



***Loyalty shares*: um meio de controlo ou o acentuar de conflitos no seio societário?**

Diogo Drago¹

I

Como o seu nome denuncia, as *loyalty shares* visam premiar a lealdade do acionista, ao conceder-lhe determinadas prerrogativas caso mantenha a sua posse durante um determinado período mínimo de tempo. Os benefícios poderão ser vários: desde a concessão adicional de votos ou de um direito de aquisição de outras ações a um determinado preço a incentivos financeiros como o direito a dividendos extraordinários ou a uma atenção fiscal na tributação de ganhos de capital.

As *loyalty shares* reconhecem precisamente o contexto dinâmico em que são transmitidas as ações de uma sociedade anónima, procurando resgatar uma lealdade que tende doutro modo a ser preterida.

De acordo com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (O.C.D.E.), países como Portugal, Espanha ou Itália têm orientado as suas políticas de privatização para estimular o mercado de capitais e a cultura de *equity*. Não obstante e entre outras medidas, têm recorrido às *loyalty shares* a

¹ Mestre em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa e Advogado.



fim de evitar estruturas de propriedade acionista difusas que podem dificultar governos societários sólidos².

Podem constituir por essa razão um meio de preservação do controlo societário perante o risco de uma disseminação menos criteriosa do capital da sociedade anónima.

No plano internacional, o espectro normativo é ainda em alguns casos vago e noutros muito debatido: tanto no período mínimo de lealdade, como nas prerrogativas a conceder ou a forma de as revogar. O que não impediu diversas empresas de aplicarem entretanto o figurino ou mesmo alguns Governos, como o Francês, instituírem legalmente o premeio da lealdade mediante a concessão de votos duplos às ações possuídas por um período de dois anos, exceto se dois terços dos acionistas de uma sociedade deliberarem inverter este princípio, retornando ao sistema de “uma ação, um voto” (“*Loi Florange*”). Este caso tem aliás suscitado uma relativa e já histórica contestação interna, tendo em linha de conta resultar de um Governo que é tradicionalmente um investidor ativo no tecido empresarial do País e que este regime facilita a tomada de controlo de uma sociedade sem necessitar de possuir a maioria do seu capital³.

² “*Privatising State-Owned Enterprises An Overview of Policies and Practices in OECD Countries*”, OCDE, Novembro 2003, pág. 91.

³ A este respeito, Tom Zanki “*3 Things You Need To Know About Loyalty Shares*” in <https://www.law360.com/articles/727357/3-things-you-need-to-know-about-loyalty-shares> (ultima consulta realizada em 02/10/17) e Lorraine Chimbga “*From The Content Team: The ‘Florange Law’ and Double Voting Rights*” in <https://www.fundapps.co/blog/from-the-content-team-the-florange-law-and-double-voting-rights> (ultima consulta realizada em 02/10/17). Para um estudo mais desenvolvido a respeito da experiência internacional, incluindo a Francesa



II

No caso Português não dispomos de um regime legal que institua um princípio de conversão (seja por *default* ou mediante uma maioria qualificada de acionistas que delibere a conversão). Posto que não encontramos algum impedimento a que uma sociedade, ao abrigo da *lex privata* em que assenta o seu contrato social, possa premiar a lealdade para a generalidade⁴ ou então somente alguns dos seus sócios⁵ ou relativamente a determinada categoria de ações (de uma sociedade anónima).

Nesta medida, não podemos partilhar das hesitações feitas sentir por parte de JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS em torno da possibilidade de enquadramento das *loyalty shares* no quadro legitimado pelo art.º 24º do Código das Sociedades Comerciais (C.S.C.) para os direitos especiais nas sociedades anónimas. Sentimos que tais hesitações vêm no seguimento da interessante abordagem a modelos, como o Francês ou o Italiano, que instituíram regimes legais de conversão (em *loyalty shares*) da *generalidade* das ações das sociedades visadas e da influência positiva de casos de sociedades que decidiram premiar *todo e qualquer* acionista que preservasse a posse das respetivas ações por um determinado período de tempo.

e ainda no plano comunitário, João Nuno Pinto Vieira dos Santos “Ações de Lealdade: A Primazia dos Interesses da Estabilidade a Longo Prazo da Empresa Social”, Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Escola de Direito da Universidade Católica Portuguesa do Porto, Porto 2013, págs. 10-20.

⁴ Como sucedeu em diversos casos no plano internacional.

⁵ *i.e.*, sociedades por quotas, na pretensão de preservar a lealdade da pessoa *daquele* sócio em particular.



É natural constatar por incompatibilidades entre o que procura representar um regime geral – inclusivamente ao nível da transmissibilidade das ações – e os caracteres próprios daquele quadro patente no art.º 24º do nosso Código Societário Comercial. São contextos distintos, com *ratios* consequentemente distintas. Não nos parece aconselhável obter a inspiração de um para tentar enquadrar no outro um mesmo instituto que em Portugal está ao alcance da sociedade.

Até regime em contrário, não verificamos entraves na *possibilidade* da sociedade anónima enquadrar estas ações como direitos especiais conferidos ao acionista que as subscreva: desde que consistam em prerrogativas que lhe sejam adicionalmente concedidas relativamente aos direitos que por força da lei ou do pacto social lhe assistam pela simples qualidade de acionista de uma sociedade anónima⁶. Estarão nessa medida sujeitas ao regime previsto no art.º 24º do nosso Código das Sociedades Comerciais (C.S.C.). Só podem ser legitimadas por via do contrato de sociedade (n.º 1), mediante a criação de uma categoria especial de ações (n.º 4) e só podendo ser suprimidas ou limitadas⁷ por via de deliberação tomada em assembleia especial dos acionistas titulares de ações da respetiva categoria (n.º 6).

⁶ Reconhecendo aqui a visão particular que temos sobre os direitos especiais que não se diferenciam em função da natureza do direito ou pela quantidade dos seus destinatários; mas sim por não decorrerem dos direitos e obrigações que (por força da lei e do contrato) assistam a todo e qualquer sócio de uma sociedade pelo simples facto de participar na sociedade ou a um acionista de uma sociedade anónima, por ser titular de ações ordinárias.

⁷ Tanto na extensão/prorrogação do período de lealdade, como no âmbito das prerrogativas a serem concedidas.



Em qualquer das circunstâncias, importa que a sociedade efetue a legitimação das *loyalty shares* no respeito pelas limitações que a Lei lhe impõe. Particularmente no que toca aos prémios pela lealdade. O contrato de uma sociedade anónima, por exemplo, não pode atribuir voto plural aos seus acionistas (n.º 5 do art.º 384º). Mas uma sociedade comercial já poderá vir a reconhecer a atribuição de um dividendo pela lealdade (n.º 1 do art.º 22º e art.º 302º).

E no respeito pelo tratamento uniforme (equitativo) entre os sócios que estejam em *igualdade de circunstâncias*. Princípio que é sensível aos direitos (gerais ou especiais) que sejam reconhecidos pela sociedade. Para o que aqui importa: na oportunidade e expectativas dos sócios *visados* poderem ser premiados se preservarem a posse das ações da sociedade anónima em que participam pelo decurso de tempo previsto no contrato. Premissa facilitada com a mais recente alteração introduzida pela Lei n.º 15/2017 de 3 de Maio que veio impor a obrigação da emissão de valores mobiliários nominativos, proibindo a emissão de ações ao portador (art.º 229º do C.S.C. e art.º 52º do Código dos Valores Mobiliários)⁸.

⁸ O que não significa, afastando-nos uma vez mais do Autor referenciado no texto, o reconhecimento de um benefício (*nas loyalty shares*) *intuitus personae* (para a pessoa do acionista, portanto): benefício que persiste associado a uma determinada categoria de ações (ordinárias ou especiais, conforme as circunstâncias que aventámos no texto). Como acima referimos e os exemplos internacionais assim o demonstram, o figurino em estudo procura resgatar uma lealdade que tende a ser preterida precisamente pela natureza de capital (orientação para o investimento) em que assenta o modelo societário anónimo.



III

Não obstante o exposto, reconhecemos a tendência da lealdade procurar ser *especialmente* compensada numa sociedade por quotas e *generalizadamente* premiada numa sociedade anónima⁹.

Como não encontramos, aos dias de hoje, alguma controvérsia relativamente ao primeiro caso, as nossas preocupações centram-se no segundo; mais propriamente na sua formulação jurídica: ao fixar a possibilidade dos acionistas (em geral) poderem ser premiados caso mantenham a posse das suas ações (comuns) por um determinado período mínimo de tempo, a cláusula estatutária legitima expectativas jurídicas a *todo e qualquer acionista* que entenda observar o referido prazo de lealdade. E aqui encontraremos também a igualdade (de oportunidade) entre todos.

As expectativas jurídicas correspondem a “(...) *posições jurídicas pessoais de vantagem, inerentes à afetação futura de bens, à realização futura de fins do seu titular, através da atribuição atual de poderes ao seu titular e da vinculação atual de terceiros, com o fim de evitar ou impedir a respetiva frustração ou detrimento.*” E “(...) *embora não represente a realização antecipada de um trecho do conteúdo do direito subjetivo a que se refere, cai inteiramente no âmbito do direito subjetivo, como afetação individual, concreta e destinada a criar um espaço de autonomia*”¹⁰.

O que não significa que a sociedade passou a “preocupar-se” com *aquele* acionista em particular.

⁹ Pelas circunstâncias que recordámos nas nossas notas de rodapé nºs 5 e 8 respetivamente.

¹⁰ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS: *Itálico* nosso de “Teoria Geral do Direito Civil”, reimpressão da 8ª edição, Livraria Almedina, 2017, pág. 261.



Filiando-nos nas palavras acima reproduzidas, não temos dúvidas do espaço de autonomia privada que é criado pela referida cláusula estatutária: na prerrogativa que a todos é concedida de *ajuramentar* (ou não) a sua lealdade para com determinada sociedade. De prometer o seu *amor* contra a promessa daquele *beijo* que, se não cumprida, não passará incólume: mormente, pelo incumprimento contratual da sociedade ao não premiar o compromisso do acionista. Aqui encontraremos o devido revestimento jurídico da sua expectativa, mais concretamente na situação de sujeição da sociedade enquanto aquela outra perdurar: num dever de abstenção de atos não legitimados na Lei que a frustrem e num dever de prática de outros necessários à sua conservação¹¹.

O mesmo será afirmar que, embora distinta no seu conteúdo do direito expectado, a expectativa jurídica encontra-se a este funcionalmente relacionada a ponto de não poder ser juridicamente subestimada¹².

Uma vez observado o prazo de lealdade, a expectativa cede perante o direito expectado que entretanto consolida-se na esfera jurídica do sócio (ex: direito a um dividendo extraordinário). Este que, por distinto daquela outra, só pode ser afastado ou derogado nos termos do art.º 24º do C.S.C.

¹¹ A alteração do contrato (por modificação ou supressão de cláusulas) só pelos sócios pode ser realizada (n.ºs 1 e 2 do art.º 85º, alínea c) do art.º 272º, n.º 2 do art.º 383º e n.º 3 do art.º 386, todos do C.S.C.).

¹² E como recorda o n. 2 do art.º 302º do C.S.C., as ações que compreendem direitos iguais formam uma categoria.



IV

Outra questão que não resistimos a colocar centra-se no eventual conflito que as *loyalty shares* poderão suscitar para com princípios comunitários como a livre circulação de capitais (artigos 63º e seg. do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia) ou o direito de estabelecimento (artigos 49º e seg. do Tratado).

RICARDO SERRA CORREIA efetua um interessante estudo onde aborda o tema embora ao nível dos direitos especiais (em geral)¹³. Não obstante, estamos em crer que a sua pertinência é extensível àquelas ações atendendo ao conteúdo que potencialmente as poderá preencher; independentemente portanto da forma como poderão vir a ser consignadas no pacto social: se em benefício de todos os acionistas ou somente daqueles que subscrevam uma categorial especial de ações de lealdade.

Antes do mais e reproduzindo para este nosso caso o entendimento do Autor, não temos dúvidas sobre o resguardo constitucional que estas ações têm na liberdade de iniciativa económica privada legitimada pelo art.º 61º da Constituição da República Portuguesa. Conforme o Autor assim denuncia, esta liberdade de iniciativa contempla igualmente a liberdade de empresa e não somente de criação da empresa: não se restringe à faculdade de iniciar uma atividade económica (liberdade de investimento), mas legitima também a organização e gestão dessa atividade (liberdade de empresa)¹⁴.

¹³ “Os direitos especiais à luz do CSC e do direito da União Europeia – Algumas reflexões”, in Revista da Ordem dos Advogados, Lisboa, a.73n.4 (Out.-Dez.2013), p.1389-1422.

¹⁴ Obra citada, págs. 1421-1422.



Posto que as *loyalty shares* não somente não ofendem, como estão legitimadas na nossa Constituição.

Retornando ao plano comunitário, estamos em crer que estas ações não constituirão um atentado aos princípios *supra* referidos na medida em que se destinem tão-somente a conceder uma opção ao acionista: de auferir um estímulo caso *entenda* preservá-las na sua posse durante o período mínimo fixado no contrato da sociedade.

O mesmo não poderíamos com a mesma segurança afirmar caso a lealdade fosse vinculativa; constituísse portanto uma autêntica obrigação de fidelização. Circunstância em que nos atreveríamos a considerar constituir igual atentado ao direito de exoneração do sócio e bem assim ao princípio de livre desvinculação do contrato existente (entre o sócio e a sociedade).

Não ignoramos que quanto a estes últimos dois seria sempre possível contra argumentar que a referida *fidelização* encontrar-se-ia limitada no tempo, esgotando-se pelo decurso do prazo fixado no contrato¹⁵. Mas o argumento não é suficiente no plano comunitário: por mais que a informação fosse completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, a decisão do investidor (potencial ou real acionista) estaria sempre condicionada pelo referido período de tempo e desse modo comprometendo a livre circulação/decisão sobre o capital que entendesse a certa altura investir ou reorientar (n.º 1 do art.º 63º do Tratado) e bem assim a liberdade de acesso a outras atividades/sociedades (segundo parágrafo do art.º 49º do Tratado).

¹⁵ À semelhança de cláusulas de fidelização praticadas frequentemente noutros contratos.



V

Atrevemo-nos de ora em diante a abandonar um pouco o enquadramento normativo para centrar as devidas atenções no plano do *corporate governance* com a pergunta que mais nos preocupa sobre o tema: constituirão as *loyalty shares* medidas de incentivo ao bom governo societário ou (se mal aplicadas e ainda que bem intencionadas) poderão gerar um efeito perverso?

No relatório da O.C.D.E. que abordamos inicialmente¹⁶, tivemos a oportunidade de constatar que, em países como Portugal, estas ações têm servido de contramedida a evitar uma partilha mais desatenta e aleatória do capital social a ser privatizado.

Paralelamente e como JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS aborda de forma pertinente¹⁷, as instituições e entidades comunitárias têm desde o mesmo ano de 2003 focado particular atenção para com o *reativismo acionista*: na necessidade de voltar a convidar e “abraçar” os acionistas no seio societário, afastados que se encontram relativamente ao projeto empresarial; mais preocupados com o lucro a curto prazo que comunga da mais-valia que pode emergir da compra e venda de ações. Apanágio do gradual, ainda que lento, desenvolvimento do mercado de capitais acima de tudo no espaço comunitário continental¹⁸.

Dúvidas não devem existir, importa desde já salientar, que aquele *reativismo* constitui uma das pedras-pomes do *corporate*

¹⁶ Ponto I do presente artigo.

¹⁷ Obra citada, págs. 19-20.

¹⁸ E bem assim da sensibilidade para com os escândalos corporativos decorridos no período marcante de 2001/2003 e que determinaram uma outra visão (por parte da comunidade internacional) do impacto de um mau governo societário.



governance moderno. Neste contexto, as nossas ações de lealdade podem constituir um incentivo à permanência e consequente envolvimento do acionista na vida da sociedade e da empresa.

Importaria contudo justificar devidamente o quadro em que surgiu a necessidade de um *reativismo* acionista. Evitar confundir a legitimação com a aplicação indiscriminada de um figurino ao fim e ao cabo bem intencionado. Para um tal desígnio somos obrigados a recuar a meados do século transato e ao período de consolidação do mercado de capitais e de crescimento *agigantado* das empresas, com a inerente necessidade de dispersão do capital e a demarcação vinculada entre a propriedade e a gestão (dessas empresas).

Quanto mais disperso o capital social, maior a tendência de pulverização da responsabilidade de administradores, entretanto profissionalizados e sem risco assumido no projeto empresarial. É eminente o conflito de interesses entre a administração e os inúmeros acionistas com insignificante representação no capital, afastados e desinteressados do centro e vida societários, sem capacidade de controlo ou supervisão sobre aquela administração que permanece forte e constitui a principal força de influência interna. Particularmente nos países anglo-saxónicos, onde o mercado de capitais conheceu maior desenvolvimento e os capitais das empresas dispersos por milhares de acionistas, cada qual com a referida insignificante representação no capital de uma sociedade.

A ausência de interesse e de controlo sobre a gestão tende a fomentar o *parasitismo* no seio da administração. O acionista passivo e desinteressado do que realmente ocorre no seio interno da empresa permite a adoção de práticas exclusivamente no ganho do administrador e à custa dessa empresa: nomeadamente, na



fixação de ganhos e benefícios de e para esse administrador, em detrimento do interesse do acionista.

Testemunhamos portanto um autêntico conflito entre os interesses da administração e os interesses dos acionistas que entretanto e dado aquele afastamento depositaram na administração a missão de os acautelar¹⁹. Conflito que Hoje é predominante em países onde o sistema de financiamento é acima de tudo efetuado a partir do recurso ao capital social e em conformidade o mercado de capitais é mais desenvolvido (*equity*)²⁰.

É em ROBERT MONKS que são identificados os esforços pioneiros no sentido de ativar o interesse e o (re)aproximar do acionista do centro e vida societários²¹. Para o Autor, é imperativo assegurar uma supervisão eficaz ao incentivar os acionistas a terem assento

¹⁹ Conflito de *agência* entre a administração e acionistas, a partir do momento em a primeira acaba por atuar como agente fiduciário dos interesses dos segundos e (por não controlada e distanciada) prossegue os seus próprios interesses em detrimento dos demais. A própria teoria da agência é recente, remontando a 1976 (JENSEN e MECKLING “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”, in “*Journal of Financial Economics*”, n.ºs 3 e 4, 1976, págs. 305-360) e configura a principal preocupação do *corporate governance* moderno.

²⁰ A administração (forte e isolada) é correntemente controlada através de uma comissão de auditoria: pertencente ao próprio órgão de administração, embora unicamente composta por não executivos. A Lei Portuguesa antevê este modelo anglo-saxónico, embora reforçado pela assistência de um revisor oficial de contas no que concerne à fiscalização das contas (alínea *b*) do n.º 1 do art.º 278º do C.S.C.). Os escândalos ocorridos em 2001/2002 com a ENRON e a WORLDCOM (a par de outros) nos E.U.A. constituíram precisamente um ressentimento do conflito explanado no texto.

²¹ “*Power and Accountability*”, Robert A.G. Monks & Nell Minow, Robert Monks at Stephanie P, 1991.



nos conselhos das sociedades, assumindo deste modo uma responsabilidade ativa e integrante no processo decisório. Paralelamente, os proprietários do capital devem permanecer atentos e informados sobre a vida e funcionamento societários.

Importava, ainda e por outro lado, compensar os efeitos nefastos da consolidação de mercados com uma regulamentação pelo poder público e bem assim instituindo um mecanismo de autorregulamentação²².

VI

Não obstante o *reativismo* constituir, nos dias de Hoje, um dos pilares fundamentais do *corporate governance*, o caso Português é distinto ao nível dos conflitos de interesses que podem tendencialmente emergir no contexto societário e empresarial.

O acento tónico deve ser colocado no mercado de capitais que a nosso ver ainda se encontra em vias de desenvolvimento: nos últimos anos Portugal tem registado por volta de sessenta sociedades cotadas na *EURONEXT LISBON*. Cinquenta e oito das quais são nacionais. Dez nacionais conseguem ter lugar no índice *NEXT 150* e somente três no *EURONEXT 100*²³. Números que não podem ser comparados com a *LONDON STOCK EXCHANGE* que, a 30

²² Tendo em linha de conta que o período de consolidação não se fez acompanhar da devida regulamentação.

²³ Tendo por base os números mais recentes disponibilizados a partir do “Relatório e Demonstrações Financeiras do Exercício de 2015 – Contas Individuais e Contas Consolidadas” da *EURONEXT LISBON, S.A.* mas que se reveem em anos anteriores (com pequenas *nuances* no número de empresas integrantes do *NEXT 150* e no *EURONEXT 100*): “A Bolsa Portuguesa: Factos e Números 2014” e “A Bolsa Portuguesa: Factos e Números 2013”.



de Setembro de 2017, registava 2038 companhias (só) ao nível de ações admitidas à negociação²⁴. Mesmo transitando para a Alemanha, fora portanto de uma influência anglo-saxónica, encontramos cerca de 600 companhias listadas na Bolsa de Valores de Frankfurt²⁵.

A nosso ver, a experiência de financiamento portuguesa é ainda fortemente assente no endividamento bancário a médio e longo prazo (*debt*). O próprio tecido empresarial é maioritariamente assente em organizações de micro, pequena e média dimensão com o capital fechado ao investimento público. Como acima procurámos ilustrar, o mercado de capitais é consequentemente pequeno, com escasso volume de transações, baixa liquidez das ações²⁶ e escasso interesse por parte do investimento estrangeiro (quando comparado com outras experiências)²⁷.

Contrariamente ao modelo anglo-saxónico do Reino Unido²⁸, em países como Portugal a propriedade e controlo sobre a empresa

²⁴ “Companies on London Stock Exchange as at 30 September 2017” (download no portal da Bolsa de Valores de Londres disponível em <http://www.londonstockexchange.com/statistics/companies-and-issuers/companies-and-issuers.htm>).

²⁵ <http://www.frankfurtstockexchange.de/frankfurt-stock-exchange-listed-companies/categ/1000001-frankfurt-stock-exchange-listed-companies.html>. Última consulta realizada em 10/10/17.

²⁶ Estimulada, no entanto, perante fusões e aquisições *cross border*.

²⁷ Embora reconhecamos um crescente incentivo para com a criação e desenvolvimento de *startups* que, enquanto empresas emergentes de baixo custo, poderão atrair uma forma de financiamento assente no capital de risco (*private equity* através de *venture capital*).

²⁸ No qual raros são os acionistas com 10% de representação no capital social.



surgem concentradas em grandes acionistas, Bancos e no Estado²⁹. São frequentes as participações na ordem dos 30% a 50% podendo alcançar a participação dominante. A gestão não se acha afastada dos acionistas, mas ao dispor de quem detém o controlo da sociedade e que a poderá usar para prosseguir fins egoísticos (do próprio acionista) em detrimento dos interesses sociais³⁰.

Os conflitos de interesses tenderão deste modo a surgir mais entre acionistas controladores e minoritários que vêm agenciados os seus interesses na atuação daqueles outros e podem ser expropriados dos direitos de participação ativa na sociedade: de informação, de presença em assembleias gerais e de voto³¹.

VII

Com as diferenças acima denunciadas não pretendemos desvalorizar o *reativismo* acionista, nem tão pouco *diabolizar* um eventual recurso a *loyalty shares*.

Previamente a esta abordagem tivemos o cuidado de recordar que o envolvimento do acionista no seio societário deve constituir um principal objetivo do bom governo corporativo: independentemente do *jogo de forças* e conflitos de interesses

²⁹ Este na sequência de processos de privatização.

³⁰ Um risco de agência correntemente controlado mediante o recurso a um sistema de administração dualista (*two tier board*), como o modelo adotado na Alemanha, no qual a gestão (administração executiva) é controlada por um órgão próprio e distinto (conselho geral e de supervisão) que represente os interesses e valores da sociedade (de todos os acionistas, portanto).

³¹ Outros conflitos, no entanto, poderão igualmente surgir: entre o Estado (acionista desinteressado ou com agenda própria) e demais acionistas ou mesmo entre os interesses dos acionistas de uma sociedade e os interesses dos bancos credores no retorno do capital mutuado.



instalados na sociedade ou na empresa³². De igual modo, aquelas ações podem representar um incentivo ao envolvimento.

Colocamos de parte a preocupação para com uma alocação desregrada do capital de empresas em processo de privatização³³ e que pode ser compreensível nesse contexto (de privatização, portanto), pois a realidade do mercado de capitais em Portugal é outra, senão a inversa: a representação no capital social não deixa de ser criteriosa e desproporcional entre acionistas a ponto de suscitar os riscos de agência entre controladores e minoritários, que percorremos de forma breve no ponto anterior.

O que significa que se mal aplicadas, ainda que bem intencionadas, as ações que premeiam a lealdade poderão surtir um efeito ainda mais desproporcional entre acionistas no que importa ao controlo dos destinos da sociedade e da empresa.

Pensamos aqui na eventualidade de atribuição de direitos adicionais de voto. Tivemos já a oportunidade de recordar que em Portugal o voto plural é proibido nas sociedades anónimas (n.º 5 do

³² Uma sociedade “(...) é coisa dos accionistas, são os administradores que emanam desses accionistas que a gerem e são todos estes os primeiros responsáveis pela condução geral da sociedade, que imprimem rumo à sua actuação e que a estruturam pelo modo que entendem mais adequado.” (itálico nosso de excerto das palavras de FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, constantes do primeiro parágrafo do terceiro capítulo do seu estudo “Corporate Governance e Regime das Instituições de Crédito; Novas Tendências em Matéria de Governo das Sociedades Bancárias e de Supervisão”). O envolvimento e participação *de todo e qualquer acionista* é garantia de fiscalização sobre a forma de estruturação da sociedade e condução da empresa.

³³ Uma vez mais, ponto I do nosso artigo.



art.º 384º do C.S.C.)³⁴. Não obstante, temos encontrado opiniões que pugnam pela não aplicação da proibição para determinadas sociedades³⁵ ou pela possibilidade do nosso legislador vir a admitir ações de lealdade com voto duplo³⁶.

A viabilização do voto plural constituiria um desvio ao sistema de “uma ação, um voto” e nessa medida à relação existente entre a representação no capital e de decisão na sociedade. Por outras palavras, permitiria um determinado grau de decisão sem que este tenha sido acompanhado (legitimado) por uma correspondente participação no capital social.

Proceder ao levantamento da proibição *tout court*, portanto sem condicionantes que atendam à realidade portuguesa como a descrevemos e que é discrepante entre acionistas, permitirá que uma sociedade (que se encontra sob o jugo de um controlador ou maioritário) delibere a inclusão de um sistema de premeio mediante a atribuição de votos adicionais ao seu investidor a longo prazo; que tendencialmente (de forma direta ou indireta) é o controlador ou maioritário atendendo ao grau de compromisso refletido no investimento que realizou entretanto no capital da sociedade. Não o minoritário, mais afastado, descomprometido ou mesmo alheado do seio e dinâmica societária.

³⁴ Penúltimo parágrafo de ponto II do nosso artigo.

³⁵ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares”, in “Revista de Direito das Sociedades”, Coimbra, a.7, n.2 (2015), págs. 435-470.

³⁶ Embora com algumas reservas, JOÃO NUNO PINTO VIEIRA DOS SANTOS (obra citada, págs. 31-33).



Permite ao maioritário assumir o controlo ou ao controlador reforçar o domínio que tem na sociedade, sem se fazer acompanhar de um investimento proporcional no projeto empresarial.

VIII

Estamos cientes que o nosso entendimento não merece unanimidade. Como no ponto anterior deixámos transparecer, visões existem que observam nas *L-Shares* uma medida de *estímulo* do mercado de capitais e defendem a não aplicação da proibição do voto plural às sociedades cotadas³⁷.

Estamos em crer que tais visões não são sensíveis ao mercado e aos conflitos de interesses tais como os descrevemos e que a experiência prática se encarregou entretanto de demonstrar:

Em 2014 e no seguimento da fusão por incorporação que resultou, na Holanda, no surgimento do conglomerado FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES (FCA) foi introduzido o plano de ações de lealdade que permanece Hoje em vigor. Um plano destinado precisamente a beneficiar os investidores a longo prazo, designadamente a EXOR: *holding* da família Agnelli (fundadora da

³⁷ Designadamente, MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA (obra citada). A Autora entende que a proibição constante do n.º 5 do art.º 384º do C.S.C. constitui uma limitação ao regime (dos direitos especiais) previsto no art.º 24º do mesmo código; pelo que não seria aplicável às *loyalty shares*, na medida em que estas não corresponderiam a direitos especiais. Sem prejuízo do que oportunamente expusemos neste domínio, a leitura não parece se coadunar com a circunstância, salvo melhor entendimento, dos direitos a serem concedidos (uma vez observado o prazo de lealdade) resultarem da emissão de uma categoria especial de ações: no caso, com direito a voto plural (art.º 302º do C.S.C.). Representaria, através da instituição de *L-Shares*, *abrir uma porta onde o legislador procurou fechar uma janela*.



FIAT) que deste modo e atualmente tem 29,23% de representação no capital da FCA, mas 42,6% de direitos de voto³⁸.

Idêntico procedimento teve origem no *spin-off* da FERRARI a partir da FCA. Após a troca de ações emergente do processo de separação que concluiu em Janeiro de 2016, a EXOR dispõe de 22,91% de representação no capital da empresa Italiana e 32,75% de direitos de voto. Do programa de ações *especiais* de lealdade (de três anos mediante duplo voto) que a FERRARI propôs entretanto lançar estima-se que só a EXOR e PIERO FERRARI³⁹ sejam acionistas elegíveis. O que poderá significar que estes acionistas vejam as suas posições substancialmente reforçadas em direitos de voto⁴⁰.

Do exposto só podemos constatar que *estimular* não significa de forma necessária um *desenvolvimento* do mercado de capitais, a ponto de transfigurar a tendência de financiamento empresarial num dado país, de disseminação do capital das sociedades e consequentemente da relação de forças no seio destas sociedades ou das empresas.

Nos casos acima ilustrados, as ações não serviram para resgatar a lealdade acionista, nem tão pouco estimular o mercado. Serviram de contra medida destinada a assegurar ou consolidar o controlo do acionista a longo prazo perante o recurso a esse mercado e o risco de partilha do capital junto de terceiros⁴¹. Um fenómeno que ocorre

³⁸ Fonte: <http://www.exor.com/> (última consulta em 12/10/17).

³⁹ Filho do fundador Enzo Ferrari e detentor de 10% de ações da companhia.

⁴⁰ A respeito do *spin-off*: <http://corporate.ferrari.com/en/investors/ferrari-spin> e bem assim <http://corporate.ferrari.com/en/separation-ferrari-fca-completed> (últimas consultas realizadas em 12/10/17).

⁴¹ Curiosamente, identificando-se na preocupação que assistiu o recurso às *I-shares* nos processos de privatização a que nos referimos no passado.



porque esse acionista a longo prazo revê-se, em países como Portugal, no controlador da relação de agência existente entre este e acionistas minoritários.

O recurso a ações que premeiem a lealdade mediante votos adicionais adensa o risco destes minoritários serem expropriados dos seus direitos de participação na sociedade, ao mesmo tempo que esta não se encontra intimidada a recorrer à disponibilização do seu capital junto de terceiros.

O que de todo em todo não constitui um dado surpreendente. Como anteriormente referimos⁴², o voto plural constitui um desvio à regra de “uma ação, um voto”. Esta sim que constitui uma medida de bom governo corporativo, ao assegurar igualdade, participação e transparência a todo o acionista e provavelmente um estímulo ao investimento⁴³.

Mas que sempre nos conduz à interrogação em torno do maior beneficiário perante um eventual levantamento da proibição patente no n.º 5 do art.º 384º do nosso Código das Sociedades Comerciais: se o mercado de capitais ou o acionista controlador.

IX

⁴² Ponto VII (antepenúltimo parágrafo).

⁴³ Para este efeito, basta a consulta a todo o capítulo II (com especial destaque para o ponto g) dos princípios da O.C.D.E. de governo societário (“G20/OECD Principles of Corporate Governance: OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors”, OECD, Setembro 2015): “Os acionistas minoritários devem ser protegidos contra ações abusivas executadas direta ou indiretamente por/no interesse de acionistas controladores, devendo ainda dispor de meios efetivos de reparação”.



Posto que e atendendo ao risco de agência que temos vindo a denunciar, só conseguiríamos analisar a eventual permissão de sistemas de duplos ou múltiplos votos em Portugal ao nível do Direito a constituir e se estes atendessem e estivessem orientados à proteção dos direitos dos minoritários. Premissa que colocaria a modalidade de *I-shares* em questão na prossecução do reativismo acionista, ao incentivar um reequilíbrio de forças e a possibilidade de exercício no seio societário de um direito fundamental por parte de quem corre o risco de ser privado (desse direito), dada a representação minoritária que detém no capital da sociedade.

Nas sociedades por quotas é permitido o voto plural a determinado sócio (direito especial), embora com a pretendida limitação: dois votos por cada cêntimo do valor nominal da quota ou quotas de sócios que, no total, não correspondam a mais de 20% do capital social (n.º 2 do art.º 250º do C.S.C.).

Naturalmente que nas sociedades anónimas a hipótese agora aventada nunca poderia comprometer a natureza de capital que subjaz ao tipo de sociedade: a concessão de votos duplos ou múltiplos a minorias nunca poderia, por outras palavras, ser efetuada em função da *pessoa* ou *pessoas* do(s) acionista(s), mas sim relativamente a uma determinada categoria de ações.

Superada a limitação e em tese, é possível equacionar que a nossa Lei possa adicionalmente prever que o contrato de sociedade permita, por exemplo, a conversão de ações ordinárias em especiais (de votos adicionais) contanto que sejam possuídas durante um período mínimo de tempo por acionistas que não sejam titulares de ações representativas, no seu total, iguais ou superiores a 10% do capital social. Uma formulação, no entanto, que vemos com



dificuldade, pelo princípio discriminatório que estaria subjacente no acesso aos direitos especiais que estariam então consagrados.

Mesmo admitindo-a, em tese e enquanto durar em Portugal a dicotomia controlador vs. minoritários, dificilmente observaríamos a formulação posta em prática: mormente por razões comportamentais do controlador que não tenderá a aceitar a perda de poder decisório, cedendo direitos adicionais de voto aos minoritários. Só em determinadas circunstâncias: o risco de conflito de interesses na sociedade ser diminuto ou perante uma representação no capital social que não lhe seja ameaçadora e permita constatar ser mais oportuno, vantajoso e necessário premiar a continuidade do investimento de terceiros na sociedade, mediante uma concessão adicional de direitos de voto.

Conclusão

Vimos que as ações de lealdade (*loyalty shares* ou *l-shares*) procuram resgatar a lealdade do acionista que tende a ser preterida na sua contínua busca pelo lucro resultante de um melhor investimento.

Nesta medida, constituem um convite ao seu (re)ativismo: incentivando a sua permanência e possivelmente convidando-o ao envolvimento na sociedade. Uma aposta através do reconhecimento no investidor a longo prazo.

Não obstante e ainda que bem intencionadas, se mal aplicadas poderão gerar um efeito perverso, agravando o risco de conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários que é muito característico em países como Portugal, nos quais o mercado de capitais encontra-se em vias de desenvolvimento.



É o caso da atribuição de votos adicionais que é proibida nas nossas sociedades anónimas, não obstante a existência de entendimentos diversos que pugnam pela não aplicação da proibição a sociedades cotadas.

Em países em situações idênticas a Portugal e como tivemos em sede própria a oportunidade de analisar, o sistema de premeio da lealdade através da concessão de voto duplo ou múltiplo tem servido a uma solidificação da posição do acionista maioritário ou controlador na sociedade: concedendo-lhe direitos adicionais de voto sem que se tenha feito acompanhar do proporcional incremento da sua participação no capital social. À revelia da regra “uma ação, um voto”.

Ao mesmo tempo, a sociedade pode recorrer ao financiamento através do seu próprio capital sem comprometer a posição do seu acionista controlador.

Um sistema, portanto, que premeia um só único investidor a longo prazo: o controlador.

A concessão de votos duplos pela lealdade não tem, por outro lado, sido bem recebida por parte dos investidores em geral. No estudo/questionário efetuado em Setembro de 2015 pela empresa INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES Inc.⁴⁴ só 15% dos investidores inquiridos admitiram que o sistema de votos adicionais

⁴⁴ Inquérito realizado a um nível global junto de investidores tanto dos Estados Unidos, como do Canadá, América Latina, Europa, Reino Unido, Ásia e outras economias emergentes. Pode ser consultado em <https://www.sidley.com/~media/uploads/201509282016PolicySurveyResultsFINAL.pdf> (última consulta realizada em 12/10/17).



contribuiria para valorizar os acionistas a longo prazo, em contraste com os 25% que elegeram o pagamento de um dividendo de lealdade e os 24% que optaram pela concessão de incentivos fiscais. 95% respondeu que essa valorização seria assegurada de forma mais eficiente mediante um tratamento igualitário entre todos os acionistas. 91% responde que os prêmios de lealdade, incluindo votos adicionais, podem ser discriminatórios entre diferentes acionistas e são ineficazes a premiar investidores a longo prazo.

Mais do que à perspectiva normativa propriamente dita ou àquilo que o mercado de capitais deveria edilicamente representar, parece-nos sugerível atender à realidade que o próprio Direito procura regular e que nos recomenda um outro grau de ponderação em torno da forma como podem ou devem ser aplicadas ações de lealdade.

Diogo Nogueira Celorico Drago