

NOTA PRÉVIA E AGRADECIMENTOS

A tese de doutoramento em ciências jurídicas que agora se publica foi apresentada na Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa no dia 29 de outubro de 2021 e discutida no dia 6 de julho de 2022 perante um júri presidido pelo Professor Fernando Ferreira Pinto (em representação da Reitora da Universidade Católica) e ainda constituído pelos Senhores Professores Alexandre Soveral Martins (arguente), Pedro Maia (orientador), Ana Perestrelo de Oliveira, Rui Pinto Duarte (arguente), Paulo Olavo Cunha, Jorge Pereira da Silva e Daniela Farto Baptista.

A natureza e função de uma tese de doutoramento justificam que, sendo o caso de ser publicada, o texto corresponda, tão literalmente quanto razoável, àquele que foi apresentado, discutido e avaliado. Ocorreram, porém, razões especiais que me levaram a, entre a discussão e a publicação, ter introduzido um conjunto de alterações e atualizações que estão para além de uma revisão formal. Passo a explicar.

O primeiro projeto (completo) da tese foi concluído em fevereiro de 2021, quando o submeti ao Professor Pedro Maia para aquilo que pensávamos então ser uma avaliação final e global. Poucos dias depois, fui surpreendido com a informação (então ainda um rumor) de que o projeto de revisão do Código dos Valores Mobiliários que tinha sido preparado no âmbito da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e seria objeto de discussão em Conselho de Ministros, integrava uma regra que, no essencial, alterava para as sociedades cotadas (e apenas para as sociedades cotadas) a estatuição proibitiva sobre voto plural que estava intocada desde a versão original, de 1986, do Código das Sociedades Comerciais. Quando, a 13 de maio, o Governo aprovou em Conselho de Ministros a proposta de revisão do Código, depois

tornada Proposta de Lei 94/XIV/2, e publicada em Diário da Assembleia da República (DAR, II série A, n.º 133, 2021.05.14), pude confirmar que, efetivamente, constava do articulado uma regra que consagrava a possibilidade de sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral emitirem ações com direito especial ao voto plural, até ao limite de cinco votos por cada ação. Por diferentes palavras, a regra do Código das Sociedades Comerciais, que liminarmente proibia o voto plural nas sociedades anónimas, manteve-se intacta durante trinta e cinco anos, até ao preciso momento em que eu tinha acabado de escrever uma tese sobre o tema.

Esta (então) provável alteração legislativa (ainda dependente da intervenção da Assembleia da República), inesperada, pelo menos na forma que veio a revestir, e destituída de debate público, colocou-me perante uma opção difícil. As anormais circunstâncias do processo e o meu azarado *timing*, justificariam que, se assim o entendesse, entregasse a tese na forma em que a mesma se encontrava, até porque estaria conforme ao direito positivo em vigor no momento da entrega; sabendo, porém, que com toda a probabilidade o regime seria iminentemente alterado, o que faria com que uma tese que queria prospetiva e aberta ficasse desatualizada ainda antes da sua discussão. Podia, como alternativa, esperar pela conclusão do processo legislativo para então decidir o que fazer e, concretizando-se a alteração, para proceder às alterações impostas. Só que isso implicava atrasar a entrega da dissertação e, sobretudo, arriscar uma interrupção nos trabalhos com a qual, estando tão perto da linha de chegada depois de tantos anos, e sobretudo depois de algumas interrupções que se eternizaram e se transformaram em desistências, eu convivia muito mal¹. Ou podia, como última alternativa, assumir que a regra projetada seria aprovada, explicar isso mesmo na introdução do texto, adaptando a tese, por antecipação, à provável nova realidade. Isto, claro, correndo o risco de o projeto, como tantas vezes acontece, ser alterado durante a tramitação do processo legislativo, ou até de a regra não ser aprovada. Optei por esta última alternativa e, por isso, adaptei os dois últimos capítulos da tese, que já estavam desenhados para um cenário de discussão

¹ Confirmando os meus receios, o processo legislativo só foi concluído no dia 31 de dezembro quando, com a aprovação da Lei nº 99-A/2001, foi alterado o Código dos Valores Mobiliários (e também o Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, o Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, o Regime Jurídico da Supervisão de Auditoria, os estatutos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, o Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, e demais legislação conexa.

sobre a admissão regulatória de voto plural, às regras então projetadas. A opção, afortunadamente, não correu mal, já que a nova regra do Código dos Valores Mobiliários, o art. 21^º-D, assim como a generalidade das outras regras revistas, ficou inalterada desde a primeira versão até àquela aprovada pela Assembleia da República, em votação final global, no dia 11 de novembro.

Tendo o regime sido aprovado tal qual estava originalmente desenhado, não me pareceu agora, pelas mesmas razões, ter sentido publicar a tese com base no projeto, antes se impondo uma atualização das referências legais, as quais, claro, estão para além da regra do art. 21^º-D do Código dos Valores Mobiliários. Foi essa a principal razão para a revisão operada, já que isso implicou a atualização de vários trechos da tese: aqueles, precisamente, em que me referia ao projeto legislativo. Tendo feito essa alteração, aproveitei por fazer uma (limitada) atualização bibliográfica e ainda para alterar passagens menos claras que fui detetando, assim como para corrigir algumas incorreções e gralhas, em particular aquelas que me foram apontadas na discussão pública das provas e que, claro, agradeço.

Para aqueles que sejam dados a tarefas arqueológicas, ou que por outra razão pretendam conhecer o texto apresentado, notamos que o original da tese é público e que, com o título “A Dupla Face da Regulação do Voto Plural na Sociedade Anónima”, está depositado para livre consulta na Universidade Católica Portuguesa.

*

Desempenho funções docentes há cerca de trinta anos. Se para muitos sou um advogado que mantém paralelas funções docentes, sei que para outros sou, ou fui, sobretudo, o professor que sabem também ser advogado. Isso honra-me. Sempre tive muito amor por essa faceta da minha vida profissional, aquela que mais me permite tocar na vida dos outros. Foi um caminho que iniciei no já distante ano de 1990, quando fui admitido como Monitor na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa tendo, logo no ano seguinte, prestado provas para Assistente-estagiário com um pequeno *paper* sobre contrato-promessa. Mantive funções docentes na Faculdade de Direito até 2003, tendo o meu caminho passado por cadeiras tão diferentes com o direito das obrigações, direito do trabalho, direito comercial e direito bancário; foi ainda na Faculdade de Direito que prestei as minhas provas de Mestrado, em 1997. Em 2003/2004 mudei-me de regresso para a Universidade Católica, onde me tinha licenciado, e na qual mantenho desde então funções docentes,

hoje na licenciatura, no Mestrado de Direito e Gestão e no programa de LL.M. de International Business Law.

Nunca ter concluído, nestes mais de trinta anos ininterruptos de docência, a minha tese de doutoramento era, confesso, algo que me pesava como um objetivo que ficara por cumprir. Em 2008, naquela que acreditava já ser a vigésima quinta hora, iniciara a redação da minha tese, mas circunstâncias profissionais excepcionais fizeram-me interromper o projeto, e depois dele desistir um ano depois. Honestamente, quando em 2015 completei o meu MBA (um programa em que muito aprendi e cujos ensinamentos estão, creio, abundantemente refletidos no texto desta tese), sentia que era uma forma de, para mim próprio, encerrar este tema para não mais o reabrir. Mas a verdade é que estes processos raramente correm como planeamos e, já em 2018, duas mãos amigas, a do Professor Duarte Pitta Ferraz e a do Professor Pedro Maia, acabaram por fazer renascer o projeto. O primeiro, ao desafiar a minha desistência e a lançar-me o repto, que nunca tinha ponderado até então, de prestar provas de doutoramento em economia. O segundo, ao convencer-me que não devia fazer nada disso, e devia antes ficar no caminho que já era o meu, trabalhando em ciências jurídicas e, desde logo, reabilitando o caminho que já tinha feito desde 2008.

Quiseram circunstâncias da mesma vida profissional que, no início de 2020, poucas semanas antes do início da pandemia, se tenha aberto uma porta para encerrar este processo. Já com bastante trabalho feito e, sobretudo, com uma maturidade diferente, escrevi esta tese, em dedicação quase exclusiva, entre fevereiro de 2020 e final de outubro de 2021. Ouço muitos relatos sobre as dificuldades e angústias do processo intelectual e emocional de escrita de uma tese. Devo dizer que a minha história foi completamente diferente. Foi um período agradável e feliz, pleno de realização profissional e pessoal. Agradeço à vida e ao destino ter-me encaminhado neste sentido. Bem sei que por vezes me encaminhou com menos jeito e carinho do que eu gostaria; mas a vida é mesmo assim.

*

Devo muitos agradecimentos.

Ao Professor Pedro Maia, antes de mais e antes de todos, pela inextinguível ajuda durante a orientação desta tese, devo um enorme agradecimento. O Professor Pedro Maia foi, ao longo de todo o processo e desde a primeira hora, um orientador exemplar e amigo, sempre presente e disponível, sempre

crítico e entusiástico. Procurarei ajudar outros como ele me ajudou, sabendo que essa é a maior homenagem que lhe posso prestar. Agradeço aos demais membros do júri de doutoramento, sobretudo àqueles que tiveram as responsabilidades mais pesadas de arguição, o Professor Alexandre Soveral Martins e o Professor Rui Pinto Duarte, a pertinência das observações críticas apresentadas e, sobretudo, a forma como contribuíram para que o dia 6 de julho de 2022 tenha sido um dia muito feliz. Agradeço à Dra. Ana Rita Cernadas a ajuda prestada na montagem dos ficheiros Excel que suportam os dados empíricos constantes do ponto 6.3 desta dissertação. Agradeço ainda aos muitos Mestres com quem tive o enorme gosto de trabalhar ao longo dos anos, seja na Faculdade de Direito de Lisboa, seja na Universidade Católica, e que são parte essencial do amor que sempre tive à academia e à docência. Sabendo que não posso ser exaustivo, quero recordar aqueles ao lado de quem estive mais anos, e que por isso foram mais presentes: o Professor Menezes Cordeiro, de quem fui assistente durante mais de uma década, assim como o Professor Manuel Carneiro da Frada e o Professor Pedro Romano Martinez, que sempre me honraram com a sua amizade. Uma última palavra nesta sede para agradecer ao Professor Rui Medeiros, que me dirigiu o convite que me trouxe de volta à Universidade Católica, e sem o qual, estou certo, esta tese não existiria.

Sob o ponto de vista institucional, devo um reconhecido agradecimento à Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, onde me licenciiei, que me voltou a acolher há mais de 15 anos, onde venho desempenhando funções docentes, e que, aceitando as especialidades do meu processo, me permitiu avançar para a apresentação e discussão da tese num prazo muito curto. Esta é a minha casa e é muito bom quando, num momento tão importante, nos sentimos em casa. Dirijo este agradecimento através das pessoas dos dois Diretores da Escola de Lisboa da Faculdade de Direito que atravessaram este projeto e que, com paciência e amizade, aturaram as minhas ansiedades – o Professor Jorge Pereira da Silva e a Professora Ana Taveira da Fonseca. Ainda uma palavra para a ajuda inexcedível dada pelos funcionários da Biblioteca João Paulo II que, sobretudo durante os isolados tempos de pandemia, me foram digitalizando centenas de textos, assim permitindo que os trabalhos não fossem interrompidos. Uma palavra, por fim, para o *Max-Planck Institut für ausländisches und internationales Privatrecht* que me acolheu em duas estadias que me pareceram tão curtas como profícuas. O Max-Planck é uma grande instituição, com condições de trabalho excepcionais, e só tenho pena de, sobretudo face aos tempos de pandemia que se viviam, não me ter sido possível alargar as estadias em Hamburgo.

Deixei para o fim os agradecimentos mais importantes, aqueles sem os quais nenhuma da felicidade que alimenta estas linhas existiria e, por isso, aqueles sem os quais nenhuma destas linhas existiria. O agradecimento à minha querida família, que, com uma paciência infinita, aturou os humores que inevitavelmente marcam um processo destes, nunca deixando de apoiar este meu projeto, e que está presente em cada uma das linhas escritas (mesmo nas longas notas de rodapé, que a Marta, sob fortes protestos, fazia o favor de rever). E o agradecimento aos meus queridos amigos, aqui incluindo, agora, os meus sócios e colegas de escritório, que sempre incentivaram este projeto, o alimentaram e me deram muita força. Devo-lhes, a todos, muito.

Agosto de 2022

JORGE BRITO PEREIRA

RESUMO

A presente dissertação versa sobre a estipulação de voto plural na sociedade anónima – um dos temas centrais do *corporate governance* moderno é precisamente o papel, mais ou menos protagonista, dos acionistas na governação da sociedade anónima e, em particular, da sociedade cotada – e sobre a relevância que deve ser atribuída ao princípio *one share, one vote* num contexto de profundas alterações na forma como se organiza o governo societário moderno. Desde a aprovação do CSC, em 1986, que a estipulação de voto plural na sociedade anónima era entre nós proibida. Foi, no entanto, recentemente aprovada uma revisão do CVM que inclui uma regra habilitadora da emissão de ações de categoria especial com voto plural – até ao limite de cinco votos por ação – para as sociedades cotadas (ou para sociedades que estejam em processo de admissão à cotação). A introdução desta regra significa uma profunda modificação – embora não generalizável a todas as sociedades anónimas – da norma tradicional entre nós, assim aproximando o regime nacional de jurisdições como a norte-americana, a inglesa, a francesa e a italiana. Analisaremos neste trabalho como se desenvolveu cada um desses regimes e como deve, hoje, ser perspectivada a opção de cada um dos legisladores. De um dos lados da barricada estão aqueles que consideram que os sistemas de voto plural geram os incentivos errados de governo, nomeadamente ao nível da extração e apropriação de vantagens privadas de controlo, e induzem a formação de estruturas acionistas em que o *market for corporate control* não funciona adequadamente; de outro, estão aqueles que afirmam que se trata, antes de mais, de um tema de liberdade (que a geografia acaba por resolver, uma vez que, existindo jurisdições com maior liberdade que outras, ocorre um fenómeno natural de deslocalização para as primeiras,

que, não acidentalmente, são na maior parte dos casos as que têm mercados mais profundos e eficientes) e de resposta a problemas sérios de governo societário, como sejam, por exemplo, aqueles causados por acionistas ativistas e investidores ancorados a estratégias muitas vezes oportunistas e de curto prazo, ao mesmo tempo que permitem criar maiorias estáveis, focadas em objetivos de médio e longo prazo, que se refletem em administrações também estáveis e alinhadas com a visão dos promotores. Trata-se de um debate que, no entanto, não é binário – há um espaço intermédio em que o voto plural pode ser regulado, os abusos podem ser prevenidos e, afinal, o voto plural pode ser o catalisador para um conjunto de consequências positivas, sem que estas importem, na mesma ou em maior medida, necessárias consequências negativas. Verificaremos que o legislador nacional nem sempre soube aprender com as lições da história na construção das soluções adotadas.

Palavras-Chave: *Voto plural, ações de lealdade, “uma ação, um voto”, direito de voto dos acionistas, direitos dos acionistas, assembleia geral, corporate governance.*

ABSTRACT

This dissertation deals with multiple voting rights shares – one of the most important debates of modern corporate governance concerns the role of shareholders in the balance of power of joint-stock companies and of publicly traded companies – and with the relative relevance of the “one share, one vote” principle in a context where modern corporate governance is changing profoundly and dramatically. Since 1986, with the enactment of the Companies’ Code, multiple voting rights shares were not allowed in Portugal for joint-stock companies. However, in the context of a recent global revision of the Securities’ Code, the possibility of issuing multiple voting rights shares – with up to five votes per share – in the case of listed companies (or companies on the process for listing) was approved, hence changing radically the traditional rule, and therefore putting the Portuguese regime closer to countries such as the United States, United Kingdom, France, or Italy. An historical and critical analysis of the evolution of regulation in these systems is performed to put in perspective the option of each jurisdiction. On opposite sides of the fence, we have those that believe multiple voting rights create the wrong set of governance incentives, in particular on what concerns the extraction of private benefits of control, and contribute for the creation of legal structures and vehicles in which the market for control is highly inefficient, and those who believe this issue is above all a matter of economic and legal freedom (that geographic distance ends up solving in practical terms because of issues such as regulatory competition and the attraction of new investment by deeper and more liquid capital markets) and of response to important problems of corporate governance such as those caused by activist and opportunistic investors with short term strategies. Simultaneously, such

solutions align the incentives for coherent majorities among shareholders, and stable boards of directors, focused on medium and long-term goals. We will reach the conclusion that this is a non-binary debate – there is room for a proper and articulated regulation of multiple voting rights shares, in a way that can prevent its abuses and promote multiple voting rights as a catalyst for several positive results without the symmetrical negative effects. However, the Portuguese regulator did not learn all lessons of history with the new regime.

Keywords: *Multiple voting rights shares, loyalty shares, “one share, one vote”, shareholder voting rights, shareholder rights, shareholders meeting, corporate governance.*

ÍNDICE GERAL

| | |
|---|-----|
| NOTA PRÉVIA E AGRADECIMENTOS | 9 |
| RESUMO | 15 |
| ABSTRACT | 17 |
| I. INTRODUÇÃO | 19 |
| 1. Introdução | 19 |
| 1.1. O acionista e o poder de voto | 19 |
| 1.2. As coordenadas da investigação | 29 |
| 2. O voto plural | 55 |
| II. O CONTEXTO | 69 |
| 3. O primeiro problema de agência | 69 |
| 4. O segundo problema de agência | 81 |
| 5. A geografia do <i>corporate governance</i> | 97 |
| 5.1. A visão tradicional dos dois paradigmas de controlo acionista | 97 |
| 5.2. O caso particular do mercado de capitais português | 104 |
| 5.3. Ainda sobre o mercado português – a conjugação de apropriação de vantagens privadas do controlo, CEM e OPA obrigatória | 109 |
| 6. O (novo) papel dos acionistas institucionais | 117 |
| 6.1. Concentração de capital, ativismo e <i>passive investment</i> | 117 |

| | | |
|-------|--|-----|
| 6.2. | <i>Proxy Advisors</i> e novos problemas de alinhamento de voto | 145 |
| 6.3. | A experiência portuguesa – alguns dados empíricos | 153 |
| III. | <i>ONE SHARE, ONE VOTE</i> | 157 |
| 7. | O princípio | 157 |
| 8. | As exceções ao princípio <i>one share, one vote</i> | 202 |
| 8.1. | Em geral | 202 |
| 8.2. | Instrumentos estatutários e, em particular, o caso dos <i>voting caps</i> | 206 |
| 8.3. | Instrumentos societários e, em particular, o caso das estruturas piramidais | 213 |
| 8.4. | Instrumentos legais e, em particular, o caso das <i>golden shares</i> | 218 |
| 8.5. | Instrumentos contratuais | 226 |
| 9. | <i>One share, one vote</i> na UE | 227 |
| 9.1. | Do Relatório <i>Winter</i> à Diretiva das OPA | 227 |
| 9.2. | Do <i>action plan</i> de 2003 ao Estudo do ISS de 2007 | 230 |
| 9.3. | O <i>action plan</i> de 2012 | 233 |
| 10. | Desenvolvimentos recentes na União Europeia | 236 |
| 10.1. | França (remissão) | 236 |
| 10.2. | Itália (remissão) | 237 |
| 10.3. | Portugal – o DL n.º 20/2016, de 20 de abril | 237 |
| 10.4. | A revisão do Código dos Valores Mobiliários | 239 |
| IV. | <i>RISK DECOUPLING</i> – A DESCONSTRUÇÃO ECONÓMICA DA AÇÃO | 241 |
| 11. | <i>Decoupling</i> positivo e <i>decoupling</i> negativo | 241 |
| 12. | Instrumentos derivados e <i>negative decoupling</i> | 253 |
| 13. | <i>Short selling</i> e <i>negative decoupling</i> | 268 |
| 14. | Outros casos de <i>negative decoupling</i> : em particular, o empréstimo de ações e a <i>record date capture</i> | 275 |
| 15. | <i>Positive decoupling</i> | 292 |
| 16. | A sindicabilidade do <i>risk decoupling</i> | 302 |
| 16.1. | O voto e a exposição ao risco de capital | 302 |
| 16.2. | O dever de lealdade dos acionistas e o <i>decoupling</i> | 316 |
| 16.3. | O <i>risk decoupling</i> e a transparência | 329 |

| | |
|---|-----|
| V. A PROIBIÇÃO DO VOTO PLURAL NAS SOCIEDADES ANÓNIMAS NÃO COTADAS | 333 |
| 17. O caminho para a regra proibitiva do CSC | 333 |
| 17.1. Em geral | 333 |
| 17.2. O Código Comercial de 1833 e a Lei das Sociedades Anónimas de 1867 | 336 |
| 17.3. O Código Comercial de 1888 | 340 |
| 17.3. As ações privilegiadas na Europa continental no início de século | 351 |
| 17.4. Os abusos; o caso especial do direito português | 356 |
| 17.5. O Código das Sociedades Comerciais e a proibição do voto plural | 364 |
| 18. O voto plural no ambiente anglo-saxónico | 366 |
| 18.1. A experiência norte-americana | 366 |
| 18.1.1. Da regra da NYSE de 1926 à moratória de 1984 | 366 |
| 18.1.2. Do Regulamento 19C de 4 de julho ao presente | 373 |
| 18.1.3. O regime do voto plural nos Estados Unidos | 383 |
| 18.2. A experiência inglesa | 393 |
| 18.2.1. As origens do sistema britânico | 393 |
| 18.2.2. O <i>Companies Act</i> | 394 |
| 18.2.3. A admissão à cotação na LSE | 398 |
| 19. A proibição do voto plural no Código das Sociedades Comerciais | 400 |
| 20. A admissibilidade do voto plural fora do universo das sociedades anónimas; o caso especial das associações e das cooperativas | 415 |
| VI. A ADMISSIBILIDADE DO VOTO PLURAL NAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTADAS | 423 |
| 21. O caminho para a regra permissiva do CVM | 423 |
| 21.1. Antecedentes e outras circunstâncias | 423 |
| 21.2. A <i>Loi Florange</i> | 426 |
| 21.3. O <i>Decreto Competitività</i> 2014 | 429 |
| 21.4. A reforma da LSC em Espanha | 435 |
| 21.5. A necessidade de regulação do voto plural | 436 |
| 22. O voto plural e as sociedades cotadas | 438 |

| | |
|---|-----|
| 23. O voto plural e as categorias de ações | 448 |
| 23.1. O conteúdo normal da posição de socialidade | 448 |
| 23.2. Os direitos especiais | 456 |
| 23.3. Constituição de direitos especiais de natureza patrimonial | 476 |
| 23.4. Constituição de direitos especiais de natureza política | 478 |
| 23.5. O voto plural e as categorias de ações; as ações de lealdade e a regra do CVM | 483 |
| 24. A introdução do sistema de voto plural e de ações de lealdade | 491 |
| 24.1. Em geral | 491 |
| 24.2. Aumento de capital para emissão de ações com voto plural | 495 |
| 24.3. Conversão de ações ordinárias em ações de categoria especial | 500 |
| 24.4. A majoração do voto das ações de lealdade | 502 |
| 25. <i>Quora</i> , <i>voting caps</i> e exercício de outros direitos | 505 |
| 25.1. As regras de <i>quorum</i> | 505 |
| 25.2. Os <i>voting caps</i> | 510 |
| 25.3. Exercício de outros direitos | 512 |
| 26. Direito de exoneração | 513 |
| 27. A modulação do voto | 517 |
| 28. O voto plural e a OPA obrigatória | 519 |
| 29. A transmissão de ações | 527 |
| 30. A eliminação do voto plural e as <i>sunset provisions</i> | 531 |
| 31. O caso especial dos <i>warrants</i> e dividendos de lealdade | 537 |
| VII. CONCLUSÕES | 551 |
| Das coordenadas da investigação | 551 |
| Da proibição do voto plural para as sociedades anónimas não cotadas | 556 |
| Da admissibilidade do voto plural nas sociedades anónimas cotadas | 559 |
| BIBLIOGRAFIA | 567 |
| REGRAS DE CITAÇÃO E ORGANIZAÇÃO DA BIBLIOGRAFIA | 615 |
| ABREVIATURAS | 617 |