, pode invocar-se o permitirem assegurar a estabilidade da administração, defender a sociedade da concorrência de empresas mais poderosas e de garantir aos antigos accionistas, a quem a solidez da empresa é devida, uma proteção contra accionistas posteriores; contra elas, pode, porém, aduzir-se que asseguram o domínio da sociedade por quem nela não investiu o capital correspondente aos votos de que dispõe, etc.

O voto plural pode servir para defender a empresa, que careça de novos capitais, contra a ingerência excessiva de novos accionistas; por outro lado, quem contribui com novos capitais para uma empresa com dificuldades financeiras é natural que exija para si o domínio da administração (o simples privilégio de uma maior participação nos lucros não será suficiente, pois a empresa, por má gestão, pode não os produzir). Pode, todavia, como se disse já, dar lugar a abusos.

A constituição da sociedade é muitas vezes o resultado do esforço de poucas pessoas que, não tendo os meios necessários para essa constituição, recorrem aos aforradores particulares; entre aquelas e estes, pode existir uma divergência de propósitos, pois estes procuram receber dividendos elevados, o que pode contrariar o interesse da sociedade, ao passo que o grupo que tomou a iniciativa da constituição da sociedade tenta assegurar a solidez e o futuro desta, reduzindo o lucro distribuível, e conservar a direcção da empresa; por outro lado, o accionista que tem uma competência especial não quer que a sua vontade seja submetida à da maioria, e o accionista que investe na empresa os seus capitais, para fazer um razoável emprego deles, mas sem pretender lucros especulativos, quer



que a sociedade seja administrada por aqueles em quem confiou; resultaram daqui as acções de voto plural, as quais, por se prestarem a ser instrumento de domínio, foram proibidas pelo Código italiano, que, para ocorrer à diversidade de intuítos das várias categorias de sócios, entendeu poderem eles ser satisfeitos mediante a acção de voto limitado (artigo 2351.º).

Parece que as acções de voto plural não devem ser admitidas, pois levam a uma separação entre participação no capital e domínio da sociedade, a um afastamento do princípio de que a influência na administração deve depender do âmbito da participação no capital e do risco assim assumido, e a um enfraquecimento do controle da assembleia geral sobre a administração, além de poderem facilitar abusos, como, por exemplo, a falta de publicidade no balanço e nos relatórios sociais, aquisição excessiva de acções próprias, composição dos conselhos de vigilância da sociedade com demasiadas pessoas (por motivos de prestígio), que reúnem em si excessivos lugares, tomando praticamente ineficaz o controle da administração.

Mas, à semelhança da Lei alemã (§ 12, alínea 2), poderia a emissão de acções de voto plural ser autorizada pelos Ministérios das Finanças e da Economia, quando exigida para a preservação de interesses gerais superiores da economia.

Poderiam admitir-se também acções privilegiadas de voto limitado, mediante as quais pode a sociedade obter a participação de capitais privados, sem correr o risco de os novos accionistas dominarem a gestão social, ou acções



privilegiadas sem voto, que têm o mesmo fim»³⁸.

III. VAZ SERRA não atendeu assim à reflexão de PINTO COELHO, já exposta, segundo a qual o risco de abuso não justifica a proibição de voto plural, mas tão só a sua regulação, nomeadamente através da limitação do número de votos admissíveis por ação³⁹.

IV. Em conformidade com a proposta de VAZ SERRA assim justificada, o **Projeto de Código das Sociedades Comerciais (1983)** de RAUL VENTURA incluía no seu art. 384.^º⁴⁰ a solução que veio depois a constar do mesmo preceito do CSC.

IV. O art. 384.º CSC: Injuntividade do princípio da proporcionalidade (também nas sociedades cotadas)

I. Em conformidade com os referidos trabalhos preparatórios, o Código das Sociedades Comerciais alterou a solução anteriormente vigente. O art. 384.º/1 CSC passou a impor que *«[n]a falta de diferente cláusula contratual, a cada acção corresponde um voto»⁴¹.*

³⁸ “Assembleia geral”, cit., 102-104.

³⁹ “Estudo sobre as acções”, cit., 158-159.

⁴⁰ Cfr. 233-234.

⁴¹ Sobre o regime transitório do artigo 531.º CSC, veja-se, v.g., PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das sociedades*, 7.ª ed., 2019, 387-388.



Os desvios admissíveis são elencados no n.º 2:

- (i) a limitação do voto a um certo número de ações⁴²; e
- (ii) o estabelecimento de “tetos de voto”⁴³.

O primeiro visa assegurar a funcionalidade da assembleia geral, simplificando o processo deliberativo, deixando de fora os acionistas que pela diminuta expressão da sua participação, tipicamente não têm interesse em participar no processo deliberativo.

O segundo destina-se a limitar o poder de voto dos grandes acionistas, independentemente da percentagem de capital social por si detida, assegurando um maior peso relativo dos acionistas com participações minoritárias.

O voto plural é expressamente proibido pelo n.º 5.

II. É uma regra que foi então enquadrada no paradigma legal da sociedade anónima, enquanto instrumento jurídico vocacionado para o financiamento de grandes projetos empresariais através da captação de aforro junto de uma massa maior ou menor de acionistas, potencialmente anónimos entre si e perante a sociedade.

É verdade que muitas sociedades anónimas não correspondem a

⁴² Contanto que sejam abrangidas todas as ações emitidas pela sociedade e fique cabendo um voto, pelo menos, a cada 1000 euros de capital.

⁴³ Ou seja, a possibilidade de os estatutos estabelecerem que «*não sejam contados votos acima de certo número, quando emitidos por um só acionista, em nome próprio ou também como representante de outro*». Cfr. JOSÉ FERREIRA GOMES e NÁDIA REIS, 5.



um tal paradigma, apresentando uma menor dimensão e um carácter fechado, frequentemente em torno de um núcleo familiar. Naturalmente, isto não pode deixar de ser tido em consideração na concretização do Direito no caso concreto pelo intérprete-aplicador.

Da mesma forma, algumas sociedades anónimas são mais abertas ao investimento do que outras, com reflexos nos regimes específicos que se sucederam, desde as sociedades com subscrição pública no Código Comercial Veiga Beirão (1888) às sociedades abertas ao investimento público no CVM (1999). Dentro destas destacam-se ainda as sociedade cotadas⁴⁴ com regras dispersas pelo CVM e algumas mais esporádicas no CSC⁴⁵.

Contudo, não encontramos fundamento para a restrição do art. 384.º/5 CSC, por forma a admitir o voto plural nas sociedades cotadas⁴⁶. Aquilo que justificou a consagração da proibição verifica-se com especial acuidade no seio destas e não encontramos qualquer

⁴⁴ Tecnicamente: sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.

⁴⁵ Veja-se, com extensas referências, JOSÉ FERREIRA GOMES e DIOGO COSTA GONÇALVES, *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, 2018, em especial, 23-37, 105-146.

⁴⁶ Contra: MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares”, RDS 7:2 (2015), 211-246, e, mais recentemente, em *Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais*, dissertação de doutoramento FDUL, 2019, 492.



desvio tipológico que justifique uma tal solução⁴⁷.

V. O art. 250.º/1 e 2 CSC e a regra “*one share, one vote*” nas SQ

I. O princípio da proporcionalidade está igualmente refletido no regime das sociedades por quotas. Segundo o art. 250.º/1 CSC, «[c]onta-se um voto por cada cêntimo do valor nominal da quota».

É uma solução coerente com o direito precedente⁴⁸. Na Lei das Sociedades por Quotas de 1901, dispunha o art. 39.º, § 2.º, que «[a] cada quota corresponderá um voto por cada 250\$00 de capital

⁴⁷ Como bem sublinha PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, cit., 864-865 «As legislações dos finais do século XIX, quando moldaram a anónima que vigorou durante mais de um século, já previam mecanismos de tutela dos accionistas investidores e do mercado — v.g., no regime das entradas, na impugnação das deliberações, no reforço do quorum para certas deliberações. Com certeza que, comparados com os da actualidade, esses mecanismos eram muito incipientes e muito ineficientes, mas não pode dizer-se que o regime que o movimento de corporate governance instila seja, neste aspecto, contrário àquele em que o regime da anónima se firmou, nos finais de oitocentos. Pode dizer-se que difere na intensidade e na veemência com que tutela aqueles interesses dos investidores, mas não pode dizer-se que, em si mesmo, corresponda a um novo paradigma na anónima».

⁴⁸ Lei de 11 de abril de 1901.



respectivo»⁴⁹, em coerência com o § 47(2) GmbHG⁵⁰.

II. O art. 250.º/2 CSC admite o voto plural, ao dispor que, «[é], no entanto, permitido que o contrato de sociedade atribua, como direito especial, 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.

Contudo, uma leitura mais atenta do preceito permite compreender que o mesmo não produz o efeito que aqui discutimos, *i.e.*, o controlo da sociedade com preterição do princípio da proporcionalidade entre o risco e o controlo. Permite apenas uma solução destinada a reforçar o poder de voto das minorias⁵¹ que, sendo limitada a 20% do capital, não habilita ao controlo da

⁴⁹ Na versão original lia-se 5.000 reis. Sobre a opção do legislador do CSC, veja-se, *v.g.*, A. FERRER CORREIA, “A sociedade por quotas de responsabilidade limitada segundo o Código das Sociedades Comerciais”, *ROA*, 47:3 (1987), 659-700 (667); RAÚL VENTURA, *Sociedades por quotas*, 2, 1999, 222-223.

⁵⁰ Sobre este, veja-se, *v.g.*, HOLGER ALTMIPPEN, *GmbHG Kommentar*, 10.ª ed., 2021, § 47, n.º m. 36-45 e, em especial, 46-47.

⁵¹ Nas palavras de RAÚL VENTURA, *Sociedades por quotas*, 2, *cit.*, 227:

«tem como efeito primário aumentar o poder de voto de sócios minoritários, ou seja, evitar que, para um sócio deter certo número de votos tenha de ser titular de quotas no montante que se tornaria necessário por força do n.º 1. (...) Provavelmente, a utilidade prática do preceito revelar-se-á para a formação de minorias de resistência, sobretudo quanto a deliberação para as quais seja exigida maioria qualificada».

Cfr. tb. J.M. COUTINHO DE ABREU, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, 4, 2.ª ed., 2017, art. 250.º, 64-65.



sociedade.

III. Aproxima-se assim do sistema italiano e afasta-se do alemão.

Em **Itália**, os arts. 2468(2) e 2479(5) *Codice Civile* determinam a proporcionalidade entre o voto e a participação⁵², sem possibilidade de derrogação estatutária.

Na **Alemanha**, diferentemente, a regra da proporcionalidade entre o direito de voto e a participação no capital social [§ 47(2) GmbHG] é meramente supletiva, podendo ser derogada pelo contrato de sociedade, como dispõe o § 45 GmbHG desde 1892⁵³. Este pode, em particular, imputar a um ou mais sócios votos múltiplos, voto de qualidade, direito de veto, etc.⁵⁴.

VI. A discussão do princípio da proporcionalidade a nível europeu

I. Vejamos agora a discussão do princípio da proporcionalidade ao nível do direito europeu desde o início deste século.

⁵² O art. 2468(3) *Codice Civile* admite porém a atribuição de direitos especiais à administração da sociedade ou aos lucros. FRANCESCO FERRARA JR. e FRANCESCO CORSI, *Gli imprenditori e le società*, 13.ª ed., 2006, 906-907.

⁵³ ALTMEPPEN, *GmbHG Kommentar*¹⁰, § 45, n.º m. 1.

⁵⁴ ALTMEPPEN, *GmbHG Kommentar*¹⁰, § 47, n.º m. 46; THOMAS LIEBSCHER, in *Münchener Kommentar GmbHG*, 3.ª ed., 2019, § 45, n.º m. 128.



A regra “one share - one vote”⁵⁵ foi recomendada por alguns códigos de bom governo⁵⁶ e, sobretudo, pelo **Relatório Winter I (2002)**. Neste, pode ler-se:

«proportionality between ultimate economic risk and control means that share capital which has an unlimited right to participate in the profits of the company or in the residue on liquidation, and only such share capital, should normally carry control rights, in proportion to the risk carried. The holders of these rights to the residual profits and assets of the company are best equipped to decide on the affairs of the company as the ultimate effects of their decisions will be borne by them. (...)

The holder of the majority of risk-bearing capital should be able to exercise control. Capital and control structures in a company which grant disproportionate control rights to some shareholder(s) should not operate to frustrate an otherwise

⁵⁵ A *Securities and Exchange Commission* (SEC) tentou em tempos impor o cumprimento estrito desta regra nos EUA, mas sem sucesso. Referimo-nos à controversa *Rule 19c-4*, adotada em 1988 pela SEC, e rejeitada logo em 1990 pelo *District of Columbia Court of Appeals* no caso *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990):

«Securities and Exchange Commission exceeded its statutory authority in promulgating rule barring national security exchanges and associations from listing stock of corporations which nullify, restrict or disparately reduce per share voting rights of common shareholders (...)».

⁵⁶ Veja-se, e.g., a recomendação I.3.3. do Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2007 [anotada por ANDRÉ FIGUEIREDO, *Código do governo das sociedades anotado* (2012), recom. I.3.3., 79 e ss., em especial, 92], bem como a recomendações I.3 e I.4 do Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2013.



*successful bid for the risk-bearing capital of the company.
(...)»⁵⁷.*

II. Não obstante esta recomendação, a Comissão Europeia assumiu uma postura cautelosa e — no seu **Plano de Ação “Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia: Uma estratégia para o futuro”** (2003) — sustentou que a adoção de medidas destinadas a afirmar o princípio *one share - one vote* exigia um estudo prévio⁵⁸. Esta perspetiva foi confirmada numa consulta a *stakeholders*⁵⁹.

A Comissão Europeia promoveu então o estudo que veio a ser refletido no **Relatório sobre o princípio da proporcionalidade na União Europeia (2007)**⁶⁰. Este relatório conjuga uma análise empírica com uma análise detalhada da doutrina sobre o tema, bem como uma exposição comparatística do quadro normativo de dezasseis Estados-membros, Austrália, Japão e EUA. Conclui pela inexistência de uma ligação causal entre os desvios ao princípio da

⁵⁷ THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on issues related to takeover bids* (2002) (“Relatório Winter I”), 3, 21-23.

⁵⁸ COM(2003) 284 final, 14.

⁵⁹ DIRECTORATE GENERAL FOR INTERNAL MARKET AND SERVICES, Consultation and Hearing on Future Priorities for the Action Plan on Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union—Summary Report (2006).

⁶⁰ Institutional Shareholder Services (ISS), Sherman & Sterling LLP (S&S) e European Corporate Governance Institute (ECGI), *Report on the proportionality principle in the European Union* (2007), em especial, 8-9.



proporcionalidade e o desempenho económico das sociedades⁶¹.

Perante isto, não são de todo claros os méritos da *imposição normativa* do princípio da proporcionalidade, em preterição da autonomia privada e com concomitante afastamento dos chamados *control enhancing mechanisms*, tão comuns na prática⁶².

III. Ainda em 2007, o tema foi tratado pelo **European Corporate Governance Forum (ECGF)**⁶³ que, contrapondo as vantagens e desvantagens comumente associadas aos desvios ao princípio da proporcionalidade e secundando as conclusões do Relatório sobre este princípio, recomendou que as intervenções legislativas se limitassem à previsão de deveres de informação que assegurassem uma maior transparência societárias. Outras medidas deveriam ficar dependentes de análises mais detalhadas que as permitissem fundamentar.

As desvantagens enunciadas são:

«(i) *board entrenchment (...)*,

(ii) *extraction of private benefits by the controlling shareholder (...)*,

⁶¹ WOLF-GEORG RINGE, “Deviations from ownership-control proportionality”, cit., 211-212.

⁶² ANDRÉ FIGUEIREDO, *CGS Anotado*, cit., recom. I.3.3., 91.

⁶³ Cfr. Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality (2007) e Statement of the European Corporate Governance Forum on Proportionality (2007), 2-3.



(iii) incontestability of corporate control (...) and

(iv) ineffectiveness of corporate governance codes based on comply or explain (...).».

As vantagens apontadas são as seguintes:

«(i) monitoring by the controlling shareholder; there may be merit in this monitoring role but deviations nonetheless become problematic when the extraction of private benefits exceeds the benefits to other shareholders generated by such monitoring, specifically when control is entrenched by such deviations,

(ii) access to capital markets; deviations from the proportionality principle may provide an incentive to entrepreneurs to list their companies on a stock exchange in order to have access to additional capital while retaining control, but the trend appears to be to a reduced use of deviations at initial public offerings,

(iii) long term and stakeholder protection; the objectives put forward in this area are often sincere but there is doubt as to whether the means to further these objectives are always proper and justified and sometimes they may be in breach of free movement of capital and freedom of establishment and

(iv) freedom of contract and efficient competition; these arguments rightly place the onus on those who plead for regulatory intervention to justify it».

IV. Na sequência destas reflexões, que sublinham a importância da



autonomia privada e da salutar concorrência interempresarial, a Comissão Europeia abandonou o seu projeto *one share one vote*, razão pela qual a **Diretriz dos direitos dos acionistas (2007)**⁶⁴ não trata este tema.

V. Aquelas reflexões foram também ponderadas pelo **OECD Steering Group on Corporate Governance** que, num relatório sobre o tema — *Lack of proportionality between ownership and control: Overview and issues for discussion (2007)* —, chegou a idênticas conclusões⁶⁵.

«-There is nothing a priori onerous about separating ownership and control. On the contrary, given the differences in expertise and resources of different economic agents doing so is often efficiency enhancing. However, those benefiting from a disproportionate degree of control may have incentives to seek private benefits at the cost of non-controlling shareholders. The latter can obtain full compensation through a value discount on the shares they purchase, but from a societal perspective this may represent market failure and a source of economic inefficiencies.

- The cost of regulating proportionality would be considerable. Simply ruling out voting right differentiation on companies' shares would neither be effective nor efficient. The number of

⁶⁴ Diretriz 2007/36/CE, de 11-jul.-2007, relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas.

⁶⁵ Cfr. 5-6.



alternative [Proportionality-Limiting Measures (PLMs)] that can be used to a similar effect is such that incumbent owners could simply seek other routes to the same result. To effectively achieve proportionality a broad-based regulation targeting multiple elements of the corporate governance landscape, plus most likely also tax codes and new financial instruments, would be needed. The direct cost of such sweeping measures would include the deterrence of companies controlled by owner-entrepreneurs from seeking stock market listing. Indirect costs include the effects of the multi-faceted regulation on economic activities not related to PLMs. The cost of softer regulation such as comply-or-explain, while lower, could also be excessive.

- Strengthening corporate governance frameworks is a better alternative. If the source of inefficiencies is the spectre of excessive private benefits then the first-best solution is to discourage the extraction of such benefits. This point is illustrated by the fact that PLMs apparently make less of a difference to investors in countries with strong legal and regulatory frameworks, including in terms of disclosure and enforceable rights of non-controlling shareholders. Measures to regulate related party transactions and to encourage minority shareholder participation in shareholder meetings could be considered in this context. The OECD Principles of Corporate Governance recommends corporate governance frameworks and practices that, if fully implemented, go a long way toward achieving this goal.

- Specific problems can be dealt with through carefully targeted regulation. Countries with weak corporate governance frameworks may be unable to discourage some forms of abuse



and hence need to regulate certain forms of proportionality. Such regulation needs to be based on recognised principles of regulatory impact assessment, including cost-benefit analysis and a careful assessment of all available courses of regulatory action».

VI. A nível europeu, o legislador entendeu que as medidas então já adotadas ou em curso de adoção — incluindo a Diretriz das OPAs, a Diretriz das demonstrações financeiras, a Diretriz da transparência, e a Diretriz dos direitos dos acionistas — promoviam já um nível adequado de transparência, não sendo necessárias medidas adicionais⁶⁶.

Concentrou-se então em medidas como a promoção do exercício dos direitos de controlo dos acionistas minoritários e no controlo das transações com partes relacionadas, refletidas na alteração à Diretriz dos direitos dos acionistas em 2017.

VII. O *status quo* noutros mercados

I. No **Reino Unido**, dentro da grande liberdade contratual reconhecida pelo *Companies Act 2006*, as sociedades podem afastar

⁶⁶ COMISSÃO EUROPEIA, *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights: Third consultation document* (abril de 2007), e *Synthesis of the comments on the third consultation document 'Fostering an appropriate regime for shareholders' rights* (setembro de 2007).



as regras supletivas tributárias do princípio da proporcionalidade (*section 284*)⁶⁷. Na prática, as ações com voto duplo prevaleceram até aos anos 1960, altura em que a pressão do mercado e iniciativas de investidores institucionais levaram ao seu progressivo afastamento. São hoje raras⁶⁸.

II. Na **Alemanha**, atentos os abusos associados à emissão de ações com 1.000 ou mesmo 10.000 votos, o *Aktiengesetz 1937* proibiu as

⁶⁷ Dispõe a *section 284*, com epígrafe “Votes: general rules”:

«(1) *On a vote on a written resolution—*

(a) in the case of a company having a share capital, every member has one vote in respect of each share or each £10 of stock held by him, and
(b) in any other case, every member has one vote.

(2) On a vote on a resolution on a show of hands at a meeting, each member present in person has one vote.

(3) On a vote on a resolution on a poll taken at a meeting—

(a) in the case of a company having a share capital, every member has one vote in respect of each share or each £10 of stock held by him, and
(b) in any other case, every member has one vote.

(4) The provisions of this section have effect subject to any provision of the company's articles.

(5) Nothing in this section is to be read as restricting the effect of—
section 152 (exercise of rights by nominees),
section 285 (voting by proxy),
section 322 (exercise of voting rights on poll),
section 322A (voting on a poll: votes cast in advance), or
section 323 (representation of corporations at meetings).»

⁶⁸ De acordo com o já referido Relatório sobre o princípio da proporcionalidade na União Europeia (2007), n. 12, só 5% das sociedades britânicas tinham, à data, ações com votos múltiplos.



ações com votos múltiplos nas sociedades anónimas, salvo se autorizadas pelo competente ministério. Esta exceção foi discutida aquando da introdução do *Aktiengesetz 1965*, mas mantida inalterada. Só em 1998 foi tal exceção abolida pelo *KonTraG*⁶⁹, que afastou também os tetos de voto nas sociedades cotadas. Consolidou-se assim de forma mais rígida o princípio da proporcionalidade (cfr. § 12 *AktG*), solução que se mantém até hoje.

Nas sociedades por quotas, como vimos já⁷⁰, o contrato de sociedade pode derrogar a regra da proporcionalidade entre o direito de voto e a participação no capital social [§ 47(2) *GmbHG*], como prevê o § 45 *GmbHG* desde 1892⁷¹. Este pode, em particular, imputar a um ou mais sócios votos múltiplos, voto de qualidade, direito de veto, etc.⁷².

III. Em **França**, o voto múltiplo foi admitido nas sociedades anónimas até 1930. A partir de então só se admite o voto duplo⁷³.

⁶⁹ *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*, de 27-abr-1998.

⁷⁰ Cfr. ponto 5 *supra*.

⁷¹ ALTMEPPEN, *GmbHG Kommentar*¹⁰, § 45, n.º m. 1.

⁷² ALTMEPPEN, *GmbHG Kommentar*¹⁰, § 47, n.º m. 46; LIEBSCHER, in *Münchener Kommentar GmbHG*³, § 45, n.º m. 128.

⁷³ Cfr. EDUARDO DE MELO LUCAS COELHO, *Direito de voto dos accionistas nas assembleias gerais das sociedades anónimas*, 1987, 64-65; PAULO OLAVO CUNHA, *Direitos especiais nas sociedades anónimas: as acções privilegiadas*, 1993, 63-75 (65-68); PEDRO MAIA, *Função e funcionamento do conselho de*



Desde 1966, as ações com voto duplo assumem a forma de *ações de lealdade*: os estatutos só podem atribuir voto duplo às ações cujo valor nominal tenha sido integralmente realizado e que estejam na titularidade do mesmo acionista há pelo menos dois anos (*article L225-123 Code de commerce*)⁷⁴.

A partir de 1-jan.-2021, nas sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, a atribuição do voto duplo passou a ser automática ao fim de dois anos de titularidade das ações, salvo estipulação em contrário nos estatutos (*article L. 22-10-46 Code de commerce*)⁷⁵.

administração, 2002, 125; JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, “Ações de lealdade – a primazia dos interesses da estabilidade a longo prazo das sociedades anónimas”, RDS, 6:2 (2014), 445-480 (449).

⁷⁴ Dispõe atualmente o *article L225-123 Code de commerce*, tal como alterado pela *Ordonnance n° 2020-1142 du 16 septembre 2020* - art. 3:

«Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.

En outre, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, le droit de vote double peut être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.»

⁷⁵ Dispõe o *article L. 22-10-46 Code de commerce*, tal como alterado pela *Ordonnance n° 2020-1142 du 16 septembre 2020* - art. 6:



Nas sociedades por quotas, cada sócio tem um número de votos igual ao das partes sociais por si detidas, tendo-se por não escrita qualquer cláusula estatutária em contrário [article 223-28(1) e (5) *Code de commerce*].

IV. Em **Itália**, contrariamente ao que sucedia até 2014, o *articolo* 2351(iv) do *Codice Civile* admite hoje expressamente o voto plural nas sociedades anónimas, até um máximo de três votos por ação⁷⁶.

«Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double prévus au premier alinéa de l'article L. 225-123 sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi no 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire. Il en est de même pour le droit de vote double conféré dès leur émission aux actions nominatives attribuées gratuitement en application du deuxième alinéa de l'article L. 225-123.»

⁷⁶ A alteração foi introduzida pelo art. 20/8-bis do *decreto-legge* 24 giugno 2014, n. 91, depois convertido em lei com alterações, pela *legge* 11 agosto 2014, n. 116. A redação atual é a seguinte:

«[I]. Ogni azione attribuisce il diritto di voto.

[II]. Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale.



Soma-se o *artículo* 127-quinquies do TUF que veio admitir as ações de lealdade. Segundo este, os estatutos podem atribuir voto majorado, até um máximo de dois votos, às ações que sejam detidas por um mesmo titular por um período contínuo de não menos de vinte e quatro meses⁷⁷.

[III]. Lo statuto può altresì prevedere che, in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato a una misura massima o disporre scaglionamenti (2).

[IV]. Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti (2).

[V]. Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano.»

⁷⁷ A redação é atualmente a seguinte:

«1. Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2. In tal caso, gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato.

2. Gli statuti stabiliscono le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo in ogni caso un



apposito elenco. La Consob stabilisce con proprio regolamento le disposizioni di attuazione del presente articolo al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle disposizioni del titolo H, capo II, sezione II. Restano fermi gli obblighi di comunicazione previsti in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti (2).

3. La cessione dell'azione a titolo oneroso o gratuito, ovvero la cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2, comporta la perdita della maggioranza del voto. Se lo statuto non dispone diversamente, il diritto di voto maggiorato:

a) è conservato in caso di successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni;

b) si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile.

4. Il progetto di fusione o di scissione di una società il cui statuto prevede la maggioranza del voto può prevedere che il diritto di voto maggiorato spetti anche alle azioni spettanti in cambio di quelle a cui è attribuito voto maggiorato. Lo statuto può prevedere che la maggioranza del voto si estenda proporzionalmente alle azioni emesse in esecuzione di un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti.

5. Le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile.

6. La deliberazione di modifica dello statuto con cui viene prevista la maggioranza del voto non attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile.

7. Qualora la deliberazione di modifica dello statuto di cui al comma 6 sia adottata nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato delle azioni di una società non risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate, la relativa clausola può prevedere che ai fini del possesso continuativo previsto dal comma 1 sia computato



Nas sociedades por quotas, pelo contrário, continua a valer a regra injuntiva da proporcionalidade entre o voto e a participação no capital [arts. 2468(2) e 2479(5) *Codice Civile*]⁷⁸.

V. Na **Suécia**, admitem-se ações com voto múltiplo nas sociedades anónimas com mais margem do que em Itália: os estatutos podem atribuir a uma categoria de ações até dez vezes o número de votos atribuídos a outras categorias de ações (4 kap. Aktierna, § 5 *Aktiebolagslag*)⁷⁹. O uso de votos múltiplos é muito comum na prática⁸⁰.

anche il possesso anteriore alla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2.

8. Se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale. La maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale.»

⁷⁸ O art. 2468(3) *Codice Civile* admite porém a atribuição de direitos especiais à administração da sociedade ou aos lucros. FRANCESCO FERRARA JR. e FRANCESCO CORSI, *Gli imprenditori e le società*, 13.ª ed., 2006, 906-907.

⁷⁹ Cfr. versão disponível online: [Aktiebolagslag \(2005:551\)](#).

⁸⁰ Em 2010, cerca de metade das sociedades cotadas na bolsa de Estocolmo tinham ações de categoria A e de categoria B, na quase totalidade com um rácio de 10:1. ULF BERNITZ, “Mechanisms of ownership control and the issue of disproportionate distribution of power”, in ULF BERNITZ e WOLF-GEORG RINGE (coord.), *Company law and economic protectionism - New challenges to European integration*, 2010, 191-206 (202).

Tanto quanto pudemos perceber, não existe na Suécia um paralelo da nossa sociedade por quotas.



Mais longe ainda foram a **Finlândia** e a **Dinamarca** que tinham idêntica restrição, mas eliminaram-na há não muito tempo por considerarem ser desnecessária⁸¹. São por isso possíveis os votos múltiplos sem restrições quantitativas.

VI. Em **Espanha**, o *artículo* 96/2 da *Ley de sociedades de capital* (LSC) dispõe, como regra geral, que não podem ser emitidas ações que, de forma direta ou indireta, alterem a proporcionalidade entre o valor nominal e o direito de voto.

Porém, o *artículo* 188/1 LSC admite expressamente a derrogação da regra *one share one vote* pelos estatutos da sociedade de responsabilidade limitada.

Diferentemente, nas sociedades anónimas, a regra do *artículo* 96/2 é dobrada pelo *artículo* 188/2 LSC. Contudo, em 2021⁸², o n.º 1 do *artículo* 527 *ter* passou a prever, como exceção a esta regra, a possibilidade de os estatutos das sociedades cotadas modificarem a proporção entre o valor nominal das ações e o direito de voto, para conferir um voto duplo a cada ação de que tenha sido titular um mesmo acionista, durante dois anos consecutivos ininterruptos, desde a data de inscrição no livro de registo especial contemplado no *artículo* 527 *septies*⁸³.

⁸¹ BERNITZ, “Mechanisms of ownership control”, cit., 201.

⁸² Por força da *Ley* 5/2021, de 12 de abril, publicada no BOE a 13-abr.-2021.

⁸³ Os estatutos podem ampliar, mas não diminuir, este período mínimo de titularidade ininterrupta (n.º 2). Veja-se o regime depois estabelecido nos *artículos* 527 *quater* a 527 *undecies*.



VIII. Enquadramento da alteração proposta

I. Como vimos já, as regras previstas nos artigos 384.º/1 e 5 CSC, para as sociedades anónimas, e 250.º/1 CSC para as sociedades por quotas, concretizam o princípio da proporcionalidade entre a exposição dos sócios ao risco empresarial e o seu controlo sobre a sociedade⁸⁴.

Vimos também que os fundamentos que têm sido apresentados não obrigam a uma proibição nos termos hoje consagrados, podendo os riscos sublinhados ser minorados pela regulação do voto múltiplo na lei e nos estatutos.

II. Desde logo, recorde-se que face ao direito atualmente constituído:

(i) *Não há necessária proporcionalidade entre o (risco de) investimento e o direito de voto.*

Em primeiro lugar, a proporcionalidade imposta é tão-só entre

⁸⁴ O “risco” é entendido aqui não como *probabilidade numérica de ganho e de perda* — neste sentido todos os acionistas assumem o mesmo risco independentemente do valor nominal da respetiva participação —, mas como *montante que cada sócio se arrisca a perder* na empresa societária. PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, cit., 294, 322-323.



o valor nominal da participação (quando exista) e o voto⁸⁵. Não se refere à totalidade do investimento que compreende não só a entrada para o capital social (cujo valor corresponde ao valor nominal da participação, quando exista), mas também o ágio ou prêmio de emissão. Ocorrendo a subscrição em diferentes momentos e em diferentes condições, «*pode bem suceder que, para adquirir o mesmo número de votos, diferentes accionistas tivessem de despende valores muito diferentes também*»⁸⁶.

Em segundo lugar, porque a lei prevê a possibilidade de os estatutos das sociedades anónimas fazerem corresponder um só voto a um certo número de ações [art. 384.º/2, a) CSC]. Quando assim é, ao investimento dos (muito) pequenos acionistas não correspondem direitos de voto proporcionais.

- (ii) *Não há necessária proporcionalidade entre o (risco de) investimento e o poder de voto.*

O que referimos sobre o “direito de voto” é agravado quando se pondera já não o direito mas sim o “poder de voto”, enquanto expressão relativa da posição do sócio perante os outros sócios no processo deliberativo⁸⁷.

⁸⁵ PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, cit., 215-217.

⁸⁶ PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, cit., 461. Cfr. tb. JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, “Ações de lealdade”, cit., 469-471.

⁸⁷ Relativa porquanto dependente não só do número de votos inerentes à participação do sócio, mas também do peso relativo dos mesmos na totalidade dos votos emitidos ou suscetíveis de emissão. Cfr. J.M. COUTINHO DE ABREU, in *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, 6, 2.ª ed., 2019, art. 384.º, anot. 1, 129-130.



Em primeiro lugar, porque a proporcionalidade de alguma forma cede perante a regra da maioria (artigos 250.º/3 e 386.º/1 CSC): entre um número *minoritário* de votos e um número *maioritário* de votos existe uma absoluta desproporção de poder⁸⁸.

Em segundo lugar, porque a lei admite a consagração estatutária de “tectos de voto” [artigos 384.º/2, b) CSC] nas sociedades anónimas, que limitam o poder de voto dos grandes acionistas independentemente da percentagem de capital social por si detida, assegurando um maior peso relativo dos acionistas com participações minoritárias.

Em terceiro lugar, porque a lei admite igualmente o voto plural dos minoritários nas sociedades por quotas, até ao limite de 20% do capital social (art. 250.º/2 CSC).

(iii) *Não há uma necessária proporcionalidade entre o (risco de) retorno sobre o investimento e o direito de voto.*

Ao admitir ações preferenciais sem voto (artigos 341.º a 344.º CSC) e outras ações preferenciais que confirmam um dividendo prioritário e/ou majorado (art. 302.º CSC), a lei permite uma desproporção entre, por um lado, o montante investimento e o direito ao dividendo e, por outro, entre este e o direito de

⁸⁸ PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*, cit., 217, acompanhando HERBERT WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht*, 1, 1980, 406.



voto⁸⁹.

III. Na prática, a proibição do voto plural impede que os sócios-fundadores de sociedades de pequena dimensão, que não estão dispostos a abdicar do controlo do projeto empresarial, abram o capital à entrada de novos acionistas para financiar o projeto empresarial. Na medida em que não tenham capacidade financeira para o acompanhar, evitam aumentos de capital que determinariam a sua progressiva diluição e perda de controlo.

Da mesma forma, os sócios controladores de sociedades de média dimensão, afastam liminarmente a possibilidade de um IPO que determinaria uma sua idêntica diluição.

Por isso mesmo, a AEM vem há muito propondo a alteração do quadro normativo, de forma a permitir às sociedades cotadas emitir ações com voto plural⁹⁰.

IV. Neste mesmo sentido, mais recentemente, a OCDE, no seu relatório *Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth* (2020)⁹¹, sustentou que:

⁸⁹ Veja-se, v.g., CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “Ações preferenciais sem voto”, cit., em especial, 282-284, PAULO OLAVO CUNHA, *Direitos especiais*, cit., 157-165, *Direito das sociedades*⁷, 348-349.

⁹⁰ Veja-se a sua proposta de 2016, disponível em www.emitentes.pt.

⁹¹ Disponível em www.oecd.org. Cfr. 15, 23, 43.



«Muitas empresas e intervenientes no mercado consideram o desenvolvimento de requisitos de divulgação simplificados, procedimentos simplificados de cotação e um quadro regulamentar mais flexível em matéria de governação empresarial como passos cruciais para a criação de um ambiente de cotação em bolsa bem-sucedido. Para facilitar a utilização por parte das empresas do financiamento do mercado acionista, o governo pode considerar a modernização do quadro regulamentar, por forma a assegurar um grau de flexibilidade suficiente, tendo em conta a revisão do Código dos Valores Mobiliários realizada pela CMVM e beneficiando das isenções e opções previstas na legislação da UE. O governo também pode considerar quaisquer alterações ao Código das Sociedades que possam facilitar a cotação, incluindo a flexibilidade no que diz respeito às estruturas de voto para dar resposta às preocupações generalizadas dos proprietários e empreendedores portugueses no tocante à perda do controlo das suas empresas, como as ações de fidelidade» (sublinhado nosso).

A sugestão da OCDE não se limita ao voto plural. É uma sugestão de simplificação e flexibilização global que deve ser tida em conta. Em todo o caso, concentramo-nos por ora no voto plural.

V. É certo que, vindo a ser admitidas ações com voto plural, as sociedades que as emitam enfrentarão o desafio de convencer os investidores do mérito de uma tal solução, perante os riscos de abuso que a mesma encerra.

Contudo, em termos de política legislativa, é preferível dar espaço



à autonomia privada, permitindo que as sociedades façam valer o mérito dos seus projetos, do que coartar possibilidades de crescimento — com a concomitante geração de riqueza e de emprego — com opções desproporcionadamente restritivas.

IX. Reflexões de política legislativa

I. Ponderados os riscos e os benefícios, no atual estado de desenvolvimento do nosso mercado, parece ser claramente preferível a revogação das proibições de voto plural.

Numa discussão sobre política legislativa, pode ponderar-se se essa revogação deve ser acompanhada da previsão de uma ou mais medidas destinadas a minorar o risco de abuso que lhes é inerente. Entre as medidas a ponderar destacamos:

- (i) Qual o número máximo de votos admissível por ação (ou por cêntimo do valor nominal de quota)?
- (ii) Qual a maioria necessária para a deliberação de alteração do contrato de sociedade, com vista à previsão de participações sociais com voto múltiplo?
- (iii) Deve prever-se direito de saída dos sócios que votem contra uma tal deliberação? Se sim, como se calcula a contrapartida?
- (iv) Deve o voto plural ser ineficaz em determinadas deliberações? Quais?
 - a) Eleição dos membros do órgão de fiscalização? Se sim, como funcionaria no modelo anglo-saxónico?



- b) Eleição do revisor oficial de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas?
 - c) Alteração do contrato de sociedade, fusão e cisão?
 - d) Saída do mercado (*delisting*), no caso das sociedades cotadas?
- (v) Deve o voto múltiplo ser articulado com novas regras de designação de uma percentagem de administradores por minoritários?

II. Esta era uma ponderação que se impunha num amplo e aprofundado debate — que não aconteceu — antes da recente alteração do CVM⁹², que introduziu o já referido art. 21.º-D. A discussão surge agora condicionada pela opção da CMVM que analisamos no ponto seguinte.

III. Quanto à primeira questão, relativa ao **número máximo de votos**: perante os justificados receios de abuso, parece-nos adequada a limitação do número máximo de votos possíveis por ação. Como vimos, em diferentes países houve diferentes opções relativamente a um tal número máximo, sendo certo que a escolha tem sempre um certo sabor de arbitrariedade (três votos? cinco votos?).

Na recente alteração do CVM, o art. 21.º-D passou a prever um

⁹² Pela Lei n.º 99-A/2021, de 31-dez.



limite de cinco votos por cada ação, que nos parece razoável.

IV. Quanto à segunda e terceira questões, relativas à **maioria para a deliberação e ao direito de saída**, há vários pontos que não podem ser ignorados.

Em primeiro lugar, a emissão de ações com voto múltiplo determina uma diluição dos acionistas que as não subscrevam, diluição essa que não é compensada por um aumento de capital proporcional à diluição. Ou seja, não só são diluídos como não há uma variação patrimonial positiva na esfera da sociedade que aproveite também aos minoritários.

Em segundo lugar, a emissão de ações com voto plural implica, como vimos, riscos significativos de extração de benefícios especiais de controlo. Quando o voto plural seja previsto no momento da constituição da sociedade, os minoritários têm a possibilidade de acautelar a sua posição por uma dupla via: *(i)* exigindo a previsão de soluções específicas de mitigação tanto no contrato de sociedade como em acordo parassocial; e *(ii)* aplicando ao seu investimento a taxa de desconto que considerem adequada em função do risco por si identificado. Todavia, quando o voto plural seja introduzido num aumento de capital, esta perspetiva é menos realista. O poder dos minoritários para exigir soluções contratuais de mitigação é frequentemente reduzido a zero e, na medida em que não acompanhem o aumento de capital, não poderão refletir o novo risco



numa qualquer taxa de desconto⁹³.

Tudo isto vale, com as necessárias adaptações, para as sociedades por quotas.

V. Nas sociedades que venham a ser constituídas após a eliminação das proibições do voto plural, os sócios *podem e devem* contar com a possibilidade de os estatutos virem a ser alterados para previsão de uma tal solução.

Diferentemente, nas sociedades pré-existentes, a introdução do voto plural nos estatutos constitui uma alteração de paradigma societário que os sócios *não podiam* antever e que *pode tornar inexigível a manutenção da participação*⁹⁴. Justificar-se-ia, por isso, o reconhecimento expresso de um direito de saída dos acionistas que não votem a favor da alteração estatutária.

⁹³ Neste sentido, a propósito do aumento de capital para emissão de ações preferenciais sem voto, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO sustenta que uma tal emissão gera custos de agência que são suportados pelos acionistas (minoritários) pré-existentes, porquanto os novos acionistas «*não deixarão de proceder ao devido desconto no preço máximo que se dispõem pagar*». Cfr. “Ações preferenciais sem voto”, cit., 283. Também no caso da emissão de ações com voto plural, os acionistas pré-existentes não têm como descontar o valor correspondente aos custos de agência futuros.

⁹⁴ Pense-se, por exemplo, no caso em que os sócios tenham regulado as suas relações e previsto um específico equilíbrio de poderes através de um acordo parassocial, atendendo ao direito então vigente. Alterado o quadro normativo, o equilíbrio assim estabelecido pode eventualmente ser subvertido.



VI. Este direito seria especialmente justificado nas sociedades cotadas⁹⁵, nas quais é expectável uma consequente variação negativa da cotação das ações ordinárias e uma correspondente variação positiva do valor das ações do controlador⁹⁶. Não vale aqui a *Wall Street rule*: neste contexto, o mercado não assegura ao acionista uma opção de saída real.

Neste sentido, na sua proposta dirigida às sociedades cotadas, a AEM sugeriu a exigência (i) de uma maioria deliberativa superior à da regra geral dos 2/3 dos votos emitidos (art. 386.º/3 CSC) e (ii) da indicação de um acionista ou terceiro que se obrigue a adquirir as ações daqueles que não tenham votado a favor da emissão — como então resultava do art. 27.º/3, a) CVM para a perda da qualidade de sociedade aberta, nos termos do art. 27.º/1, b) CVM⁹⁷.

Parece-nos que a exigência de uma maioria superior a 2/3 dos votos emitidos introduziria um desequilíbrio sistemático sem

⁹⁵ Convocando a aplicação do art. 188.º CVM para efeitos da determinação da contrapartida.

⁹⁶ Contra, no contexto da sua visão do Direito constituído aplicável às sociedades cotadas: MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Tutela do investidor*, cit., 497-498.

Para uma crítica dos aumentos de capital com emissão de ações com votos plurais, veja-se, *v.g.*, JEFFREY N. GORDON, “Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice”, *California Law Review*, 76:1 (1988), 3-85. Segundo o autor (8):

«*dual class recapitalizations are likely to turn out badly for public shareholders. This claim is based on a critique of the purported benefits of these recapitalizations and is supported by empirical data that strongly suggest that the recapitalizations diminish public shareholder welfare.*»

⁹⁷ Cfr. JEFFREY N. GORDON, “Ties that Bond”, cit., 20.



justificação⁹⁸, em particular se a todos os acionistas for reconhecido o seu direito de preferência no aumento de capital (artigos 458.º a 460.º CSC) e se aos minoritários que não votem a favor fosse imputado um direito de saída⁹⁹.

Não obstante, a CMVM não foi sensível a esta questão, não prevendo qualquer direito de saída na alteração recentemente promovida ao CVM (art. 21.º-D), analisada no ponto seguinte. Resta saber se esta opção condiciona o legislador na eventual revogação das proibições de voto plural aplicáveis às sociedades por quotas e demais sociedades anónimas.

⁹⁸ Segundo PAULO OLAVO CUNHA, *Direitos especiais*, cit., 186, «As modificações da estrutura social, e designadamente a criação de uma nova categoria de ações privilegiadas, ainda que se repercutam quantitativamente sobre os direitos das ações existentes (privilegiadas ou ordinárias), são uma mera consequência da participação na sociedade, sendo admissíveis desde que se processem com o respeito dos valores fundamentais do ordenamento jurídico e designadamente da boa fé».

Uma tal posição poderia desaconselhar a imputação do direito de exoneração que se defende no texto. Diferente é a posição da doutrina clássica, segundo a qual os privilégios não se podem criar nem destruir senão pelo consenso (unânime) dos sócios. Cfr., v.g., INOCÊNCIO GALVÃO TELLES, “Ações privilegiadas”, *O Direito*, 87 (1955), 301-311 (302), RAÚL VENTURA, “Direitos especiais dos sócios”, *O Direito*, 121:1 (1989), 207-222 (215), JORGE BRITO CORREIA, *Direito comercial*, 2, 1989, 330.

⁹⁹ Em todo o caso, a avançar-se por esse caminho, deve ser ponderado o paralelo do artigo 3.º/5 CSC para a transferência da sede da sociedade para outro país: maioria de 75% dos votos correspondentes ao capital social e direito de exoneração dos sócios que não tenham votado a favor.



VII. A quarta questão, **relativa à ineficácia do voto plural em determinadas deliberações**, também suscita fundadas dúvidas.

Nas sociedades não cotadas — sejam estas sociedades por quotas ou sociedades anônimas — parece-nos claro que deve prevalecer a liberdade contratual. Não cabe ao legislador substituir-se às partes na modelação das soluções adequadas ao controlo do risco de abuso por parte dos titulares de ações com voto plural. Justifica-se apenas a limitação do número de votos por ação ou por cêntimo do valor nominal da quota.

Já nas sociedades cotadas, numa primeira abordagem pareceu-nos que se justificaria a restrição da liberdade contratual, impondo a regra *one share – one vote* (apenas) nalgumas deliberações. O fundamento da introdução do voto plural é permitir que os fundadores do projeto empresarial mantenham o controlo da administração não obstante o financiamento da sociedade em mercado; não é permitir que possam pôr e dispor da sociedade sem mais, pelo que se justificaria assegurar a vigência do princípio da proporcionalidade:

- (i) na eleição dos membros do órgão de fiscalização, cujo correto funcionamento é essencial à promoção dos melhores interesses da sociedade e, indiretamente, à tutela dos interesses dos seus diferentes *stakeholders*¹⁰⁰; e
- (ii) na designação do revisor oficial de contas (ROC) ou sociedade de revisores oficiais de contas (SROC), cujo papel é

¹⁰⁰ Veja-se o nosso *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 69-76 (75), 103-104.



normativamente qualificado como de interesse público¹⁰¹.

Diferentemente, não se justificaria nas deliberações de alteração do contrato de sociedade, fusão e cisão, nas quais existem já soluções de tutela dos minoritários. O mesmo se diga quanto às deliberações de saída do mercado, como veremos no ponto seguinte, ainda para mais considerando o entrave que tal representa à entrada de empresas no mercado.

VIII. Numa análise mais cuidada, concluímos que a restrição *legal* da eficácia do voto plural não se justifica sequer nas deliberações de designação dos membros do órgão de fiscalização global e do ROC/SROC. Isto porque o nosso quadro jus-societário e mobiliário é já dos mais complexos da Europa¹⁰², vindo os agentes económicos há

¹⁰¹ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Da administração à fiscalização das sociedades*, cit., 143, 145, bem como in *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 3.ª ed., 2020, art. 413.º, anot. 3, 1342, art. 414.º, anot. 5, 1349, 420.º, anot. 23, 1388, art. 451.º, anots. 9-10, 1495-1496.

¹⁰² Recordem-se as palavras clássicas do Prof. MENEZES CORDEIRO, agora também vertidas no *CSC Anotado*, 3.ª ed., 2020, Introdução, 46:

«Em múltiplos aspetos, o CSC, dobrado, para mais, pelo Código Civil, pode parecer inadequado, perante as realidades do País. Ele apresenta uma estrutura complexa, difícil de reter pelos agentes económicos e em permanente tensão com outros diplomas, também de grande complexidade, com relevo para o CVM: ele origina o Direito das sociedades mais complexo da Europa.»



muito reclamando a sua simplificação e flexibilização¹⁰³.

Em particular, a imposição do princípio da proporcionalidade nestas deliberações suscitaria todo um conjunto de dificuldades que não podem ser ignoradas. Assim, por exemplo:

- (i) Teria de alterar-se a regra da eleição dos administradores nas sociedades anónimas com modelo anglo-saxónico [art. 278.º/1, b) CSC], para permitir a eleição separada dos membros da comissão de auditoria;
- (ii) Teria de rever-se o regime mobiliário de divulgação de participações qualificadas, aplicável às sociedades cotadas (artigos 16.º e 20.º CVM), para definir o que sucederia se a um titular de ações ordinárias fossem imputados direitos de voto — suscetíveis de constituir uma participação qualificada — apenas para efeitos das deliberações sujeitas à regra *one share one vote*;
- (iii) Teria de rever-se o regime da OPA obrigatória para definir o que sucederia se a um titular de ações ordinárias fossem imputados direitos de voto para lá dos 33%, nas deliberações sujeitas à regra *one share one vote* (nas demais dominaria o titular das ações com voto plural).

A complexidade do sistema constitui um custo que não pode ser ignorado. Na dúvida, deve dar-se espaço à autonomia privada e

¹⁰³ Anseios também expressos recentemente no relatório da OCDE, *Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth* (2020), já referido e disponível em www.oecd.org.



promover-se a desejada simplificação e flexibilização¹⁰⁴.

VIII. Quanto à quinta questão, relativa à introdução de **novas regras de designação de administradores por minoritários**, parece-nos não ser de acolher a proposta da AEM.

O CSC prevê já soluções que permitem acomodar as preocupações que lhe estão subjacentes quanto à designação de administradores, nos artigos 391.º/2 e 392.º. Aliás, nas sociedades cotadas, é obrigatória a inclusão nos estatutos de alguma das soluções previstas neste último (cfr. art. 392.º/8 CSC). Eventualmente, poderiam reverter-se estas soluções, em especial, a parte final do art. 391.º/2 CSC, que exclui a atribuição do direito de designação de administradores a certas categorias de ações¹⁰⁵.

X. O novo art. 21.º-D CVM que admite o voto plural nas sociedades cotadas

I. Como referimos na introdução, na recente reforma do CVM¹⁰⁶,

¹⁰⁴ Contudo, deve acompanhar-se de perto o desenvolvimento da prática empresarial e corrigir o que houver a corrigir em função do que se concluir.

¹⁰⁵ Para além disso, as regras relativas à aprovação de determinadas deliberações pelo órgão de administração colidem com as coordenadas gerais de funcionamento deste órgão e com os consequentes pressupostos de responsabilidade civil. Não nos parece uma solução adequada.

¹⁰⁶ Pela Lei n.º 99-A/2021, de 31-dez.



a CMVM optou por **restringir a admissibilidade do voto plural** ao universo das sociedades cotadas, através do aditamento do 21.º-D ao CVM. Neste pode ler-se:

«Artigo 21.º-D

Voto plural

- 1 - *As sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral podem emitir ações com direito especial ao voto plural, até ao limite de cinco votos por cada ação.*
- 2 - *O número anterior é igualmente aplicável a sociedades que condicionem a emissão ou a conversão em ações com aquele direito especial à admissão à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral das respetivas ações ordinárias.*
- 3 - *A deliberação de aumento de capital através da emissão de ações com direito ao voto plural ou de conversão de ações ordinárias em ações com esse direito carece de aprovação pela maioria legalmente prevista para a alteração do contrato de sociedade das sociedades anónimas.*
- 4 - *A conversão em ações com direito especial ao voto plural observa, com as necessárias adaptações, o disposto no artigo 344.º do Código das Sociedades Comerciais.*
- 5 - *Sem prejuízo de outras matérias previstas nos estatutos da sociedade, o voto plural não pode ser exercido nas deliberações relativas a exclusão voluntária de negociação, nos termos do artigo 251.º-F, aplicando-se a regra estatutária do direito de voto inerente às ações ordinárias.»*



II. Parece-nos claro que o tema do voto plural não devia ter sido tratado apenas ao nível das sociedades cotadas, desde logo porque o equilíbrio do sistema não é compatível com uma solução mais flexível para estas sociedades do que para pequenas sociedades por quotas e anónimas.

Numa perspetiva panorâmica, constata-se que o sistema reconhece uma grande liberdade contratual nas sociedades por quotas, menor nas sociedades anónimas e menor ainda nas cotadas. As restrições sistemáticas à liberdade de conformação dos estatutos nas sociedades cotadas são dirigidas à tutela da eficiência do mercado e do público investidor.

A haver restrições — o que nos parece de rejeitar —, estas deveriam ser aplicáveis apenas às sociedades cotadas, para proteção do mercado e dos investidores, e não às demais sociedades, como agora sucede. Nas sociedades não-cotadas, que não apelam ao investimento do público no mercado e não têm o mesmo impacto no interesse público, os sócios devem ser livres para modelar o projeto empresarial de acordo com os seus específicos interesses, à luz dos princípios da autonomia privada e da autorresponsabilidade.

III. Para além disso, os benefícios do voto plural são pelo menos idênticos nas sociedades cotadas e nas sociedades não-cotadas. Com efeito, este é um mecanismo importante para o crescimento das empresas portuguesas muito antes do seu acesso ao mercado de capitais.

É conhecida a dificuldade de financiamento de pequenos projetos



empresariais — personificados tanto em sociedades anónimas (não cotadas) como em sociedades por quotas — pelas mesmas razões que obstam à abertura do capital de projetos de maiores dimensões: o receio da perda de controlo pelos fundadores. Diz-se, por isso, que o princípio da proporcionalidade não favorece o empreendedorismo¹⁰⁷.

IV. O novo art. 21.º-D CVM suscita ainda uma outra questão¹⁰⁸: a imposição do princípio da proporcionalidade nas **deliberações de delisting** — i.e., nas «*deliberações relativas a exclusão voluntária de negociação, nos termos do artigo 251.º-F*» (n.º 5) — é uma opção que nos deixa sérias dúvidas.

O principal propósito da reforma do CVM é a revitalização do nosso mercado de capitais, trazendo mais empresas para a bolsa nacional. A admissibilidade do voto plural constitui, como já recordámos, um passo importante nesse sentido. Ao limitar a diluição dos empreendedores em sucessivos aumentos de capital, permite-lhes manter o controlo do projeto assim financiado.

Contudo, o seu efeito útil é de alguma forma coartado por este n.º 5. Os empreendedores terão tanto maior propensão para dispersar o capital da sociedade em bolsa quanto mais seguros estiverem de poderem sair da mesma, se a evolução das circunstâncias assim o exigir. Ao impor o princípio da proporcionalidade nesta deliberação, este preceito limita o controlo dos empreendedores (titulares de

¹⁰⁷ Neste sentido, JOÃO VIEIRA DOS SANTOS, “Ações de lealdade”, cit., 469.

¹⁰⁸ Para além da relativa à infeliz redação do n.º 3.



direitos de voto plural) sobre esta opção.

É certo que o sistema tem de assegurar a proteção dos minoritários perante uma tão importante decisão, mas isso estava já acautelado pelo **direito de saída** previsto no art. 251.º-F/3 e 4 CVM. O n.º 3 faz depender a exclusão voluntária de negociação da constituição de uma obrigação de aquisição das ações daqueles que não votarem a favor da deliberação em assembleia geral. Segundo o n.º 4, a contrapartida é necessariamente *(i)* em dinheiro, *(ii)* determinada nos termos do art. 188.º CVM, e *(iii)* caucionada por garantia bancária ou por depósito em dinheiro em instituição de crédito.

XI. Conclusão: proposta de revogação das proibições de voto plural nas SQ e nas SA

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

No atual estado de desenvolvimento do mercado, os riscos que historicamente lhe estiveram associados não têm o mesmo peso. Não se justificando hoje as proibições de voto plural tanto nas sociedades por quotas e nas sociedades anónimas, devem as mesmas ser revogadas. A nossa proposta é, por isso, de alteração dos



arts. 250.º¹⁰⁹ e 384.º¹¹⁰ CSC.

Na ausência de tais restrições, caberá aos sócios modelar os estatutos da sociedade nos termos que considerem mais adequados ao desenvolvimento do projeto empresarial, à luz dos princípios da autonomia privada e da autorresponsabilidade.

Sublinhe-se, contudo, que a revogação destas proibições deve ser acompanhada de uma limitação do número máximo de votos¹¹¹. Deve ainda ponderar-se, como solução de direito transitório, a imputação de um direito de saída aos sócios que não votarem a favor da alteração do contrato para introdução do voto plural nas sociedades constituídas antes da entrada em vigor da nova solução

¹⁰⁹ Assim, por exemplo, no seu n.º 2 poderia passar a ler-se:

«É, no entanto, permitido que o contrato de sociedade atribua, como direito especial, até cinco votos por cada cêntimo do valor nominal da quota ou quotas de sócios.»

¹¹⁰ Assim, por exemplo, poderia revogar-se o seu n.º 5 e alterar-se o seu n.º 2 nos seguintes termos:

«2 - O contrato de sociedade pode:

a) (...);

b) (...);

c) Atribuir voto plural a uma ou mais categorias de ações, até ao limite de cinco votos por ação.»

¹¹¹ O número máximo não deve ser diferente do que foi fixado na reforma do CVM (5) para as sociedades cotadas, para assegurar estabilidade e coerência sistemática.



legislativa¹¹².

José Ferreira Gomes

¹¹² A justificação desta proposta resulta já do exposto no ponto 9 *supra*. A solução de direito transitório para as sociedades por quotas poderia ser a seguinte:

«1 - Nas sociedades por quotas constituídas antes da entrada em vigor do presente diploma, sendo alterado o contrato de sociedade para atribuição de voto plural aos titulares de uma ou mais quotas, a sociedade fica obrigada a amortizar ou a adquirir as quotas de que sejam titulares os sócios que não votaram a favor da correspondente deliberação, no prazo de três meses.

2 - Aplica-se o disposto no n.º 4 do artigo 231.º do Código das Sociedades Comerciais com as necessárias adaptações.

3 - A contrapartida é em dinheiro e calculada nos termos do artigo 1021.º do Código Civil, por referência à data da deliberação.»

E, para as sociedades anónimas:

«1 - Nas sociedades anónimas constituídas antes da entrada em vigor do presente diploma, sendo alterado o contrato de sociedade para atribuição de voto plural a uma ou mais categorias de ações, a sociedade fica obrigada a amortizar ou a adquirir as ações de que sejam titulares os acionistas que não votaram a favor da correspondente deliberação, no prazo de três meses.

2 - Aplica-se o disposto no n.º 4 do artigo 231.º do Código das Sociedades Comerciais com as necessárias adaptações.

3 - A contrapartida é em dinheiro e calculada nos termos do artigo 1021.º do Código Civil, por referência à data da deliberação.»