

## ONE SHARE, ONE VOTE – OS TETOS DE VOTO E AS ALTERAÇÕES INTRODUZIDAS PELO DECRETO-LEI N.º 20/2016

### **One share, one vote – os tetos de voto e as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 20/2016**

A regra *one share, one vote*, prevista entre nós no artigo 384.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais e expoente máximo do princípio da proporcionalidade entre participação económica e direitos de voto, é tradicionalmente considerada como uma das regras de ouro do *corporate governance*.

Os tetos de voto traduzem um desvio à regra *one share, one vote*, servindo, essencialmente, como forma de tutelar os acionistas minoritários contra acionistas controladores, em particular, defendendo-os contra ofertas públicas de aquisição hostis lançadas por estes.

Muito embora o mérito desta regra tenha vindo a ser posto em causa, a *one share, one vote* rule continua – ainda – solidamente instituída no Direito português.

O recente Decreto-Lei 20/2016, de 20 de abril, vem reafirmar o compromisso com a *one share, one vote* rule, obrigando as instituições de crédito a proceder à revisão periódica das suas cláusulas estatutárias que prevejam tetos de voto e facilitando a sua revogação ou alteração.

### **One share, one vote – voting caps and the modifications enacted by Decree-Law no. 20/2016**

The *one share, one vote* rule, set forth in article 384, no. 1 of the Portuguese Commercial Companies Code, and which represents the clearest expression of the proportionality between economic risk and voting rights, is traditionally considered to be one of the golden rules of corporate governance.

Voting caps are a deviation from the *one share, one vote* rule, and are mainly used to protect minority shareholders against controlling shareholders and hostile takeovers launched by the latter.

Even though there has been a trend questioning the merits of this rule, the dogma of the *one share, one vote* rule still remains solidly in force in the Portuguese legal framework.

The recent Decree-Law 20/2016, of 20 April, restates the commitment to the *one share, one vote* rule, forcing credit institutions to periodically revise the provisions of their articles of association which set forth voting caps, and simplifying the process to revoke or modify such provisions.

#### **PALAVRAS-CHAVE**

Ações, Tetos de voto, Direitos de voto, Medidas defensivas, Governo societário.

#### **KEY WORDS**

Shares, Voting caps, Voting rights, Defensive measures, Corporate, governance.

Fecha de recepción: 15-9-2016

Fecha de aceptación: 30-10-2016

### **A ONE SHARE – ONE VOTE RULE**

O princípio *one share – one vote*, traduzindo a ideia de correspondência plena entre a titularidade de ações e de direitos de voto, é tradicionalmente considerado como uma das regras de ouro do *corporate governance*.

Na base deste princípio está a premissa de que são os acionistas, na proporção das ações de que são titulares, os mais legitimados para tomar decisões relativamente à sociedade, na medida em que são eles quem suporta o risco económico associado a essas ações sendo, por conseguinte, também os mais interessados na maximização do valor da sociedade.

No entanto, ao longo do tempo, este princípio foi – e continua a ser – objeto de ampla discussão, sobretudo no palco internacional.

Desse debate resultou, de forma particularmente visível nos E.U.A., a alternância cíclica entre uma regulamentação mais favorável a este princípio e uma regulamentação mais flexível quanto à admissibilidade de desvios ao mesmo.

Entre os desvios à *one share – one vote* rule (*control-enhancing mechanisms*), incluem-se, por exemplo, as *dual-class structures* (seja com ações preferenciais sem voto, seja com ações com voto duplo ou múltiplo), os direitos especiais de controlo atribuídos a determinados acionistas (caso das *golden shares*), os tetos de voto (*voting caps*) e as participações em pirâmide (*pyramid structures*) ou cruzadas (*cross-shareholdings*) (cf., a este respeito, LUCIAN AYE BEBCHUK, REINIER KRAAKMAN e GEORGE TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights*, Harvard Law School Olin Discussion Paper No. 249, 1999, págs. 4 e ss.).

Na Europa, o interesse sobre este princípio renasceu em 2002, com a contratação, pela Comissão Europeia, de um estudo sobre aspetos relacionados com ofertas públicas de aquisição, e que incidiu, em particular, sobre as (des)vantagens em tornar o princípio *one share – one vote* obrigatório a nível europeu – este estudo deu origem ao *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids*, comumente designado de *Winter Report* (disponível em <http://ec.europa.eu/>

[internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report\\_en.pdf](#)).

Este estudo começa por afirmar que as ofertas públicas de aquisição, podendo embora acarretar alguns riscos, são, em geral, benéficas para os acionistas e demais *stakeholders* e que as mesmas são influenciadas por uma multiplicidade de fatores, quer fatores gerais, quer fatores especificamente relacionados com as sociedades, incluindo-se nesta segunda categoria a proporcionalidade entre direitos de voto e risco económico (referindo-se que num mercado de capitais aberto, os maiores investidores institucionais preferem, à partida, investir em sociedades em que se verifique essa proporcionalidade). O estudo parte igualmente da constatação das grandes disparidades entre os países da União Europeia quanto a esses fatores, o que tem como consequência que os acionistas dos vários Estados Membros não possam ter nem expectativas equiparadas ao lançar uma oferta pública de aquisição nem oportunidades equivalentes de vender as suas ações no contexto de uma oferta pública – conclui-se, assim, pela falta de um «*level playing field*» em matéria de ofertas públicas de aquisição na União Europeia (cf. págs. 18 e ss.).

Como forma de permitir a criação do referido «*level playing field*» nesta matéria, o Grupo defende dois princípios essenciais: (i) *shareholder decision-making*: num cenário de oferta pública de aquisição, a decisão final (de vender ou não vender e a que preço) cabe aos acionistas (e não ao conselho de administração); e (ii) *proportionality between risk bearing and control*: a todo o capital devem ser inerentes os proporcionais direitos de controlo.

O *Winter Report* advoga, assim, genericamente a bondade da proporcionalidade entre titularidade de ações e direitos de voto, referindo que, não obstante a legitimidade e vantagens que os desvios a essa regra podem ter, dos mesmos não deve em caso algum resultar a frustração de ofertas públicas de aquisição («*In the Group's view, proportionality between ultimate economic risk and control means that share capital which has an unlimited right to participate in the profits of the company or in the residue on liquidation, and only such share capital, should normally carry control rights (...) in proportion to the risk carried. The holders of these rights to the residual profits and assets of the company are best equipped to decide on the affairs of the company as the ultimate effects of their decisions will be borne by them. (...) The holder of the majority of risk-bearing capital should be able to exercise control. Capital and control structures*

*in a company which grant disproportionate control rights to some shareholder(s) should not operate to frustrate an otherwise successful bid for the risk-bearing capital of the company.*» – cf. pág. 21).

Partindo deste princípio, o Grupo analisou de seguida a melhor abordagem para reforçar estas regras no mercado europeu.

No que à regra *one share – one vote* especificamente diz respeito, foi ponderada, de um lado, a sua imposição como princípio obrigatório de aplicação geral e, de outro, a sua obrigatoriedade apenas no contexto das ofertas públicas de aquisição, concluindo-se ser esta segunda alternativa a mais adequada.

Esta conclusão assentou nas dificuldades associadas, por um lado, à análise que seria necessária para avaliar a implementação de uma regra geral a este respeito e, por outro, à implementação dessa mesma regra, tendo em conta as diferenças nas formas de controlo, financiamento e funcionamento das empresas dos vários Estados Membros em que os desvios à *one share – one vote rule* se verificam, os objetivos servidos por esses mesmos desvios em cada um dos Estados Membros, os diferentes graus de evolução dos respetivos mercados, bem como o facto de os Estados Membros considerarem muitas vezes estes desvios justificados, designadamente, para fazer face a outras debilidades nos mecanismos de *governance*, e o facto de ser bastante provável que a proibição dos desvios desse azo à adoção de mecanismos equivalentes mas mais difíceis de identificar, o que perverteria a *ratio* da imposição da *one share – one vote rule*.

Resultou, assim, que se deveria implementar formalmente o princípio *one share – one vote* apenas no contexto das ofertas públicas de aquisição, tendo, para o efeito, o *Winter Report* recomendado a implementação da regra da não oponibilidade das restrições estatutárias e/ou contratuais em matéria de transmissão de valores mobiliários e direito de voto (*break-through rule*), que passou depois, com (duplamente) natureza opcional (de transposição como regra obrigatória, para os Estados – *opt in / opt out* –, e de adoção, pelas sociedades caso o respetivo Estado Membro opte por não a implementar com natureza imperativa) para a Diretiva 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004 (Diretiva das OPAs – cf. os artigos 11.º e 12.º).

Entre nós, esta regra foi introduzida pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de novembro, que aditou o

artigo 182.º-A ao Código de Valores Mobiliários («CVMob»).

De acordo com esta norma, as sociedades emitentes sujeitas a lei pessoal portuguesa podem (o legislador português optou, pois, por não atribuir força imperativa a esta regra) prever nos seus estatutos a suspensão, no cenário de lançamento de uma oferta pública de aquisição, da eficácia das cláusulas – constantes dos estatutos ou de acordos parassociais – que prevejam limitações à transmissão de ações ou ao exercício do direito de voto, prevendo que as mesmas (i) não produzirão efeitos na assembleia geral convocada para a tomada de decisão de medidas defensivas e (ii) não serão oponíveis ao oferente que, na sequência da oferta, passe a deter pelo menos 75% do capital social com direito de voto da sociedade, caso em que tão-pouco poderão ser exercidos direitos especiais de designação ou de destituição de membros do órgão de administração.

Este preceito estabelece ainda que as sociedades que não exerçam integralmente esta opção não podem estabelecer um quórum deliberativo superior a 75% dos votos emitidos para a aprovação da alteração ou eliminação das referidas limitações.

O *Winter Report* incluiu ainda recomendações claras no sentido de aumentar a transparência e os deveres de informação quanto à estrutura acionista e de controlo das sociedades cotadas europeias («However, in the Group's view one type of general, permanent rule, should be established in order to help create an integrated capital market in the European Union. Listed companies should generally be required to fully disclose their capital and control structures. Such a disclosure requirement is also essential for the protection of investors in order to enable them to assess the value of and risks related to their investment. Only on the basis of full disclosure can markets properly judge the efficiency of companies with different capital and control structures. – cf. pág. 25).

Na esteira do *Winter Report*, vários estudos foram levados a cabo na última década acerca da *one share – one vote rule*, visando, em particular, aferir se se deveria implementá-la como regra obrigatória de carácter geral.

No entanto, estes estudos não são totalmente conclusivos quanto à mais-valia da imposição da *one share – one vote rule*.

Em particular, concluem pela impossibilidade de afirmar que a implementação desta regra permite, *per se*, ganhos de eficiência económica (cf. GUIDO FERRARINI, *One Share - One Vote: a European Rule?*,

disponível em <https://papers.ssrn.com>, pág. 26) e pela inexistência de uma estrutura de controlo (com ou sem desvios a esta regra) que seja, em si mesma, ótima (cf. MIKE BURKART e SAMUEL LEE, *The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective*, disponível em <https://papers.ssrn.com>, pág. 39).

Por outro lado, concluem que muito embora aos desvios à *one share – one vote rule* estejam associados alguns riscos (como a «perpetuação» da administração no cargo – *board entrenchment* –, com os problemas de agência que lhe estão associados, a extração de benefícios privados pelo acionista controlador acima da proporção que lhe caberia face à sua participação no capital, a ineficácia dos códigos de governo societário alicerçados na regra *comply or explain*, que confiam no controlo feito pelos acionistas para garantir o cumprimento das regras, controlo que é, naturalmente, débil se um acionista controlador da administração implementa desvios à regra *one share – one vote*, ou mesmo a violação das liberdades de circulação de capitais na União Europeia, argumento invocado não apenas para defender a ilegalidade das *golden shares* mas também – ainda que timidamente – contra os tetos de voto e outros desvios à *one share – one vote rule*), os mesmos podem também visar a prossecução de objetivos legítimos – «Such deviations may, however (also) serve to attain competing policy objectives. (...) It therefore does not appear to be justified to conclude that the mere fact that certain mechanisms deviate from the proportionality principle, should cause such mechanisms to be judged negatively.» (cf. *Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality*, disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/workinggroup\\_proportionality\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/workinggroup_proportionality_en.pdf), pág. 2).

Em particular, podem invocar-se como objetivos para a introdução destes desvios: (a) conseguir um melhor controlo da gestão por parte dos acionistas, de acordo com a lógica de que o acionista controlador pode monitorizar a administração melhor e de forma mais eficiente (na medida em que consegue controlar com um investimento menor), em nome próprio e em nome dos acionistas minoritários; (b) facilitar o acesso ao mercado de capitais (uma vez que os acionistas têm um incentivo para procurar financiamento para as suas empresas se puderem manter o controlo das mesmas); (c) proteger os interesses de longo prazo dos acionistas (de acordo com a perspetiva de que existe frequentemente uma tensão entre os interesses de longo prazo dos acionistas e os interesses de curto prazo dos acionistas-investidores, a chamada «*market myopia*»); e

(d) assegurar a liberdade contratual e a eficiência da concorrência (na medida em que limitar a possibilidade de aplicar mecanismos que se desviam da *one share – one vote* iria contra a autonomia privada e até o direito de propriedade).

Muito embora seja possível refutar, casuisticamente, cada um destes argumentos, e ainda que a *one share – one vote rule* continue a figurar como uma das regras fundamentais do *corporate governance* (em diferente medida, é certo, de país para país), continuam a admitir-se inúmeros desvios ao princípio da proporcionalidade entre a titularidade de ações e direitos de voto.

Neste contexto, e em particular em relação ao antagonismo entre os interesses (de curto prazo) de acionistas investidores e os interesses (de longo prazo) dos demais acionistas, têm sido postos em relevo os mecanismos que, desviando-se da *one share, one vote rule*, visam promover o alinhamento de interesses dos acionistas e combater a «*market myopia*» (cf., a este respeito, defendendo uma «*redefined shareholder “democracy”*», DOMINIC BARTON, *Capitalism for the Long Term*, in Harvard Business Review, março 2011; cf. também STEVE JOHNSON, *Mantra of ‘one share, one vote’ is under fire*, Financial Times, 22/02/2015).

A este propósito, um dos temas em destaque é a criação das *dual-class structures* com a diferenciação do número de direitos de voto atribuídos por cada categoria de ações, incluindo a atribuição de ações com «superpoderes de voto» aos acionistas empenhados no sucesso a longo prazo da empresa – correspondendo esses acionistas, por exemplo, aos acionistas que detenham as ações por um período mínimo de tempo (*loyalty shares*), tal como acontece em França (cf. o artigo L225-123 do *Code du Commerce*, que prevê a atribuição de um direito de voto duplo aos acionistas que detenham as suas ações há pelo menos dois anos – «*Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu’elles représentent, peut être attribué, par les statuts à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d’une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.*»), ou aos acionistas fundadores, regra seguida por sociedades como a Google e a Facebook (atualmente, em ambas existe não uma *dual-class structure* mas uma *triple-class structure*: as ações de uma primeira categoria (*class A shares*) conferem aos seus titulares um direito de voto; uma segunda categoria de ações (*class B shares*) atribui dez direitos de voto por ação, sendo detidas essen-

cialmente pelos acionistas fundadores (Mark Zuckerberg, de um lado, e Sergey Brin e Larry Page, do outro, que conseguem assim manter o controlo); mais recentemente, foram emitidas ações de uma terceira categoria, sem direito de voto (*class C shares*)).

## A REGRA ONE SHARE – ONE VOTE NO DIREITO PORTUGUÊS

A *one share – one vote rule* continua solidamente instituída no Direito português.

De facto, o artigo 384.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais («CSC») estabelece-a como regra geral: «[n]a falta de diferente cláusula contratual, a cada ação corresponde um voto.»

Assim, a menos que os estatutos – ou a lei (cf., v.g., os artigos 104.º, n.ºs 1 e 2, e 341.º, n.º 1, do CSC) – prevejam regra distinta, ou que o acionista se encontre numa situação de conflito de interesses (cf. o artigo 384.º, n.º 6, do CSC), por cada ação os acionistas terão um direito de voto (*one share, one vote*), o que significa que, à partida, cada acionista terá tantos votos quantas as ações que detenha, i.e., os direitos de voto são distribuídos pelos acionistas na exata proporção da percentagem de capital social por si detida.

## OS DESVIOS PERMITIDOS

Os desvios à regra *one share – one vote* podem agrupar-se em diferentes níveis (cf. *Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality*, *op. cit.*, págs. 10 e 11):

- (i) Num primeiro nível, encontram-se os mecanismos estabelecidos nos estatutos da sociedade e que afetam diretamente, e de forma não proporcional, os direitos de voto atribuídos a cada ação – incluem-se aqui a emissão de várias categorias de ações cada uma das quais atribuindo um número diferente de direitos de voto (incluindo ações com voto duplo ou múltiplo ou ações preferenciais sem voto) e os tetos de voto;
- (ii) Num segundo nível, estão os mecanismos que, estando embora estabelecidos nos estatutos, não afetam diretamente os direitos de voto atribuídos a cada ação, criando no entanto direitos específicos que reduzem ou impedem o exercício proporcional dos direitos de voto – é

o caso das ações prioritárias (*priority shares*), que permitem, por exemplo, o direito exclusivo de designar membros para o conselho de administração e dos quóruns estatutários reforçados;

(iii) Num terceiro nível, encontram-se os mecanismos estabelecidos nos estatutos que reduzem ou inibem o exercício do controlo através do exercício de direitos de voto – cabem aqui as limitações estatutárias à detenção e transmissão de ações e as disposições que preveem a substituição faseada dos membros do conselho de administração (*staggered board*); e, por fim,

(iv) Num quarto nível, estão os mecanismos que não estão estabelecidos nos estatutos mas que se desenvolveram no mercado e afetam o efetivo exercício proporcional dos direitos de voto – caso das participações cruzadas ou em pirâmide e dos mecanismos que permitem o *empty voting*.

### OS DESVIOS ESTATUTÁRIOS PREVISTOS NO CSC PARA AS SOCIEDADES ANÓNIMAS – OS TETOS DE VOTO

O n.º 2 do artigo 384.º do CSC vem esclarecer quais são as exceções estatutárias quantitativas que podem afastar a *one share – one vote rule* (alem destas, outras exceções não quantitativas são admitidas – pense-se, por exemplo, nas ações preferenciais sem voto ou nos acordos parassociais relativos ao exercício do direito de voto, ambos aceites no nosso ordenamento jurídico) nas sociedades anónimas (entendendo que se trata de um elenco taxativo das limitações quantitativas ao direito de voto admitidas neste tipo societário, cf. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*, 6.ª edição, Coimbra Editora, 2011, págs. 176 e 177).

A alínea *a*) desta norma permite que os estatutos façam corresponder um só voto a um determinado número de ações, desde que esta regra seja aplicada a todas as ações emitidas pela sociedade e seja atribuído pelo menos um voto por cada – 1.000,00 de capital – trata-se, basicamente, de reservar o direito de voto aos acionistas que detenham uma participação mínima considerada relevante (sem prejuízo do direito de agrupamento previsto no artigo 379.º, n.º 5, do CSC).

A alínea *b*), por seu lado, permite que os estatutos estabeleçam que não sejam contados votos acima de certo número quando emitidos por um acionis-

ta, em nome próprio, e/ou em representação de outros acionistas – trata-se dos comumente designados tetos de voto (*voting caps*), que, em regra, estabelecem uma percentagem máxima (e não um número) de direitos de voto emitidos pelo mesmo acionista, desconsiderando-se os votos emitidos acima dessa percentagem máxima.

Por forma a assegurar o cumprimento do princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, o n.º 3 do artigo 384.º do CSC dispõe que a limitação de votos resultante dos tetos de voto ter-se-á de aplicar a todas as ações emitidas pela sociedade ou a todas as ações de determinada categoria, não podendo valer apenas para acionistas determinados.

Refira-se ainda o disposto no artigo 386.º, n.º 5, do CSC, que estabelece que, salvo se os estatutos dispuserem de forma diferente, não se aplicam os tetos de voto nas deliberações cuja aprovação requeira, por lei ou pelos estatutos, uma maioria qualificada determinada em função do capital da sociedade – de forma a assegurar a efetividade plena dos tetos de voto, os estatutos têm, pois, de afastar expressamente a regra prevista nesta norma do CSC.

Note-se porém, a este respeito, que o único caso em que as normas especiais do CSC relativas às sociedades anónimas estabelecem um quórum deliberativo fixado por referência ao capital social da sociedade (e não ao número total de votos emitidos – cf. o artigo 386.º, n.ºs 1, 3 e 4, do CSC) é o previsto no artigo 294.º do CSC, relativo à repartição do lucro do exercício distribuível.

Traduzindo-se, na prática, na limitação dos direitos de voto dos maiores acionistas da sociedade, os tetos de voto visam, essencialmente, proteger os acionistas minoritários, evitando que um acionista ou um bloco de acionistas majoritários controle(m) a vida da sociedade.

Em particular, os tetos de voto têm sido utilizados como forma de defesa face a ofertas públicas de aquisição hostis, razão pela qual as cláusulas que os estabelecem são conhecidas por «cláusulas anti-OPA» e por terem como efeito a «blindagem estatutária» (entendida em sentido restrito – cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, 2009, pág. 948).

Nesta medida, os tetos de voto desincentivam a concentração de participações, favorecendo, antes, a sua dispersão (cf. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 3.ª edição, Almedina, 2009, págs. 283 e ss.).

Como riscos associados aos tetos de voto apontam-se a fragmentação do poder e a correspondente dificuldade em monitorizar devidamente a gestão, bem como a diminuição da liquidez das ações.

## AS REGRAS DE GOVERNO SOCIETÁRIO SOBRE TETOS DE VOTO

As regras portuguesas de *corporate governance* abordam especificamente a temática da regra *one share, one vote*, e, em particular, os tetos de voto.

Vejam os.

O Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2013, atualmente em vigor, dispõe, na recomendação I.3., que as sociedades não devem estabelecer mecanismos que provoquem um desfasamento entre o direito a receber dividendos ou a subscrever novos valores mobiliários e o direito de voto de cada ação ordinária, «salvo se devidamente fundamentados em função dos interesses de longo prazo dos acionistas».

Por sua vez, a recomendação I.4. estabelece que os estatutos que prevejam tetos de voto devem prever igualmente a revisão dessa regra por deliberação da assembleia geral pelo menos, a cada cinco anos, sem que se apliquem requisitos agravados de quórum relativamente aos previstos na lei: «Os estatutos das sociedades que prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único acionista, de forma individual ou em concertação com outros acionistas, devem prever igualmente que, pelo menos de cinco em cinco anos, será sujeita a deliberação pela assembleia geral a alteração ou manutenção dessa disposição estatutária – sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal – e que, nessa deliberação, se contam todos os votos emitidos sem que aquela limitação funcione».

Note-se que esta última recomendação constava já, em termos muito semelhantes, quer do Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2010, que propugnava ainda, de forma expressa, a adoção da regra *one share, one vote*, referindo os tetos de voto como exemplo de estipulação contrária a essa regra («As sociedades devem assegurar a proporcionalidade entre os direitos de voto e a participação accionista, preferencialmente através de precisão estatutária que faça corresponder um voto a cada acção. Não cumprem a proporcionalidade as sociedades que, designadamente: (...) ii) estabeleçam que não sejam contados direitos de voto acima de certo número, quando emitidos por um só accionista ou por accionistas com ele relaciona-

dos» – cf a recomendação I.3.3.), bem como do Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2007 (cf. a recomendação I.6.2).

O projeto de novo Código (unificado) de Governo das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance* (o qual, terminada a fase de discussão pública, se encontra atualmente em avaliação por aquele Instituto) vem, por sua vez, replicar na íntegra a referida recomendação constante do (ainda) vigente Código de Governo das Sociedades da CMVM (cf. a recomendação II.6).

## O DL 20/2016

Em linha com as referidas recomendações dos nossos códigos de *corporate governance*, entrou recentemente em vigor o Decreto-Lei n.º 20/2016, de 20 de abril («DL 20/2016»), visando, precisamente, facilitar a «desblindagem estatutária» em nome da defesa da *one share – one vote rule* e da liberdade de circulação de capitais, prevendo, para o efeito, a revisão obrigatória das cláusulas estatutárias que estabelecem tetos de voto e limitações à detenção de direitos de voto.

De acordo com o preâmbulo do diploma, o mesmo propõe-se fazer face ao problema da reduzida liquidez das ações associada aos tetos de voto, inserindo-se no conjunto de iniciativas do Governo «destinadas a incentivar o investimento estrangeiro em Portugal».

Concretamente, este diploma aplica-se apenas às instituições de crédito (que, de acordo com o artigo 2.º-A, alínea w, do RGICSF, são as «empresa[s] cuja atividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por conta própria»), excluindo caixas de crédito agrícola mútuo e caixas económicas, conferindo aos acionistas destas entidades a possibilidade de reavaliarem periodicamente a justificação dos limites estatutários em matéria de detenção e exercício dos direitos de voto (cf. o artigo 1.º), «com vista a promover a sustentabilidade das empresas e devolver a sua capacidade de tomada de decisões estratégicas» (cf. o preâmbulo do DL 20/2016).

Este diploma insere-se no movimento de convergência dos Estados Membros no sentido de abolir os tetos de voto (cf. GUIDO FERRARINI, *One Share - One Vote: a European Rule?*, disponível em <https://papers.ssrn.com>, pág. 22; KOEN GEENS e CARL CLOTTENS, *One Share - One Vote: Fairness, Efficiency and (the Case for) EU Harmonisation Revisited*, in *The*

*European Company Law Action Plan Revisited. Reassessment of the 2003 priorities of the European Commission*). Note-se, a este respeito, que a Alemanha foi já mais longe, proibindo os tetos de voto nas sociedades cotadas.

### O ARTIGO 13.º-C DO RGICSF

A fim de prosseguir os objetivos referidos acima, o DL 20/2016 adita um artigo ao RGICSF, o artigo 13.º-C.

Sumariamente:

- (i) Este regime aplica-se às instituições de crédito cujos estatutos prevejam limites à detenção ou exercício de direitos de voto;
- (ii) Os acionistas destas instituições de crédito devem deliberar, pelo menos uma vez em cada período de cinco anos, sobre a manutenção ou revogação daqueles limites;
- (iii) Quando seja o conselho de administração a apresentar uma proposta de deliberação sobre a manutenção ou revogação destes limites, a deliberação da assembleia geral sobre esta matéria não está sujeita nem a esses mesmos limites, nem a qualquer requisito de quórum constitutivo ou deliberativo mais agravado que os legalmente previstos (cf. os artigos 383.º, n.ºs 2 e 3, e 386.º, n.ºs 3 e 4, relativos, respetivamente, ao quórum constitutivo e deliberativo, em primeira e segunda convocação);
- (iv) Caso, num período de cinco anos, não haja qualquer deliberação sobre esta matéria, os referidos limites caducam automaticamente;
- (v) Se for rejeitada uma proposta de alteração ou de revogação destes limites, considerar-se-á que a sua manutenção foi tacitamente aprovada.

### A NORMA TRANSITÓRIA

Nos termos do artigo 3.º do DL 20/2016, as instituições de crédito (com as exceções acima referidas) cujos estatutos, na data de entrada em vigor deste diploma (1 de julho de 2016), prevejam limites em matéria de detenção ou exercício de direitos de voto deverão realizar uma assembleia geral até ao dia 31 de dezembro de 2016 incluindo na ordem do dia a manutenção ou revogação destes limites, aplicando-se a essa deliberação a regra indicada na alínea (iii) acima.

Estabelece ainda esta disposição que se no termo do prazo acima referido não existir uma deliberação válida e eficaz sobre esta matéria caducam automaticamente, nessa data, salvo decisão judicial, os limites à detenção ou ao exercício dos direitos de voto que estejam em vigor.

### APLICAÇÃO PRÁTICA E ALGUMAS DIFICULDADES INTERPRETATIVAS

Descrito o teor do novo artigo do RGICSF introduzido pelo DL 20/2016, cabe agora analisar os vários cenários de aplicação do mesmo, apontando algumas dificuldades interpretativas com que nos deparámos.

Como nota prévia, cabe referir que muito embora o DL 20/2016 não o refira expressamente, a deliberação de alteração (e não apenas de manutenção ou revogação) dos limites estatutários à detenção e exercício de direitos de voto deve também ser tida como suficiente para cumprir a obrigação prevista neste diploma – esta solução não só é a que melhor se coaduna com a ração do regime (na medida em que também neste caso os acionistas reavaliam os limites estatutários vigentes), mas também é a que decorre, indiretamente, do disposto no n.º 4 do artigo 13.º do RGICSF.

#### Proposta de deliberação apresentada por um ou mais acionistas

Os acionistas titulares de pelo menos 2% ou 5% do capital social de uma sociedade (consoante esteja ou não em causa uma sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, respetivamente), podem, por um lado, requerer a convocação de uma assembleia geral para deliberar sobre a manutenção, alteração ou revogação do teto de voto e dos limites à detenção de direitos de voto previstos nos estatutos, bem como, e por outro lado, requerer o aditamento de um novo ponto à ordem do dia de uma assembleia já convocada para deliberar sobre essa matéria (cf. os artigos 375.º, n.ºs 2 e 3, e 378.º do CSC e 23.º-A do CVMob).

Em qualquer dos casos, continuarão a aplicar-se as regras reforçadas – legais e estatutárias – de quórum constitutivo e deliberativo, bem como os limites à detenção e exercício de direitos de voto que os estatutos possam prever, sem que sejam aplicáveis as especificidades do DL 20/2016 quanto à aprovação de deliberações.

### Proposta de deliberação apresentada pelo conselho de administração

Antes de mais, pode questionar-se se por força do DL 20/2016 o conselho de administração tem um dever de promover uma deliberação da assembleia geral para deliberar sobre esta matéria – em primeira linha, requerendo a convocação de uma assembleia geral para o efeito (cf. o artigo 375.º, n.º 1, do CSC), mas podendo também apresentar uma proposta de deliberação caso este ponto já conste da ordem do dia (cf. o artigo 289.º, n.º 1, alínea c), do CSC).

À primeira vista, poderia entender-se que, sendo a ração deste regime atribuir aos acionistas a faculdade de periodicamente reavaliarem a adequação dos limites estatutários à detenção e ao exercício de direitos de voto e prevendo-se, como «*elemento adicional de equilíbrio da solução*», que os limites existentes não sejam aplicáveis na deliberação de reavaliação quando esta seja proposta pela administração, a administração teria um verdadeiro dever de promover uma assembleia para os acionistas poderem deliberar sobre esta matéria nas condições mais flexíveis previstas pelo DL 20/2016.

No entanto, visando o DL 20/2016 a defesa dos interesses das instituições de crédito e a «*procura de soluções tanto quanto possível consensuais entre os diversos intervenientes*», concluímos que só à luz das circunstâncias concretas do caso, em particular, as necessidades específicas da instituição de crédito, o equilíbrio de forças entre os seus acionistas e os interesses dos demais *stakeholders* e se isso ditarem os deveres gerais de cuidado e lealdade a que os administradores estão adstritos (cf. o artigo 64.º do CSC), se poderá afirmar que o conselho de administração tem o dever de propor uma deliberação para deliberar sobre a manutenção, alteração ou revogação dos limites estatutários à detenção e exercício de direitos de voto.

Seja como for, se a proposta de deliberação for apresentada pelo conselho de administração, os requisitos agravados de quórum constitutivo e deliberativo, bem como os limites à detenção e exercício de direitos de voto previstos nos estatutos não serão aplicáveis.

Logo, neste cenário torna-se necessário analisar os estatutos da instituição de crédito em causa para aferir se as regras estatutárias de quórum constitutivo e deliberativo são mais exigentes que as previstas no CSC, não as aplicando nos casos em que o sejam.

### Questões comuns

Quer sejam os acionistas ou o conselho de administração a propor que se delibere sobre esta matéria, são possíveis, uma vez mais, vários cenários.

Num primeiro cenário, a proposta pode ser no sentido de suprimir os limites à detenção e ao exercício dos direitos de voto: nesse caso (a) se essa proposta for aprovada pela assembleia geral, os referidos limites são revogados, alterando-se os estatutos em conformidade; (b) se, pelo contrário, a proposta não for aprovada pela assembleia geral, e nos termos do n.º 4 do novo artigo 13.º-C do RGICSF, considera-se tacitamente aprovada a manutenção destes limites. Consequentemente, os limites manter-se-ão em vigor até que haja uma nova deliberação em contrário (ou que se dê a sua caducidade automática se não houver nova deliberação no prazo de cinco anos).

Num segundo cenário, podem os acionistas ou o conselho de administração apresentar uma proposta de manutenção dos limites à detenção ou exercício dos direitos de voto.

Antes de mais, tratando-se de uma proposta para manter uma cláusula dos estatutos, poder-se-ia colocar a questão de saber que regras de quórum há que aplicar – ou as regras reforçadas de quórum constitutivo e deliberativo previstas, quer na lei (cf. os artigos 383.º, n.º 2, e 386.º, n.ºs 3 e 4, do CSC), quer nos estatutos, para as alterações estatutárias, ou as regras gerais de aprovação de deliberações (cf. o artigo 386.º, n.º 1, do CSC).

Note-se, a este respeito, que o n.º 2 do artigo 13.º-C esclarece que também nestes casos, em que a proposta de deliberação seja no sentido de manter os limites, não se aplicam esses mesmos limites nem quaisquer requisitos de quórum agravados relativamente aos legais. Assim, entre as regras estatutárias e as constantes do CSC, aplicar-se-ão as mais permissivas.

Ora, não estando em causa aprovar qualquer alteração dos estatutos da sociedade, mas, simplesmente, deliberar sobre a manutenção da redação vigente, o que, não fora a obrigação instituída pelo DL 20/2016 de especificamente aprovar uma deliberação sobre esta matéria, não seria sequer normalmente objeto de deliberação, e não estabelecendo expressamente o DL 20/2016 regra diversa, dever-se-ão aplicar as regras gerais de aprovação de deliberações, ou seja, a não ser que os estatutos prevejam regra diversa, para a aprovação bastará a maioria simples dos votos emitidos.



Ultrapassada esta questão (a) se a proposta de manutenção dos limites à detenção ou exercício de direitos de voto for aprovada, os limites manter-se-ão obviamente em vigor, mas (b) se a proposta for rejeitada, podem levantar-se algumas dúvidas sobre os efeitos que devem retirar-se dessa rejeição.

Assim, sendo a proposta de manutenção dos limites rejeitada (em particular, se os votos contra totalizarem o número de votos que, nos termos do n.º 2 do artigo 13.º-C do RGICSF, seriam necessários para aprovar a revogação desses limites – em regra, 2/3 dos votos emitidos, nos termos do artigo 386.º, n.º 3, do CSC, assumindo que os estatutos nada dizem ou que estabelecem um quórum deliberativo mais agravado), poder-se-á considerar que se aprovou tacitamente a sua revogação? – a dúvida decorre do facto de o n.º 4 do artigo 13.º-C do RGICSF expressamente estabelecer que no cenário oposto (rejeição da proposta de alteração ou revogação dos limites) se considerará a deliberação inversa (de manutenção dos limites) tacitamente aprovada.

Não parece, porém, que se possa extrair da rejeição da proposta de manutenção dos limites (ainda que a mesma tenha contado com a referida percentagem votos contra) uma consequência equivalente à que o DL 20/2016 expressamente previu para o caso de rejeição da proposta de alteração ou revogação dos limites.

Isto porque, de acordo com os princípios gerais, não pode retirar-se automaticamente de uma deliberação negativa (isto é, uma deliberação de rejeição da proposta apresentada, por os votos a favor não atingirem a percentagem requerida de votos para a sua aprovação) o efeito da deliberação positiva inversa (cf., a este respeito, RUI PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, Almedina, 2005, págs. 404 e ss.).

Nesta medida, o n.º 4 do artigo 13.º-C do RGICSF é uma norma de natureza excepcional, não sendo por isso passível de aplicação analógica (cf. o artigo 11.º do Código Civil). E tão-pouco parece passível de interpretação extensiva, na medida em que não parece que a letra da lei diga menos do que o seu espírito pretende abarcar.

À primeira vista nem se entenderia a necessidade da regra prevista no n.º 4 deste preceito, na medida em que, sendo rejeitada a proposta de alteração ou revogação dos limites, o resultado dessa rejeição sempre seria o de manter o *status quo* vigente, ou seja, manter os limites, nos termos em que os mes-

mos estão previstos nos estatutos, o que se relaciona com a questão seguinte.

Ora, estabelece o n.º 1 do artigo 13.º-C do RGICSF que a manutenção ou revogação dos limites deve ser objeto de «*deliberação dos acionistas*», pelo menos uma vez em cada cinco anos.

O artigo 3.º do DL 20/2016, relativo às disposições transitórias, estabelece por sua vez no seu n.º 3 que os limites caducam automaticamente em 31/12/2016 se até essa data não for adotada uma «*deliberação válida e eficaz*» sobre esta matéria.

Poder-se-á questionar o que acontece se for realizada uma assembleia geral até 31/12/2016 para deliberar sobre a manutenção destes limites, não sendo no entanto possível aprovar a deliberação proposta, por os votos contra terem ultrapassado os votos a favor. Poder-se-á considerar que, neste caso, foi cumprida a obrigação prevista no DL 20/2016?

Tal como referido, o DL 20/2016 exige que exista uma deliberação e que essa deliberação seja válida e eficaz.

Uma deliberação válida e eficaz pode ser quer uma deliberação positiva (resultante da aprovação de uma proposta de deliberação), quer uma deliberação negativa (resultante da rejeição de uma proposta de deliberação, por a proposta não ter obtido os votos legal ou estatutariamente necessários à sua aprovação) – cf. RUI PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, op. cit., págs. 404 e 405.

O teor positivo ou negativo das deliberações nada tem que ver com a sua validade e eficácia. São duas questões distintas, estabelecendo os artigos 56.º e 58.º do CSC os casos em que uma deliberação pode ser considerada inválida (seja por nulidade, seja por mera anulabilidade), e prevendo o CSC que a eficácia da deliberação pode depender do consentimento de um ou mais acionistas (cf., em particular, os artigos 55.º, 24.º, n.º 5, e 86.º, n.º 2, do CSC).

Assim, se uma deliberação – positiva ou negativa – não enfermar de nenhum dos vícios elencados naquelas disposições e não requerer o consentimento de nenhum acionista, essa deliberação será válida e eficaz.

Por conseguinte, pareceria dever concluir-se que cumprem o disposto no n.º 1 do artigo 13.º-C do RGICSF e no artigo 3.º do DL 20/2016 as instituições de crédito que, pelo menos uma vez em cada cinco anos e até 31/12/2016, respetivamente, vejam aprovadas pelas respetivas assembleias gerais uma deliberação, positiva ou negativa, sobre a manuten-

ção, alteração ou revogação dos limites à detenção ou exercício dos direitos de voto.

Porém, para retirar um sentido útil ao número 4 do artigo 13.º-C do RGISCF, parece dever ser outra a conclusão.

Vejam os.

Não há dúvida que cumprem a obrigação imposta pelo DL 20/2016 as instituições de crédito cujas assembleias gerais aprovem uma deliberação (positiva) de manutenção, alteração ou revogação dos limites estatutários à detenção ou ao exercício do direito de voto.

O número 4 do artigo 13.º-C do RGISCF esclarece que a referida obrigação pode ainda ser cumprida se a assembleia geral rejeitar uma proposta de alteração ou revogação dos limites, considerando-se, nesse caso e tal como referido, tacitamente aprovada a manutenção desses limites – decorre, assim, desta norma que, neste caso, uma deliberação negativa será suficiente para cumprir o preceituado no DL 20/2016.

Com base num argumento *a contrario*, pode pois concluir-se que a rejeição de uma proposta de manutenção dos limites estatutários à detenção e ao exercício dos direitos de voto não basta para que se considere cumprida a obrigação de reavaliação desses limites imposta pelo DL 20/2016, sendo para o efeito necessária uma deliberação positiva – de revogação ou alteração dos limites.

E esta conclusão faz sentido à luz dos objetivos deste diploma, que visa uma efetiva reavaliação destes limites, na medida em que não resultaria claro da mera rejeição de uma proposta de manutenção dos mesmos se a vontade dos acionistas era revogá-los ou alterá-los.

Em suma, é necessária uma deliberação positiva de revogação ou de alteração destes limites.

Para o efeito, poderão os acionistas no decurso da assembleia geral – ou a administração, até 15 dias antes do início da mesma, nos termos do artigo 289.º, n.º 1, alínea *d*), do CSC – apresentar uma proposta alternativa, para que, no caso de ser rejeitada uma proposta de manutenção dos limites, possa votar-se e aprovar-se uma proposta de alteração ou revogação dos mesmos.

## BALANÇO

O mecanismo previsto no artigo 13.º-C do RGISCF tem a clara vantagem de permitir aos

acionistas das instituições de crédito decidir sobre a (desc)continuidade dos limites estatutários à detenção e exercício de direitos de voto, conferindo-lhes a possibilidade de periodicamente revisitarem e alterarem – com critérios mais flexíveis se a iniciativa for do conselho de administração – o regime vigente.

No entanto, deste mecanismo pode advir alguma incerteza para o mercado, sobretudo no prisma dos investidores, na medida em que os direitos dos acionistas deixam de ser estáveis, ficando, pelo contrário e enquanto se mantiverem aqueles limites, sujeitos a revisão periódica – não obstante, um acionista não deve arrogar-se do direito de ter adquirido uma posição imutável na sociedade, devendo estes limites ficar sujeitos ao escrutínio dos acionistas e ao funcionamento do mercado.

Por outro lado, pode colocar-se igualmente a questão, não tratada pelo DL 20/2016, de saber se deve ser atribuída alguma compensação aos acionistas que sejam negativamente afetados pela revisão desta regra – sendo incontestado que o direito de voto tem um determinado valor (cf. *One Share, One Vote: the Empirical Evidence*, disponível em <https://papers.ssrn.com>, pág. 15), terão os acionistas que veem enfraquecida a sua posição com a alteração ou supressão dos limites à detenção ou exercício dos direitos de voto direito a alguma indemnização?

Não parece ser de dar necessariamente uma resposta afirmativa a esta questão.

De facto, o DL 20/2016 não veio *per se* revogar ou suspender os limites estatutários à detenção ou ao exercício de direitos de voto, limitando-se a impor a reavaliação periódica desses mesmos limites pelos acionistas, a quem cabe, assim, a última decisão.

E não tendo estes limites como efeito a atribuição de direitos especiais aos acionistas que deles beneficiam (consistindo esse benefício apenas na medida em que o controlo que passam a ter na sociedade é mais que proporcional à participação de capital por si detida) os mesmos não merecem qualquer tutela especial.

Por outro lado, e tal como referido acima, a reavaliação desses limites constava já, antes da entrada em vigor do DL 20/2016, dos códigos de governo societário vigentes em Portugal pelo menos na última década, pelo que tão-pouco se poderá afirmar tratar-se de um regime completa-

mente novo e contrário às expectativas dos agentes do mercado.

Aliás, em 2011 discutira-se já a adoção deste regime em geral para as sociedades cotadas (Consulta Pública da CMVM n.º 3/2011 – Anteprojeto de Alteração do Artigo 182.º – A do Código dos Valores Mobiliários, disponível em [http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/ConsultaPublica2\\_2011Art%20182CVM.pdf](http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVM.pdf)).

Por conseguinte, embora não se exclua de forma absoluta o direito a indemnização nestes casos, não estará assegurada, à partida, qualquer compensação, cuja existência e medida têm de ser avaliadas caso-a-caso, considerando, em particular, os ganhos dos acionistas alegadamente lesados com a valorização das suas ações decorrente da supressão dos limites à detenção e exercício dos direitos de voto.

JOANA TORRES EREIO\*

---

\* Advogada do Departamento de M&A/Private Equity da Uría Menéndez Proença de Carvalho (Lisboa).