

MORAIS LEITÃO
GALVÃO TELES, SOARES DA SILVA
& ASSOCIADOS

Revisão do Código dos Valores Mobiliários

Um roteiro

—

Voto plural



M
L

Glossário

CMVM

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Cód. VM

Código dos Valores Mobiliários atual

Cód. VM Revisto

Código dos Valores Mobiliários com as alterações decorrentes da Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro

CSC

Código das Sociedades Comerciais

Emitente(s) de ações

Sociedade(s) emitente(s) de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado

Voto plural



EDUARDO PAULINO
SÓCIO
epaulino@mlgts.pt



FÁBIO CASTRO RUSSO
ADVOGADO SÉNIOR
fcrusso@mlgts.pt

Uma das mais significativas alterações do Cód. VM Revisto consiste na consagração, no artigo 21.º-D, da possibilidade de emissão de ações com voto plural, o que, para além de corresponder a óbvia exceção à proibição geral de voto plural em sociedades anónimas estabelecida no artigo 384.º, n.º 5, do CSC, abre (mais) uma brecha no princípio “uma ação, um voto”. No presente texto aborda-se de forma sucinta a evolução legislativa operada no domínio em causa, tratando-se ainda o sentido da norma consagrada e o regime jurídico relativo à emissão (incluindo por conversão de ações) de ações com voto plural, o qual, de resto, deixa por esclarecer determinadas dúvidas.



Visando «melhorar a atratividade e competitividade do nosso mercado [de capitais]», o Cód. VM Revisto consagrou no seu artigo 21.º-D a possibilidade de emissão de ações com direito especial ao voto plural, enquanto «instrumento adicional de promoção da dispersão do capital em mercado, à disposição das sociedades que já estão em mercado, mas também daquelas que pretendem ser admitidas pela primeira vez»¹.

O regime em apreço constitui uma das mais significativas alterações substantivas operadas pela revisão promovida. Com efeito, em derrogação – quanto às sociedades abrangidas pelo artigo 21.º-D – da proibição expressa de estabelecimento de voto plural vertida no artigo 384.º, n.º 5, do CSC, passa a ser permitido emitir ações com voto privilegiado, até ao limite de cinco votos por ação (n.º 1 do artigo 21.º-D). Abre-se, em simultâneo, uma brecha no princípio “uma ação, um voto” acolhido no artigo 384.º, n.º 1, do CSC, princípio esse que, de todo o modo, nunca foi absoluto, como resulta das alíneas *ab*) (esta última admitindo um teto estatutário ao exercício do direito de voto) do n.º 6 do artigo 384.º e da possibilidade de emissão de ações preferenciais sem direito de voto prevista nos artigos 341.º e ss., em ambos os casos do CSC.

A alteração ora operada, que vem abrir a porta à atribuição a alguns acionistas de um poder de voto desproporcionado relativamente à sua participação no capital, assim diminuindo os riscos de perda de controlo acionista, não constitui uma inovação (total, pelo menos), posto que, anteriormente à entrada em vigor do CSC, em 1986, a previsão de privilégios de voto em sociedades anónimas era entre nós relativamente comum, como é demonstrado pelo artigo 531.º,

¹ Cfr. o quarto parágrafo da exposição de motivos incluída na Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.^a, de resto em linha com a recomendação constante do relatório da OCDE de outubro de 2020 e o “diagnóstico” aí efetuado a respeito desta matéria (cfr. pp. 15, 16 e 108, respetivamente).

n.º 1, do CSC, que manteve os direitos de voto plural existentes àquela data. Aliás, continua a ser permitido estabelecer o voto plural (limitado ao voto duplo) em sociedades por quotas, contanto que as quotas em causa não correspondam a mais de 20% do capital social (cfr. o artigo 250.º, n.º 2, do CSC). Todavia, os efeitos nefastos resultantes da admissibilidade irrestrita do voto plural levaram a que, abandonando o liberalismo do início do século XX na matéria em causa, vários ordenamentos jurídicos tenham enveredado por um claro proibicionismo (por exemplo, Alemanha, com a *Aktiengesetz* de 1937, Itália, com o *Codice Civile* de 1942, ou Espanha, em 1951)².

O século XXI trouxe vinho novo em odres velhos: nos últimos anos, parte relevante da doutrina, nacional e estrangeira, tem questionado – de algum modo à boleia do intenso debate a respeito do aparentado, embora distinto, tópico das “ações de lealdade” – a aludida proibição³, invocando certos benefícios que resultariam do acolhimento da admissibilidade do voto plural, como seja o fomento da entrada no mercado de capitais de *newcomers* de base tecnológica e crescimento rápido, permitindo salvaguardar por mais tempo a estrutura original de controlo.

Não surpreende, por isso, que se verifique atualmente um movimento legislativo algo inverso àquele que caracterizou o século XX; veja-se, por exemplo, o que sucedeu em Itália,

² Cfr., sobre o ponto, Pedro Maia, *Função e Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima*, Coimbra, Coimbra Editora, 2002, pp. 122-124, em nota.

³ Quer no plano do direito a constituir (cfr. A. MENEZES CORDEIRO, D. DE OLIVEIRA FESTAS, “Artigo 384.º”, in A. MENEZES CORDEIRO (coord.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 4.^a ed., Coimbra, Almedina, 2021, p. 1281), quer mesmo no do direito constituído, ainda que apenas no que respeita às sociedades cotadas (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*, ano VII, 2015, 2, p. 452). A alteração do Cód. VM é omissa quanto a estas “ações de lealdade”, remanescendo alguma dúvida na doutrina quanto à sua admissibilidade à luz das regras vigentes.

em que uma reforma de 2014 alterou o *Codice Civile* de modo a reprimir o voto plural⁴.

O regime agora estabelecido abrange sociedades emittentes de ações admitidas à negociação (ou, nos termos do n.º 2 do artigo 21.º-D, que as pretendam ver admitidas à negociação) em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral. Como já se indicou, os privilégios de voto ora permitidos têm como limite cinco votos por ação, o que vai além do voto *duplo* passível de previsão estatutária nas sociedades por quotas e, bem assim, do limite de três votos por ação proposto pela CMVM no parecer por esta emitido no âmbito da iniciativa legislativa aqui em causa⁵, limite este curiosamente coincidente com o previsto no ordenamento jurídico italiano. Para além do rácio máximo estabelecido, não se previu expressamente qualquer limite ao número de ações às quais é permitida a atribuição de privilégio de voto, o que parece significar que, não considerando a existência de outras categorias especiais de ações, esse limite, pelo menos nos casos em que as ações com voto plural resultem da conversão de ações ordinárias, deverá ser o previsto para as ações preferenciais sem direito de voto (cfr. o artigo 341.º, n.º 1, *in fine*, do CSC e a remissão que se faz para o artigo 344.º deste diploma legal no n.º 4 do artigo 21.º-D).

A previsão de voto plural pode ter lugar:

(i) *ab initio*, i.e., quando da constituição da sociedade (cfr. o artigo 24.º, n.º 1, do CSC); ou

(ii) posteriormente, seja por força de um aumento do capital social, hipótese em que os acionistas terão preferência na subscrição das novas ações (artigo 458.º do CSC), seja por conversão de ações ordinárias em ações privilegiadas, em

ambos os casos carecendo a deliberação de aprovação pela maioria legalmente exigida para a alteração do contrato de sociedade das sociedades anónimas (n.º 3 do artigo 21.º-D), por conseguinte exigindo-se uma maioria de dois terços dos votos emitidos (cfr. o artigo 386.º, n.º 3; cfr. também o n.º 4 e ainda o artigo 383.º, n.ºs 2 e 3, todos do CSC)⁶.

Caso já existam outras categorias especiais de ações, e dado que a criação de novas categorias de ações com direitos especiais equivalentes ou superiores afetará, reflexamente, os acionistas titulares de ações especiais, estes deverão ser chamados a prestar o seu consentimento à criação de ações com voto plural em assembleia especial, por maioria de dois terços dos votos emitidos (cfr. o artigo 24.º, n.ºs 5 e 6, do CSC)⁷.

Outros aspetos do regime das ações com voto plural têm vindo a merecer acesa discussão além-fronteiras, em particular se as ações em apreço se podem manter por tempo indeterminado ou se se acham (devem achar) sujeitas a termo final ou condição resolutiva, assim como se se lhes deve aplicar a regra da livre transmissibilidade (cfr. o artigo 328.º do CSC)⁸.

Deste ponto de vista, o artigo 21.º-D apresenta-se como potencialmente lacunoso, podendo sustentar-se que o silêncio do legislador deve ser visto como eloquente, correspondendo a omissão a uma adesão ao regime geral (logo, e quanto às duas questões suscitadas, à possibilidade de manutenção dos privilégios de voto por tempo indeterminado e à integral aplicação da regra da livre transmissibilidade).

⁴ Cfr. a redação atual do artigo 2351.º, 4.º parágrafo, do *Codice Civile*.

⁵ Cfr. parecer da CMVM de 07.10.2021, no qual se alertou para a «existência de riscos na proposta apresentada» (p. 19). Não obstante este alerta, na matéria aqui em causa a redação final do Cód. VM Revisto corresponde integralmente à que constava da Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.^a.

⁶ No seu parecer anteriormente referido, a CMVM propôs uma maioria de três quartos dos votos emitidos.

⁷ Assim, MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Direito de voto...”, cit., p. 454.

⁸ Cfr., entre outros, CLARA HOCHLEITNER, “Dual-class Technology Firms”, *Drexel Law Review*, vol. 11 (2018-19), pp. 101 a 147, *passim*.

Caberá, pois, aos tribunais e à doutrina encontrar resposta para as dúvidas colocadas e para as demais que inevitavelmente surgirão.

Admite-se que, no plano da atratividade dos mercados de capitais para *newcomers* – e, sobretudo, para os acionistas que os controlem –, o novo (velho) voto plural possa revelar-se vantajoso, se bem que, na ótica dos investidores, não sejam de excluir alguns riscos, que devem ser desde logo enquadrados num contexto de exigência de informação de qualidade; como refere um Autor italiano, «em algumas hipóteses específicas, dependendo do setor de atividade, modelo de negócio e características pessoais dos acionistas, as ações com voto plural podem beneficiar os investidores; em geral, porém,

tendem a constituir uma desvantagem e não uma vantagem para os acionistas minoritários, opondo-se a generalidade dos investidores institucionais à sua utilização. As ações com voto plural podem, não obstante, contribuir para a prossecução de outros propósitos, tais como atrair sociedades para os mercados regulamentados»⁹ (tradução nossa).

A demonstração de que o regime em causa não constitui um mero (embora interessante) exercício académico caberá ao mercado; o verdadeiro *acid test* da solução legal ora acolhida resultará da adoção, ou não, das ações com voto plural por emitentes e *newcomers*.

⁹ Marco Ventoruzzo, “The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat”, *SSRN*, 2015, p. 9.



MORAIS LEITÃO

GALVÃO TELES, SOARES DA SILVA & ASSOCIADOS

Com o cliente,
em qualquer lugar,
em qualquer
momento.



MORAIS LEITÃO, GALVÃO TELES, SOARES DA SILVA & ASSOCIADOS

LISBOA

Rua Castilho, 165
1070-050 Lisboa
T +351 213 817 400
F +351 213 817 499
mlgtslisboa@mlgts.pt

PORTO

Avenida da Boavista, 3265 – 4.2
Edifício Oceanvs
4100-137 Porto
T +351 226 166 950 - 226 052 380
F +351 226 163 810 - 226 052 399
mlgtsporto@mlgts.pt

FUNCHAL

Av. Arriaga, n.º 73, 1.º, Sala 113
Edifício Marina Club
9000-060 Funchal
T +351 291 200 040
F +351 291 200 049
mlgtsmadeira@mlgts.pt

mlgts.pt

ALC ADVOGADOS

LUANDA

Masuika Office Plaza
Edifício MKO A, Piso 5, Escritório A/B
Talatona, Município de Belas
Luanda – Angola
T +244 926 877 476/8/9
T +244 926 877 481
geral@alcadvogados.com

alcadvogados.com

MDR ADVOGADOS

MAPUTO

Avenida Marginal, 141, Torres Rani
Torre de Escritórios, 8.º piso
Maputo – Moçambique
T +258 21 344000
F +258 21 344099
geral@mdradvogados.com

mdradvogados.com

VPQ ADVOGADOS

PRAIA

Edifício BAlcenter, 3.º esq.
Av. Cidade de Lisboa, Chã d'Areia
Praia – Cabo Verde
M +238 972 84 20
M +238 973 23 21
geral@vpqadvogados.com

vpqadvogados.com