

## AS RECENTES ALTERAÇÕES AO CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS EM MATÉRIA DE AÇÕES PREFERENCIAIS

### As recentes alterações ao Código das Sociedades Comerciais em matéria de Ações Preferenciais

Através do DL 26/2015, o Governo português promoveu a mais recente revisão do Código das Sociedades Comerciais, destacando-se nesta revisão a alteração do regime das ações preferenciais, cujo quadro normativo foi dotado de maior flexibilidade, procurando-se assim incentivar a criação de alternativas ao financiamento bancário e a captação de capitais junto dos investidores.

#### PALABRAS CLAVE

DL 26/2015; Ações Preferenciais; Dividendo Prioritário; Investidores Qualificados.

### The recent amendments to the Portuguese Companies Code regarding Preference Shares

By means of DL 26/2015, the Portuguese Government promoted the most recent review of the Portuguese Companies Code and, in particular, the amendment of the preference shares' regime. Thereby it was granted more flexibility to the preference shares' legal framework thus seeking to encourage the companies' funding by investors and the creation of alternatives to the banking financing.

#### KEY WORDS

DL 26/2015; Preference Shares; Priority Dividend; Qualified Investors.

Fecha de recepción: 15-9-2015

Fecha de aceptación: 15-10-2015

### O DECRETO-LEI N.º 26/2015, DE 6 DE FEVEREIRO

No contexto da política económica subjacente ao Programa de Assistência Económica e Financeira a Portugal iniciado em 2011, recentemente concluído, o Governo Português implementou através do Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de fevereiro (o «DL 26/2015»), uma série de medidas visando, como expressamente esclarece o preâmbulo do diploma, a promoção de «um contexto favorável à aceleração do crescimento económico», sublinhando-se ainda que se trata do «momento apropriado para a revisão (...) com o objetivo de promover alternativas ao financiamento bancário, nomeadamente alargando as opções de financiamento através de instrumentos híbridos de capital». O DL 26/2015 operou assim a mais recente revisão ao Código das Sociedades Comerciais (o «CSC»), concentrando-se na alteração do regime jurídico das ações preferenciais sem direito de voto (antes, as «ações preferenciais sem voto») e das ações preferenciais remíveis – este diploma veicula também uma importante alteração ao regime jurídico das obrigações, principalmente no que tange (i) aos tipos/modalidades de obrigações, (ii) às regras de emissão e (iii) ao representante comum dos obrigacionistas.

### AÇÕES PREFERENCIAIS SEM DIREITO DE VOTO O MONTANTE DO DIVIDENDO PRIORITÁRIO

Começaremos por destacar a alteração ao limiar mínimo que o dividendo prioritário poderá assumir, que, por força da alteração do artigo 341.º, n.º

2, deixa de se cifrar em 5% do respetivo valor nominal («ou, na falta deste, do seu valor de emissão, deduzido de eventual prémio de emissão») para poder agora representar apenas 1% daquele valor. Esta disposição é aplicável não só ao valor do dividendo prioritário, a ser pago em função dos lucros distribuíveis da sociedade (ou seja, «retirado dos lucros que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º, possam ser distribuídos aos acionistas»), mas também, por outro lado, ao valor devido ao acionista titular destas ações em caso de liquidação da sociedade (a ser pago também com prioridade face aos acionistas ordinários).

Esta alteração assume grande relevância na medida em que flexibiliza a emissão de ações preferenciais pelas empresas portuguesas ao reconhecer-lhes maior liberdade na estipulação do valor do dividendo prioritário a ser pago aos investidores titulares de ações preferenciais sem direito de voto, promovendo um melhor funcionamento do mercado de capitais e reservando às sociedades emitentes uma acrescida liberdade quanto à afetação dos lucros distribuíveis nesta matéria. Sendo de aplaudir esta alteração, que confere maior agilidade às sociedades quanto ao seu financiamento, poder-se-á, porém, perguntar qual o motivo que terá levado o legislador a contentar-se com a cifra de 1%.

Esta questão prende-se com a tensão entre a tutela jurídica do acionista que se vê privado do direito de voto, um dos direitos centrais na esfera jurídica do titular de participação social, e, por outro lado, a liberdade que se deverá reconhecer às sociedades comerciais quanto à emissão de instrumentos financeiros. A figura do privilégio patrimonial (nes-

te caso, o dividendo prioritário) surge assim como a compensação pela privação daquele direito social (o direito de voto), motivo pelo qual o nosso legislador considerou que deveria ser assegurado ao titular de ações preferenciais sem direito de voto uma compensação mínima pela limitação da sua posição económico-jurídica na sociedade.

## A NATUREZA DA PRIORIDADE

Outra das alterações de relevo em sede do regime das ações preferenciais sem direito de voto respeita à prioridade do dividendo, ou seja, ao modo e momento em que é pago o dividendo prioritário. O legislador aproveitou esta revisão do CSC para clarificar este regime, que durante anos motivou várias querelas doutrinárias, consagrando assim uma natureza tripartida da prioridade do dividendo. À luz do artigo 341.º, n.ºs 3 e 4, são agora previstas três modalidades de dividendo prioritário, que preferimos categorizar pelas seguintes denominações por referência à sua natureza: (i) natureza dedutiva (regime geral), (ii) natureza cumulativa ou adicional, e por fim (iii) natureza preclusiva. Vejamos em que consiste esta tríade de modalidades.

### Dividendo prioritário: natureza dedutiva

No âmbito do regime geral supletivo, onde o dividendo prioritário assume natureza dedutiva, a primeira parte do artigo 341.º, n.º 3, dispõe: «O dividendo referido no número anterior atribui aos titulares de ações sem direito de voto uma prioridade no seu recebimento face aos demais acionistas». Entende-se, pois, como um dividendo prioritário de natureza dedutiva aquele dividendo que, retirado dos lucros distribuíveis nos termos legais, deverá ser pago aos acionistas titulares de ações preferências sem direito de voto antes de serem pagos os dividendos devidos, nos termos gerais, aos restantes acionistas. Posteriormente, na distribuição do remanescente dos lucros distribuíveis, serão deduzidas aos lucros a que aqueles acionistas tenham direito as importâncias recebidas a título de dividendos prioritários. Este entendimento reflete aquela que era a tese doutrinária dominante antes do DL 26/2015.

### Idem: natureza cumulativa

Por conseguinte, é no seio da segunda parte do artigo 341.º, n.º 3, onde é consagrada a modalidade de

dividendo prioritário de natureza cumulativa, que, por processo hermenêutico de interpretação *a contrario*, se descobre a expressão real do regime geral supletivo. Analisemos então a segunda parte da norma citada que ora se transcreve: «*exceto se o contrato de sociedade estabelecer que o mesmo atribui o direito a um dividendo adicional, o qual, além de ser pago com prioridade, deve acrescer aos dividendos a atribuir a cada acionista*». Como se vê, o legislador vem agora expressamente permitir que as sociedades, por estipulação no contrato de sociedade, estabeleçam que as ações preferenciais sem direito de voto confirmam um dividendo prioritário, a ser pago nos termos expostos no parágrafo anterior, que representará um acréscimo aos dividendos devidos a todos os acionistas nos termos gerais (incluindo os acionistas titulares daquelas ações preferenciais). Nestes casos, o acionista titular das ações preferenciais sem direito de voto, para além de ter direito ao recebimento do dividendo prioritário, mantém o seu direito a participar, em condições de igualdade com os restantes acionistas, na partilha do remanescente dos lucros da sociedade que esta deliberar distribuir.

### Idem: natureza preclusiva

Por fim, é de modo completamente inovador que o legislador introduz o n.º 4 do artigo 341.º, por intermédio do qual consagra o dividendo prioritário de natureza preclusiva. Como facilmente se percebe pela redação da norma («*o contrato de sociedade pode prever que as mesmas apenas conferem direito ao dividendo prioritário previsto no contrato de sociedade, não participando do remanescente dos dividendos a atribuir a todas as ações*»), estamos perante um dividendo que é pago antes da distribuição de dividendos por todos os acionistas mas que se esgota neste momento, desta forma privando titulares de ações preferenciais sem direito de voto de participar na partilha do remanescente dos lucros distribuíveis com os restantes acionistas. Uma vez que estamos perante uma situação de manifesta desproteção dos acionistas titulares de ações preferenciais sem direito de voto, que apenas recebem a percentagem fixada para o dividendo prioritário, para além da exigência de estipulação no contrato de sociedade, achou conveniente o legislador limitar esta modalidade a situações em os investidores não careçam de elevado grau de proteção legal, exigindo a verificação simultânea dos seguintes requisitos: (i) serem as ações preferenciais «*subscritas exclusivamente por investidores qualificados*», e (ii)

que estas ações preferenciais «*não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado*». Esta matéria insere-se no novo regime excecional introduzido, pelo que remetemos melhor desenvolvimento para os próximos parágrafos.

### **(FALTA DE) PAGAMENTO DO DIVIDENDO PRIORITÁRIO**

Outra das alterações relevantes ao regime das ações preferenciais sem direito de voto tem a ver com as consequências da falta de pagamento do dividendo prioritário e os meios legais de reação dos credores do dividendo prioritário. Tal matéria é tratada no artigo 342.º (remete-se para o ponto seguinte o tratamento do artigo 342.º, n.º 4, bem como das restantes remissões feitas para o mesmo pelos outros números da disposição legal citada).

Relativamente a este artigo, cumpre começar por dar nota do aditamento da expressão «*de determinação exercício*» à redação do artigo 342.º, n.º 1 que apenas visou clarificar a redação da norma, pondo fim à dispersão interpretativa protagonizada pela doutrina nacional sobre se nesta norma se estaria a falar do dividendo prioritário devido pelo respetivo exercício ou se, diferentemente, aqui se incluíam os dividendos prioritários de exercícios anteriores que não tivessem sido pagos. Nos termos desta norma, a distribuição em causa é feita apenas pelos credores de dividendos prioritários do exercício a que os lucros distribuíveis respeitam.

De maior relevância, é a consagração da possibilidade das sociedades, desde que tal esteja previsto no contrato de sociedade, estabelecerem um número de exercícios superior para o pagamento integral do dividendo prioritário que não tenha sido totalmente satisfeito, como resulta da parte final do artigo 342.º, n.º 2, onde se lê: «*sem prejuízo (...) de o contrato de sociedade poder prever um número de exercícios superior*». Ou seja, enquanto antes do DL 26/2015 o dividendo prioritário que não fosse integralmente pago num exercício social deveria ser obrigatoriamente pago nos três exercícios seguintes, desde que existissem lucros distribuíveis, com a presente revisão do CSC passa a estar na disponibilidade das sociedades definirem no contrato de sociedade um número de exercícios superior para o pagamento de dividendos prioritários em dívida.

Para além disso, o legislador consagrou expressamente um mecanismo de reação a favor dos titulares de ações preferenciais sem direito de voto em

caso de falta de pagamento do dividendo prioritário. Com efeito, o novo n.º 5 do artigo 342.º dispõe o seguinte: «*Existindo lucros distribuíveis, a sociedade é obrigada a proceder ao pagamento do dividendo prioritário, sendo o direito ao recebimento deste último suscetível de execução específica*». A norma vem confirmar que apenas há a obrigação de pagar dividendos prioritários caso existam lucros distribuíveis. Contudo, lamentavelmente, o legislador não esclareceu a questão do momento do nascimento da obrigação do pagamento do dividendo prioritário: esta obrigação de pagamento nasce com a apresentação dos resultados e consequente apuramento dos lucros distribuíveis, ou, diversamente, a obrigação só nasce com a deliberação de distribuição de dividendos? Em nosso entender, e sem nos alongarmos muito por não ser este o objetivo deste texto, a mera existência de lucros distribuíveis não pode criar um direito automático ao recebimento de dividendos prioritários. O legislador não se pode substituir à assembleia geral de acionistas na determinação da alocação dos lucros distribuíveis. É aos acionistas que compete decidir o destino dos lucros distribuíveis e não cremos que esta norma possa criar um direito direto de ação aos titulares de ações preferenciais sem direito de voto, pelo simples facto de existirem lucros distribuíveis. Cabe aos acionistas, em sede própria, decidir o que fazer com os mesmos.

### **NOVO REGIME EXCECIONAL: A ÊNFASE DOS INVESTIDORES QUALIFICADOS**

A introdução deste novo regime excecional representa também uma das grandes alterações promovidas pela revisão do CSC, nascendo o mesmo da introdução de novos números, quer no artigo 341.º, quer também no artigo 342.º. Como já referimos anteriormente a aplicação deste regime encontra-se condicionada à verificação cumulativa de um pressuposto (a estipulação no contrato de sociedade) e de dois requisitos: (i) serem as ações preferenciais «*subscritas exclusivamente por investidores qualificados*», e (ii) que estas ações preferenciais «*não sejam admitidas à negociação em mercado regulamentado*». Quanto ao segundo requisito realça-se o facto de com esta imposição se impedir que estas ações preferenciais circulem num mercado aberto a todo o tipo de investidores, ou seja, há uma tentativa de circunscrição deste regime a um grupo de destinatários: os investidores qualificados. Assim, o ponto de partida para a compreensão deste regime será a análise do artigo 30.º do Código dos Valores

Mobiliários (o «CVM»), onde encontramos o elenco de entidades consideradas «*investidores qualificados*».

Sem analisar pormenorizadamente este elenco impera, no entanto, que se identifique o seu denominador comum. De acordo com este elenco os investidores qualificados são-no, essencialmente, por pelo menos um de três motivos: (i) por serem entidades (sociedades, fundos, instituições ou organismos de direito público, etc.) cujo respetivo objeto é a atividade de investimento, ou que com ela está estreitamente ligado; (ii) pela dimensão patrimonial da própria entidade (cfr. artigo 30.º, n.º 1, al. k) do CVM); ou (iii) por serem pessoas singulares com conhecimentos técnicos nesta área de atividade. Evidencia-se deste modo que, nos termos do CVM, a pedra de toque na categoria dos investidores qualificados é o conhecimento do mercado de investimento e a consequente desnecessidade de proteção legal em igual medida.

Uma vez assente a razão pela qual é instituído este novo regime excecional, cabe agora enumerar as ramificações do mesmo no seio do regime legal das ações preferenciais sem direito de voto. Em primeiro lugar, este regime consagra, de modo absolutamente inovador, a natureza preclusiva do dividendo prioritário, matéria já abordada e para a qual remetemos. Coerentemente, este regime excecional estende-se também ao artigo 342.º, desta forma prevendo desvios ao regime geral da falta de pagamento do dividendo prioritário. Sob a cobertura legal da qualificação do investidor, nos termos das alíneas do artigo 342.º, n.º 4, as sociedades podem emitir ações preferenciais: a) cuja falta de pagamento do dividendo prioritário não implique a obrigação deste pagamento nos três exercícios seguintes; b) cujo dividendo prioritário se considere perdido nos exercícios em que não existam lucros distribuíveis; c) que se convertam em ações ordinárias em função da deterioração financeira da sociedade; ou d) cuja atribuição de direitos de voto por falta de pagamento do dividendo prioritário seja deferida por um período máximo de cinco exercícios.

#### «Ações preferenciais de outros tipos»

Com o aditamento do artigo 344.º-A, o DL 26/2015 não deixa dúvidas quanto ao seu objetivo de flexibilização do financiamento societário através de instrumentos financeiros e introduz um preceito marcado pela liberdade de conformação do conteúdo dos instrumentos financeiros que confere às

sociedades emitentes, mormente, as ações preferenciais. À luz desta nova norma, respeitadas as imposições decorrentes dos artigos 24.º e 302.º, referentes, respetivamente, aos direitos especiais e às categorias de ações, está agora ao alcance das sociedades comerciais a emissão de ações preferenciais que confirmam dividendo prioritário ou quaisquer direitos especiais expressamente previstos no contrato de sociedade, mesmo que estas ações simultaneamente confirmam ordinariamente direitos de voto.

Assim, sem prejuízo do regime das ações preferenciais sem direito de voto – e dos seus preceitos imperativos –, podem agora ser emitidas ações preferenciais que, incluindo direitos de voto como as ações ordinárias, confirmam simultaneamente direitos especiais, inclusivamente aqueles que consubstanciem vantagens patrimoniais (como é o caso do dividendo prioritário). A interpretação desta norma, contudo, deverá ser cautelosamente amparada pela devida interpretação sistemática. Com efeito, inserindo-se a norma no Capítulo III («Ações» – artigos 298.º e seguintes) do Título dedicado às sociedades anónimas, não se poderá deixar de considerar que estamos perante ações representativas do capital social e que, por conseguinte, estão igualmente sujeitas a todos os preceitos imperativos aplicáveis, quer da parte geral do CSC, quer do título dedicado às sociedades anónimas. A título de exemplo, também estas ações não poderão por estipulação de direito especial contornar as normas de conservação de capital previstas na parte geral do CSC.

#### AÇÕES PREFERENCIAIS REMÍVEIS

O DL 26/2015 limitou-se a efetuar pontuais alterações formais, incidindo a revisão desta matéria apenas sobre a redação das normas, não configurando qualquer alteração de conteúdo relevante. A primeira alteração a sublinhar refere-se ao aditamento da expressão «*ainda que não tenham direito de voto*», no âmbito do artigo 345.º, n.º 1. Assim, esclarece expressamente o legislador que também as ações preferenciais sem direito de voto poderão ficar sujeitas a remição por estipulação nas respetivas condições de emissão.

Por sua vez, assumem maior relevância as alterações aos n.ºs 4 e 6 do artigo 345.º, na medida em que vêm corrigir um erro introduzido pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de maio (o «DL 49/2010»). Com efeito, à boleia da grande alteração que promoveu no CSC (a introdução da figura das ações sem valor nominal), o DL 49/2010 erradamente

alterou o artigo 345.º, n.º 6, sendo que essa alteração se destinava ao n.º 4 e não ao n.º 6. Por força deste manifesto lapso, durante o hiato entre os diplomas o artigo 345.º teve dois números com redações quase coincidentes, situação agora corrigida. Assim, o DL 26/2015 ripristinou a norma constante do artigo 345.º, n.º 6, na versão anterior ao DL 49/2010, referente à obrigação de constituição de reserva especial para assegurar o pagamento da remição, adaptando-a às ações sem valor nominal.

Note-se ainda que foi alterada a redação do artigo 345.º, n.º 10, contudo, tal alteração consubstancia apenas uma clarificação da linguagem, não importando qualquer alteração de conteúdo. Esclarece a nova redação do preceito que o incumprimento previsto corresponde ao incumprimento da obrigação da sociedade de remir as ações, e não outra obrigação adjacente.

**PEDRO FERREIRA MALAQUIAS e MANUEL BARBOSA MOURA\***

---

\* Advogado do Departamento de Bancário e Seguros da Uría Menéndez - Proença de Carvalho (Lisboa) e Advogado Estagiário do Departamento de Bancário e Seguros da Uría Menéndez - Proença de Carvalho (Lisboa), respetivamente.