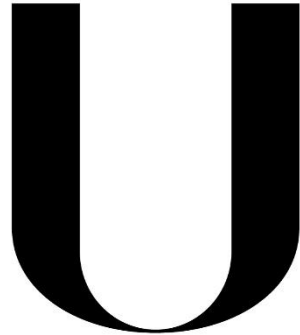


UNIVERSIDADE DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO



LISBOA

---

UNIVERSIDADE  
DE LISBOA

*Empty Voting - Excepção à regra consagrada no n.º1, do artigo 384.º do CSC.*

Dissertação

Mestrado em Direito e Prática Jurídica - Direito das Empresas

Ana Cláudia Marques Pimentel

Outubro, 2020

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE LISBOA

Mestrado em Direito e Prática Jurídica - Direito das Empresas

***Empty Voting* - Exceção à regra consagrada no n.º1, do artigo 384.º do CSC.**

Dissertação de Mestrado em Direito e Prática  
Jurídica, para a obtenção do grau de mestre  
orientada pelo Professor Doutor David Oliveira  
Festas

## **Agradecimentos**

Reservo esta singela página para expressar toda a minha gratidão e apreço àqueles que, direta ou indiretamente, contribuíram para que esta tarefa se tornasse realidade. Uns porque me acompanharam no percurso académico, transmitindo-me conhecimentos técnico-científicos, outros porque me apoiaram, incondicionalmente, a nível pessoal, ao encorajarem a levar por diante esta tão árdua tarefa.

Ao Senhor Professor Doutor David Oliveira Festas, pela disponibilidade e colaboração nesta dissertação.

Ao corpo docente da Escola de Direito do Porto, da Universidade Católica Portuguesa, bem como ao corpo docente do mestrado em Direito das Empresas da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, pelos conhecimentos científicos e técnicos transmitidos durante o percurso académico.

Aos colegas de trabalho e magistrados do Tribunal de Família e Menores de Lisboa, Comarca de Lisboa e Tribunal Judicial de Oeiras, Comarca de Lisboa Oeste, pela transmissão de conhecimentos técnicos e prática jurídica, bem como pelo apoio e incentivo prestados para a conclusão desta fase.

No plano pessoal, e não menos importante, à minha família, principalmente, aos meus pais, irmã e avós, por todo o apoio incondicional, pelas palavras de encorajamento e incentivo, mesmo nos momentos mais difíceis. Sem este pilar, que reputo, de suma importância, não sei se teria tido a motivação/oportunidade de lutar pela concretização de alguns dos meus sonhos e objetivos.

Aos meus amigos, que fizeram e fazem parte do meu percurso pessoal, académico e profissional, agradeço todo o apoio, carinho, amizade e palavras de incentivo constantes. Com estes, tive o grato prazer de partilhar os bons momentos e de chorar os menos bons.

A todas os outros que, não estando aqui elencados, merecem também o meu profundo e sentido agradecimento por terem, igualmente, contribuído para a concretização desta dissertação, estimulando-me intelectual e emocionalmente.

## Índice

<b>Abreviaturas.....</b>	<b>6</b>
<b>Resumo.....</b>	<b>7</b>
<b>Abstract.....</b>	<b>8</b>
<b>Introdução .....</b>	<b>9</b>
<b>Parte I - Sócio e o Direito de Voto .....</b>	<b>10</b>
1. Interesse social e outros interesses.....	13
1.1 <i>Noção de interesse</i> .....	13
1.2 <i>O Interesse Social</i> .....	14
1.2.1 <i>Teoria Institucionalista</i> .....	15
1.2.2 <i>Teoria Contratualista</i> .....	16
2. O dever de lealdade na relação entre o sócio e a sociedade.....	17
3. Direito de Voto .....	19
3.1 Quem poderá participar na Assembleia Geral? .....	21
<b>II - <i>Empty voting</i> .....</b>	<b>23</b>
4. Aparecimento e noção.....	23
5. Situações que levam ao esvaziamento do voto .....	26
5.1 <i>Data do Registo ou record date</i> .....	26
5.2 <i>Parqueamento de ações</i> .....	29
5.3 <i>Instrumentos Financeiros</i> .....	32
5.4 <i>Futuros</i> .....	33
5.5 <i>Opções</i> .....	35
5.6 <i>Swaps</i> .....	37
5.7 <i>Equaty Swaps</i> .....	38
1. <i>Vantagens dos Equity Swaps</i> .....	40
5.8 <i>Forwards</i> .....	42
5.8.1 <i>Venda a Retro</i> .....	43
5.9 <i>Empréstimo de ações</i> .....	45
6. Quem faz uso do Esvaziamento do Voto.....	46
6.1 <i>Hedge Funds e o seu aparecimento</i> .....	46
6.2 <i>Qual a sua função</i> .....	47

6.3 Meios e estratégias utilizadas por estes fundos ( <i>hedge funds</i> ).....	49
7. Casos de uso da propriedade de forma oculta.....	51
7.1 <i>Toeholds</i> .....	51
<b>III Problemas causados pelo Esvaziamento do Voto .....</b>	<b>52</b>
8. Os conflitos de interesse em situação de esvaziamento de voto .....	52
9. A importância do interesse extra-societário na matéria da inibição de votos.....	55
10. O Esvaziamento de voto e a Inibição de Votos .....	59
11. Consequências do esvaziamento do voto.....	59
12. Posições adotadas quanto aos problemas suscitados pelo esvaziamento do voto .....	62
12.1 E.S.M.A. ( <i>European Securities and Market Authority</i> ).....	62
12.2 Soluções apresentadas nos Estados Unidos .....	65
13. Efeitos negativos do esvaziamento de voto .....	68
13.1 Deliberações Abusivas.....	68
14. Deliberações abusivas .....	70
14.1 <i>A relação entre o esvaziamento do voto e as deliberações abusivas</i> .....	73
15. Outras consequências do esvaziamento do voto.....	74
16. Dissociação do Risco .....	76
16.1 Problemas causados pela dissociação do risco .....	76
16.2 <i>Consequências imediatas da dissociação do risco</i> .....	81
<b>Conclusão.....</b>	<b>84</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>86</b>
<b>Jurisprudência.....</b>	<b>91</b>

## **Abreviaturas**

Ac – Acórdão

Al. - Alínea

Art. – artigo

AktG – Aktiengesetz

CMVM – Camara de Mercados e Valores Mobiliários

CVM – Código dos Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

n.º - número

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OPA – Ofertas Públicas de Aquisição

TRL – Tribunal da Relação de Lisboa

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

## Resumo

Na presente dissertação desenvolve-se um tema que tem sido bastante discutido nos últimos anos no seio do Direito, nomeadamente no Direito Societário, e que veio alterar a forma de atuação das sociedades e das suas administrações, quando se veem a braços com os problemas causados por alguém que apenas é titular do direito de voto, sem terem a si associados a ação e até o risco.

Em regra, e como consta do Código das Sociedades Comerciais, aquele que é detentor de uma ação também é detentor do direito de voto, salvo as exceções que se encontram previstas na lei.

Nos anos 60, mas principalmente nos anos 90, apareceu e começou a estudar-se de forma mais aprofundada uma nova forma de compra e exercício do direito de voto que veio abalar com os princípios e deveres ligados às sociedades e aos sujeitos que a compõem. O aparecimento e desenvolvimento desta nova forma de compra do direito de voto, esvaziamento do voto (*empty voting*), deveu-se ao desenvolvimento e evolução dos mercados financeiros e ainda ao aparecimento de novos investidores/ fundos.

O esvaziamento de voto caracteriza-se pelo facto do voto não estar agregado à ação, havendo assim duas pessoas, uma titular da ação e outra titular do direito de voto, não se verificando o princípio uma ação, um voto.

Contudo, o seu uso tem suscitado alguns problemas, nomeadamente quanto ao interesse social, isto é, saber qual é o interesse de quem usa esta figura, e em caso de o mesmo ser contrário ao interesse da sociedade e levar a uma situação de conflitos de interesses e conseqüente inibição do direito de voto, em quem se verifica os seus efeitos, se no terceiro ou no sócio, como ainda pode originar situações de desequilíbrio e desproporção, levando a uma situação de desigualdade dentro da sociedade.

## **Abstract**

This dissertation addresses a theme which has been widely discussed in recent years within the Law, particularly, in Corporate Law and that changed the way in which companies and their administrations operate, when they are faced with problems caused by someone who only have the right to vote, without having the share and even the risk.

As a rule, and as stated in the Commercial Companies Code, the holder of a share has the right to vote, except for the exceptions that are contemplated in the law.

In the 60s, but mainly in the 90s, a new way of buying and exercising the right to vote appeared and began to be studied in more depth way and which came to give a shake in the principles and duties linked to the societies and to the individuals that are part of it. The appearance and development of this new way of purchasing the voting right or empty voting, due to the development and evolution of financial markets and the emergence of new investors/funds.

The empty voting is characterized by the fact that the vote isn't added to the share, that means there are two persons, one holder the share and another holder the right to vote, thus not verifying the principle one share, one vote.

However, its use has raised some problems, mainly, to the social interest, ex: to know what is the interest of those who use this figure, and in case it's against to the interest of society and that leads to a situation of conflicts of interest and consequent inhibition of the right to vote, in whom its effects are verified, whether in the third party or the shareholder, as it can still lead to situations of imbalance and disproportion, leading to a situation of inequality within society.

## Introdução

O Direito Societário remonta ao Império Romano através das *societas*<sup>1</sup>, que representavam a vontade de dois ou mais pessoas que colocavam um conjunto de bens com vista à prossecução de um determinado fim, mas é apenas na Idade Média que se verifica o aparecimento de alguns tipos societários, nomeadamente o caso das sociedades anónimas e das sociedades em nome coletivo, com o aparecimento da Companhia das Índias, como ainda foi nesta época que surgiram os primeiros Códigos que vieram regular toda a atividade mercantil<sup>2</sup>, tal como nos dias de hoje, em que se encontram regulados a constituição, todo o período de funcionamento e a extinção da sociedade.

A escolha deste tema e desta área de mestrado pautou-se por querer aprofundar os meus conhecimentos em Direito Societário, quanto à regulação da atividade das sociedades e dos seus órgãos, principalmente quanto aos princípios e deveres que a regem.

Ao longo dos últimos anos verificou-se uma evolução na forma de governação das sociedades, que se deveu, em grande parte, ao aparecimento e evolução dos mercados financeiros, principalmente, quanto à transação das ações e novas formas de votar, que vieram estremecer os princípios societários. Uma das situações que tem posto à prova o Direito Societário é o aparecimento nos Estados Unidos do esvaziamento do voto (*empty voting*), tema sobre o qual versa esta dissertação, no qual podemos ter alguém que é apenas titular do direito de voto e que poderá influenciar as decisões que venham a ser tomadas, seja num sentido negativo ou positivo.

O *empty voting* tornou-se numa das formas de compra e exercício do direito de voto utilizada por muitos investidores, nomeadamente pelo facto do *empty voter* não ter a si associado o risco e também por ser um meio para os sócios minoritários que, como veremos, têm por vezes uma posição passiva na vida da sociedade.

Por fim, e como se verá, nem sempre a compra e venda do direito de voto é a única situação geradora do esvaziamento do voto, havendo outras que ocorrem em determinadas situações, como o caso da data do registo ou *record date*.

---

<sup>1</sup> ANTUNES, Engrácia; *Direito das Sociedades Comerciais*, 2.<sup>a</sup> edição, pág. 24.

<sup>2</sup> ANTUNES, Engrácia; *ibid.*, pág. 24 a 26.

## **Parte I - Sócio e o Direito de Voto**

A partir do momento em que alguém adquire ou subscreve uma participação social de uma sociedade, adquire também um conjunto de direitos e obrigações. No entanto, quanto a como se adquire a qualidade de sócio, a doutrina tem-se dividido<sup>3</sup>. Alguns autores têm colocado questões quanto à sua conceção, pelo que alguns entendem ser um *feixe de direitos*, outros defendem tratar-se de um *complexo de direitos* ou até, segundo ASCARELLI, «*um status*» (apud CORREIA, Ricardo, 2013,p.1390)<sup>4</sup>, isto é, «uma posição jurídica que constitui pressuposto necessário do surgimento de direitos que se vão autonomizando da posição jurídica». Já outros autores, como COUTINHO DE ABREU, entendem que a participação social é um «conjunto unitário de direitos e obrigações» (apud CORREIA, Ricardo, 2013,p.1390)<sup>5</sup>.

Logo, depreende-se a existência de uma correlação entre direitos e obrigações com a participação social, nomeadamente entre o direito de voto e a ação, na qual deverá haver proporcionalidade, mas como veremos nem sempre existirá.

Nas sociedades anónimas, a matéria relativa ao direito de voto encontra-se regulada no artigo 384.º do CSC, principalmente no n.º 1, ao estabelecer o princípio em que deverá haver correspondência entre a titularidade da ação e o direito de voto. Com base neste princípio, os sócios titulares de ações terão o poder de expressar a sua vontade através do direito de voto.

Nas sociedades por quotas, o direito de voto encontra-se regulado no artigo 250.º do CSC, que vem dizer que um voto corresponde ao valor nominal da respectiva quota; já nas sociedades em comandita, cabe aos estatutos regular a atribuição do voto.

O princípio da proporcionalidade tem sofrido algumas exceções, como por exemplo: as ações preferenciais sem voto, as ações com voto duplo ou múltiplo, a atribuição de direitos especiais de controlo e as participações em pirâmide cruzada.

---

<sup>3</sup> CUNHA, Paulo Olavo- *Direito das Sociedades Comerciais*, 7.ª edição, pág. 288, refere este autor que a qualidade de sócio, segundo a teoria contratualista, se adquire pelo facto de o sócio ter certos direitos e obrigações que emergem do vínculo que se estabelece com a sociedade. Já a teoria institucionalista defende que a qualidade de sócio advém das consequências que são provocadas pelo contrato, principalmente os seus direitos e deveres, dando-se mais ênfase à situação jurídica que emerge do mesmo.

<sup>4</sup> Apud CORREIA, Ricardo Serra, *Da (IR)Responsabilidade Civil dos Sócios por Deliberações Abusivas*, pág. 1390

<sup>5</sup> Apud CORREIA, Ricardo Serra, *ibid.*,pág. 1390.

Todavia, a sociedade tem poderes para limitar o exercício do direito de voto através dos estatutos, podendo também criar direitos específicos que o limite ou reduza de forma proporcional, como são exemplo as ações prioritárias que permitem a certos sócios a possibilidade de escolha dos membros da administração. Outro limite é a possibilidade dos estatutos preverem mecanismos de redução ou inibição do direito de voto. Por fim, outra forma de se limitar o exercício do direito de voto é a existência de situações de esvaziamento do voto que afetam a proporcionalidade do seu exercício.

No momento em que alguém adquira participações sociais de uma sociedade, irá estabelecer-se uma relação duradoura, adquirindo também direitos e deveres à qual ambas irão estar vinculadas. Contudo, nem sempre aquele que adquire participações sociais irá querer ter uma relação duradoura com a sociedade, podendo esta ser apenas de meros minutos ou até de segundos - negociação algorítmica.

Independentemente da durabilidade, deve haver o cumprimento dos deveres que surjam para ambas as partes.

Porém, o relacionamento das partes nem sempre é pacífico, podendo, por vezes, existir alguns problemas/conflitos, por exemplo, quando estamos perante uma situação de violação dos deveres, como o dever de lealdade ou de informação. O dever de lealdade encontra-se ligado ao direito de voto, apesar de também estar associado a outras formas de atuação dos sócios e órgãos de administração. No que diz respeito ao direito de voto, a sua violação poderá acontecer quando um dos sócios pretende agir segundo os seus interesses, interesses esses, alheios à sociedade, em detrimento do interesse social, podendo, como consequência, provocar danos na sociedade e noutros sócios, como irá falar-se mais adiante.

O direito de voto é um dos direitos que o sócio adquire aquando da sua entrada na vida da sociedade e que se encontra implicitamente consagrado no artigo 21.º, n.º 1, al. b) do CSC, sendo que é, por seu intermédio, que o sócio consegue expressar a sua vontade perante a Assembleia Geral<sup>6</sup>.

Além de ser um direito organizativo<sup>7</sup> do sócio, é também um direito subjetivo, livre quanto aos fins e exercitável de acordo com o seu interesse e vontade e não de interesses alheios<sup>8</sup>, dando ao sócio

---

<sup>6</sup> ANTUNES, José Engrácia, *op. Cit.*, 2.ª edição, pág. 39, 2011, Porto.

<sup>7</sup> ANTUNES, José Engrácia, *ibid.* pág. 390.

<sup>8</sup> GRÁCIO, Leila, *O Esvaziamento do voto – A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*, 2012, pág. 32 e 33.

a possibilidade, ou não, de exercer este direito, bem como no sentido que pretende até em consonância com as suas preferências, desde que o voto emitido não prejudique o interesse social<sup>9</sup>.

É também um direito que nem sempre é utilizado por todos, ou esteja ao alcance de todos, ou seja, como no caso dos sócios minoritários, pelo facto de pensarem que a sua declaração de vontade não é de grande importância e também pelo facto de existirem sócios com um poder económico e voto mais forte.

Assim, poder-se-á dizer que o direito de voto tem uma dimensão individual<sup>10</sup> e coletiva, isto é, por um lado, prossegue os interesses próprios do sócio, sem serem interesses alheios e, por outro, o interesse social comum, aquele para o qual a sociedade foi constituída, tendo ambos de ser articulados.

Quanto a esta matéria, a OCDE refere que qualquer sociedade deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas, devendo estes ter a oportunidade de participar ativamente e de votar nas Assembleias Gerais, sendo que para tal deverão ser informados das regras a que se encontram sujeitos, nomeadamente os procedimentos de votação<sup>11</sup>.

Não obstante, importa referir que uma das regras assentes no Código das Sociedades Comerciais, e que se encontra regulada na parte referente às Sociedades Anónimas, se caracteriza pela correspondência de «uma ação, um voto» (*one vote, one share*), artigo 384.º, n.º 1 do CSC, ou seja, não deve existir dissociação entre o direito de voto e a participação económica, pertencendo os dois ao mesmo e único titular. Este princípio tem sofrido algumas exceções, que têm distorcido a forma de exercer o direito de voto, como é exemplo o esvaziamento do voto (*empty voting*).

Antes de avançar de forma aprofundada sobre o tema, importa referir o que se entende por ação. Para MENEZES CORDEIRO<sup>12</sup> é considerado um vocábulo polissémico, tendo vários preenchimentos distintos: de participação social; fração do capital social e de forma de representação. Para outros, é um valor mobiliário (artigo 1.º, al. a) do CVM) «representativo do direito de voto» que representa direitos que conferem a possibilidade ao sócio de poder interferir na vida da sociedade<sup>13</sup>.

---

<sup>9</sup> ANTUNES, José Engrácia, *op. cit* pág. 390.

<sup>10</sup> ANTUNES, José Engrácia, *ibid.* pág. 390 e 391.

<sup>11</sup> SAMPAIO PEDROSO, Catarina Tinoco de Faria - *Da Regulação do Empty Voting*, 2012, pág. 14 e 15.

<sup>12</sup> CORDEIRO, António Menezes - *Manual de Direito das Sociedades Comerciais, II Volume, Das Sociedades em Especial 2007*, pág. 562 a 567.

<sup>13</sup> CÂMARA, Paulo - *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2016, 3.ª edição, pág. 129.

Já para Engrácia Antunes é considerado como um valor mobiliário, emitido por «sociedades anónimas, representativos de participação social» (ANTUNES, p. 100)<sup>14</sup>.

## 1. Interesse social e outros interesses

### 1.1 Noção de interesse

O conceito «interesse» é utilizado em diversas áreas, sendo uma delas vertida no Direito. Porém, não é de fácil definição por ser *ambíguo e delimitativo* do poder de atuação do sócio<sup>15</sup>.

Segundo PAIS DE VASCONCELOS (p. 256 e 257)<sup>16</sup>, a noção de interesse está ligada à existência de uma «tensão entre a pessoa e o meio» que tem de usar para atingir o fim que pretende, fazendo-se a distinção entre interesse objetivo e subjetivo. Logo se subentende que é a pessoa quem define qual o meio mais favorável para atingir o fim. Este autor refere ainda que o interesse pode ter uma dimensão objectiva e subjectiva, por um lado, tem de existir a aptidão para a realização do fim que a pessoa pretende, mas, por outro, afirma este autor que deve haver consciência por parte de quem quer atingir esse fim, ou seja, se o mesmo lhe é útil<sup>17</sup>.

Logo, pressupõe-se que a palavra «interesse» exija uma relação entre o sujeito e o fim que se pretende, tendo de existir um meio para a sua realização, ou seja, um nexo de causalidade. Mas no que concerne quanto à sua realização, LOBO XAVIER<sup>18</sup> diz que o interesse da sociedade é um interesse de todo e qualquer sócio na obtenção do lucro, não sendo distinto. Já FERRER CORREIA<sup>19</sup>, além de ter a mesma posição, difere quanto ao lucro obtido, que em vez de ser distribuído pelos sócios deve ser investido.

No âmbito societário, quando se fala de interesse, podem estar a referir-se diversos interesses: interesse societário, interesse dos sócios e os interesses extra-societários. Porém, é necessário

---

<sup>14</sup> ANTUNES, José Engrácia - *Os Instrumentos Financeiros*, 2017, 3.ª edição, pág. 100.

<sup>15</sup> PROENÇA FERNANDES, João Guilherme Dias de Carvalho - *O Interesse da Sociedade e o (Re)Agrupamento da Ações*, pág. 6,

<sup>16</sup> VASCONCELOS, Pedro Pais e VASCONCELOS, Pedro Leitão Pais - *Teoria Geral do Direito Civil*, 9.ª edição, 2019, página 256 e 257, para estes autores que tem de haver uma relação entre o sujeito e o fim.

<sup>17</sup> VASCONCELOS, Pedro Pais e VASCONCELOS, Pedro Leitão Pais; *op. cit.*, pág. 257.

<sup>18</sup> Apud ESTACA, José Nuno Marques, *O Interesse da Sociedades nas Deliberações Sociais*, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, pág. 86.

<sup>19</sup> Apud. ESTACA, José Nuno Marques, *ibid.*

esclarecer cada um destes interesses, como poderão limitar e até influenciar a conduta dos sócios e da sociedade, uma vez que o interesse da sociedade se encontra presente na vida destes.

Não obstante, quando falamos de interesse somos confrontados com a palavra «fim», por ser o objetivo que se pretende alcançar. No âmbito societário, a palavra «fim» destina-se ao objetivo para o qual a sociedade foi constituída, estando o interesse a meias com o fim.

Já quanto ao conceito da palavra «interesse», este atende à relação que há entre a pessoa e o fim, o que desde logo exige uma relação de lealdade, não sendo exigível a existência de uma relação «especial entre sujeitos, no qual se formula um juízo ético-jurídico [...] sobre a conduta dos indivíduos», (FRADA, 2007)<sup>20</sup> ou seja, é ser-se leal a alguém e não a algo.

Quanto ao conceito de «interesse», DIOGO COSTA GONÇALVES diz que este deve servir de forma objetiva «os interesses que os sócios sujeitaram à específica forma de estrutura coletiva», mencionando ainda que esta objetivação do interesse social se concretiza a partir da dimensão material da administração, sendo que é a administração que o concretiza. Por fim, o interesse social implica a conservação da própria estrutura jurídica da sociedade<sup>21</sup>.

## 1.2 O Interesse Social

No âmbito do Direito, principalmente no Direito Societário, não há uma definição de interesse social, apesar de haver consagrações do mesmo no CSC<sup>22</sup>. Esta falta de definição levou a doutrina a apresentar duas teorias divergentes para a sua definição.

Esta dúvida tem sido suscitada também quanto ao dever de administrar, que se encontra regulado no artigo 64.º do CSC.

---

<sup>20</sup> FRADA, António Carneiro – “*A business judgment rule no quadro dos deveres gerais dos administradores*”, /

<sup>21</sup> GONÇALVES, Diogo Costa - *Pessoa Coletiva e Sociedades Comerciais*, 2019, pág. 838.

<sup>22</sup> “*A invocação da protecção do interesse social enquanto limite à validade dos acordos de voto tornou-se frequente na doutrina e na jurisprudência. O interesse social recebe consagração positiva [v.g, artigos 58.º, n.º 1, al. b); 64.º; 84.º; 328.º, n.º 2, al. c); 460.º, n.º 2] em diversos preceitos do Código das Sociedades Comerciais, assumindo destacada importância o artigo 64.º. Como se sabe, é discutido se se pode efectivamente falar de um interesse da sociedade, distinto do interesse dos sócios. Não cabe aqui analisar as orientações existentes a respeito do interesse social, uma discussão já com profundas raízes históricas. Parte-se da concepção de interesse social como um conceito não puramente operacional, que se cifra em determinar que os administradores, ao agir no âmbito das suas funções, sirvam os sócios, não enquanto pessoas singulares, mas antes enquanto partes que puseram a gestão dos seus valores num modo colectivo de tutela e de protecção” (LEAL, 2009, pág. 173 a 174).*

### 1.2.1 Teoria Institucionalista

A teoria institucionalista refere que o interesse social é um interesse comum, que além de abranger os interesses dos sócios, abrange também os interesses dos credores e/ou dos *stakeholders* e aos quais os sócios ficam subordinados. Assim, deduz-se que a sociedade é considerada como uma instituição com direitos e deveres<sup>23</sup>.

No Direito Alemão, a aplicação da teoria institucionalista levou a que o legislador adotasse a teoria em que o bem coletivo deveria ser superior ao interesse institucional, o que para alguns autores poderia levar a que houvesse uma sobreposição relativamente aos interesses dos sócios, quer sejam individuais ou até da maioria dos sócios<sup>24</sup>, não havendo assim uma ponderação quanto ao que se deve entender por interesse da sociedade.

Perante o exposto e ao que é defendido nesta teoria, podemos afirmar que a sociedade não será propriedade dos acionistas, logo, o interesse social será executado através de procedimentos decisórios e do exercício de funções dos seus órgãos que terão apenas como objetivo os interesses da sociedade, aplicando-se assim a ideia do institucionalismo organizativo.

Contudo, houve autores que referiram que o interesse da sociedade, além de ser o interesse de todos os sócios, é também visto para a obtenção do lucro através da atividade da empresa. Esta conceção ainda se subdivide em outras teorias, a teoria da empresa, da pessoa, do organismo vivo e a teoria da instituição. Estas subteorias foram defendidas por autores alemães que em comum defendem que os «titulares dos interesses sociais» eram «sujeitos diversos dos sócios»<sup>25</sup> e virados para o lucro da empresa.

A teoria da empresa defendida por Franz Klein dizia que a empresa não era obrigada a seguir o fim para o qual foi constituída, devendo esta produzir riqueza de forma a que houvesse mais trabalho e progresso científico<sup>26</sup>. No entanto, esta teoria, como se pode ver, iria prejudicar os interesses dos sócios, trabalhadores e até dos *stakeholders*, como ainda poderia perfeitamente seguir um fim diferente daquele para a qual foi constituída.

---

<sup>23</sup> LUPION, Ricardo - *Interesse social da empresa. Uma perspectiva Luso-Brasileira*, RIBD, Ano 2 (2013), n.º 12, pág. 13855.

<sup>24</sup> REGÊNCIO, João - *Do interesse social*, Revista do Direito das Sociedades, Ano V, n.º 4, 2013, pág. 801 a 802.

<sup>25</sup> ESTACA, José Nuno Marques, *op. Cit.*, pág. 114.

<sup>26</sup> ESTACA, José Nuno Marques, *ibid.*, pág. 115

Na teoria da pessoa, outra teoria também proposta, como se depreende, tem por base a personalidade jurídica das sociedades, na qual a sociedade é vista como uma pessoa com os seus próprios interesses que serão superiores aos interesses dos sócios não sendo coincidentes com estes, podendo assim existir limites ao exercício do direito de voto.

As duas restantes teorias são também defendidas por autores alemães e portugueses. HAUASSMAN<sup>27</sup> defende que a empresa é constituída por um conjunto de sujeitos que por base tem um interesse comum, e cujo interesse social será o resultado da unificação dos interesses dos vários sujeitos, deduzindo-se desde logo que teria de haver uniformidade e que não haveria situações de conflito, equiparando-se ao organismo de um ser humano. Como refere PIRES CARDOSO «a teoria orgânica de conteúdo tipicamente biológico, pois toma a associação como um organismo idêntico ao da pessoa humana, com vida autónoma e vontade distinta dos indivíduos que a compõem.» (CARDOSO, 1943, p. 41)<sup>28</sup>.

A última teoria é a teoria da instituição defendida por OLIVEIRA ASCENSÃO e PIRES CARDOSO. Este último autor refere na sua obra que não se deve apenas proteger o interesse individual, devendo proteger-se também os interesses coletivos e permanentes<sup>29</sup>, havendo desta forma uma subordinação de todos os interesses a este interesse coletivo.

### 1.2.2 Teoria Contratualista

Ao contrário da tese anteriormente apresentada, aqui o interesse social é visto como um interesse comum de todos os sócios. Estes interesses não podem ser futuros ou eventuais, por não se conseguir prever qual será num momento futuro o interesse da sociedade<sup>30</sup>.

Para COUTINHO DE ABREU, o interesse social deve ser visto como uma baliza para os interesses do sócio, referindo que esta teoria apenas se aplica aos órgãos de administração, acrescentado ainda que o interesse social é uma «comunidade de interesses dos sócio» (ABREU J.COUTINHO, 2005), sendo qualificável como social quando está associada à causa que deu origem à constituição da sociedade<sup>31</sup>.

Assim, o interesse da sociedade é visto e tratado como um interesse de todos os sócios, não nos sendo possível determinar, distinguir e perceber o que se entende por interesse do sócio e interesse da

---

<sup>27</sup> Apud ESTACA, José Nuno Marques - *O Interesse da Sociedades nas Deliberações Sociais*, pág. 116.

<sup>28</sup> CARDOSO, J. Pires - *Sociedade Anónima - Ensaio Económico*, 1943, pág. 41

<sup>29</sup> CARDOSO, J. Pires, *Ibid*, pág. 41

<sup>30</sup> LUPION, Ricardo – *op. Cit.*, pág. 13855

<sup>31</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho - *Curso de Direito Comercial*, Volume II das Sociedades, 2005, pág. 293 e 294.

sociedade, uma vez que a teoria apresentada os trata como se fossem sinónimos<sup>32</sup>. Desta forma, questiona-se o que se deve entender por interesse comum a todos os sócios e, ainda, se o mesmo terá de ser unânime ou se basta haver uma maioria qualificada.

Além de tratar o interesse social como um interesse de todos os sócios, esta vertente preocupa-se com a valorização da sociedade através do aumento de valor das ações, o que irá influenciar os sócios, pelo facto de estes apenas quererem comprar as ações para a seguir as venderem, levando a que haja uma inflação dos valores mobiliários e a que todas as decisões tomadas sejam em função desta valorização e conseqüentemente do lucro individual.

Por fim, podemos constatar que com a aplicação desta teoria, a sociedade seria controlada pelos sócios/acionistas, mas desde logo se levantaria a questão de quando o sócio atua como um terceiro, podendo haver uma situação de esvaziamento do voto e até um conflito de interesses.

BRITO CORREIA, ainda relativamente a esta conceção, diz que uma vez que o interesse da sociedade é o interesse comum de todos os sócios, «defende que este tem como limite o fim da sociedade, e a sua orientação será definida pela maioria» (Apud ESTACA, p. 88)<sup>33</sup>.

Verifica-se assim ser de difícil conceção existir uma definição de interesse social, sendo que também este não se encontra consagrado no Código das Sociedades Comerciais, apesar da sociedade ser constituída para um determinado fim, este irá depender de um conjunto de interesses dos vários sócios. Logo, o interesse social difere dos outros interesses pelo simples facto de este se verificar na esfera jurídica da sociedade<sup>34</sup>.

Não obstante, há autores que vêm dizer que o interesse social é uma relação de solidariedade entre os sócios e que até defendem que o interesse social deverá englobar o interesse de futuros sócios, o que me parece um pouco precipitado porque não saberemos se o interesse será o mesmo no futuro, devendo apenas ser o interesse daqueles que têm a qualidade de sócio<sup>35</sup>.

## 2. O dever de lealdade na relação entre o sócio e a sociedade

---

<sup>32</sup> LUPION, Ricardo; *op.cit.*, pág. 13869.

<sup>33</sup> ESTACA, José Nuno Marques – *op. cit.*, pág. 88.

<sup>34</sup> ALVES, Marisa dos Santos - *As Deliberações Abusivas: Conflito entre os interesses dos sócios e o interesse social*, pág. 71.

<sup>35</sup> Apud ESTACA, José Nuno Marques, *op. cit.*, pág. 110 e 111

Qualquer sócio tem direitos e deveres que deverão ser cumpridos<sup>36</sup>. Neste caso, atendemos apenas ao dever de lealdade que surgiu no Direito Alemão, onde primeiramente estava associado aos bons costumes e posteriormente passou a ser visto como uma expressão da figura boa-fé, e hoje é uma das formas de resolução de conflitos de interesses. Já no ordenamento jurídico português não se encontra consagrado este dever, existindo apenas algumas manifestações, nos artigos 177.º e 477.º do CSC.

A palavra lealdade apresenta um efeito imediato e direto quanto à relação entre as duas partes e da qual resulta uma «ponderação ético-jurídica, independentemente da vontade das partes, apresentando-se como uma valoração heterónoma da ordem jurídica<sup>37</sup>» (FRADA, 2007), ou seja, é um dever no qual os sócios e até mesmo os administradores têm em vista a prossecução dos interesses da sociedade sem terem de prosseguir o interesse social<sup>38</sup>.

Porém, nesta relação não é necessária a confiança entre as partes, basta verificar-se o dever de lealdade, apesar de esta exigir um relacionamento específico, ou seja, a tomada de certos comportamentos devido às expectativas que são criadas e pela correção que devem adotar. Importa referir que a lealdade é exigida ao mesmo nível para qualquer situação, não sendo graduável consoante os interesses que estejam em causa<sup>39</sup>.

Mesmo que o sócio deva cumprir ou adotar comportamentos que não violem o interesse da sociedade, nem sempre terá de seguir de forma rígida tal interesse, pois depende de caso para caso a prossecução desse interesse e também depende da articulação com os interesses societários individuais do sócio.

Embora haja esta articulação, muitas vezes existem conflitos de interesses quando não se segue o interesse social, havendo assim a violação do dever de lealdade para com a sociedade, e caso haja a sua prossecução, poderá originar situações de insatisfação para uma das partes, havendo um interesse ferido.

---

<sup>36</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrello de - *Manuel de Governo das Sociedades*, 2018 Reimpressão, pág. 83.

<sup>37</sup> FRADA, Manuel Carneiro da Frada - “*A Business Judgment rule no quadro dos deveres gerais dos administradores*”, [www.oa.pt](http://www.oa.pt).

<sup>38</sup> TRIUNFANTE, Armando- *Responsabilidade Civil dos Administradores em Portugal, Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, 2012, pág. 136.

<sup>39</sup> FRADA, Manuel Carneiro da Frada, *op.cit.*

É, no entanto, com a escolha que o sócio faz através do exercício do seu direito de voto, e atendendo à situação em que esta é feita, que se pode verificar se a posição adotada pelo mesmo é egoísta em relação àquela que melhor se considera ser para a prossecução do interesse social.

Deste modo, verifica-se ser necessário haver uma ponderação global de todos os interesses sociais de que o sócio é portador. Não obstante, existindo interesse social, não deixa de haver o interesse do sócio, mas nem sempre o sócio terá de prosseguir o interesse social como regra, dependendo muitas vezes do caso em análise.

### 3. Direito de Voto

O direito de voto é um dos direitos que, por regra e salvo algumas exceções, é adquirido pelo sócio aquando da sua entrada na vida da sociedade e é através do seu exercício que consegue expressar a sua vontade, principalmente na participação da tomada de deliberações em Assembleia Geral. A participação é feita através da emissão de votos, o que o torna um dos direitos mais importantes e organizativo que se encontra consagrado no artigo 21.º, n.º 1, al. b) do CSC<sup>40</sup>, uma vez que é através dele que o sócio determina e conduz a vida da sociedade, seja de forma direta ou indireta.

Nos termos do artigo 190.º, n.º 1 do CSC, cada sócio tem direito a um voto, ou até, no caso das sociedades por quotas, a um voto por cada cêntimo do valor nominal da respetiva quota (artigo 250.º, n.º 1 do CSC), ou então no caso das sociedades anónimas em que cada sócio tem direito a um voto por cada ação.

PINTO FURTADO entende que o «direito de voto é também uma proposta e uma aceitação ou rejeição da proposta por cada sócio, à qual ele responde sim ou não». ( p. 36 e 37) <sup>41</sup>. Do meu ponto de vista, esta definição é escassa pois o voto é algo que vem, em regra, agregado à ação, não o vendo apenas como uma simples proposta, e da qual não deve ser dissociado, o que nem sempre acontece.

Refere ainda este autor que, no que toca a esta matéria o voto poderá ser uma declaração de vontade, através da qual o seu titular expressa a sua vontade, já outros autores defendem que este pode consubstanciar-se numa declaração de ciência ou até numa declaração de sentimento, diferenciadas pelo facto de ser uma «declaração de saber e a outra a declaração de sentir».<sup>42</sup>

---

<sup>40</sup> ANTUNES, José Engrácia; “*Direito das Sociedades Comerciais*”, 2.ª edição, Porto, 2011, pág. 390.

<sup>41</sup> PINTO FURTADO, Jorge Henrique da Cruz; “*Deliberações de Sociedades Comerciais*”, 2005, pág. 36 a 37.

<sup>42</sup> PINTO FURTADO, Jorge Henrique da Cruz; *ibid.*, pág. 41.

O direito de voto é uma declaração de vontade do sócio, no entanto, PINTO FURTADO (p. 51) refere ainda que é necessário apurar se a declaração em causa constitui ou não um ato jurídico, reportando-nos à figura das declarações em Teoria Geral do Direito, no qual e como bem se sabe o facto jurídico é um ato ou evento da vida social que é juridicamente relevante.<sup>43</sup> Porém, há quem entenda que o voto não é um ato jurídico simples, pelo facto de ser considerado uma declaração, mas sim um facto jurídico em relação ao seu titular, que tem como propósito individual a deliberação.<sup>44</sup> Já autores estrangeiros, como *Romano-Pavoni e Guiseppe Sena*, dizem que o voto tem «conteúdo de vontade» independentemente da deliberação, «porque quem aprova uma deliberação que contenha unicamente uma declaração de conhecimento significa que quer a declaração de conhecimento» (apud PINTO FURTADO, 2005, p. 52).

Além das já identificadas, outras questões têm-se suscitado relativamente a este direito na doutrina, nomeadamente quanto à natureza do seu conteúdo. PINTO FURTADO entende que o voto se consubstancia numa forma de expressar um «conhecimento ou de sentir»<sup>45</sup>.

No que alude ao seu exercício, este é um direito voluntário do sócio, ou seja e salvo as exceções na lei, poderá ser exercido pelo seu titular, bem como, por um terceiro através de procuração ou de outro meio legal, para, em plena Assembleia Geral, manifestar a sua vontade ou a daquele que representa.

Por se entender ser uma declaração de vontade, poder-se-ia concluir, atendendo à autonomia privada, que o mesmo teria como efeito jurídico aquele que o seu titular pretendesse, mas como é do nosso conhecimento, nem sempre é o que sucede, pois o seu titular deverá prosseguir o interesse social, não podendo votar em sentido contrário sob pena de prejudicar a sociedade ou, inclusive, outros sócios, isto se se entender que o voto é uma declaração de ciência.

---

<sup>43</sup> PINTO FURTADO, Jorge Henrique da Cruz; *ibid.*, pág.51.

<sup>44</sup> PINTO FURTADO, Jorge Henrique da Cruz; *ibid.*, pág. 52.

<sup>45</sup> PINTO FURTADO, Jorge Henrique da Cruz; *ibid.*, pág. 36 e 37.

Em tempos, questionou-se se o voto era ou não um direito, questão que foi amplamente discutida pela doutrina<sup>46</sup>.

### 3.1 Quem poderá participar na Assembleia Geral?

Antes de falarmos de quem poderá e deverá estar na Assembleia Geral, é importante relembrar que as partes que constituem a sociedade são, em princípio, pessoas com personalidade jurídica, com capacidade jurídica de gozo e de exercício, por forma a terem capacidade para praticar, por si, negócios jurídicos<sup>47</sup>.

Por regra, são os sócios que têm o direito de participar nas Assembleias Gerais. Nas sociedades anónimas, este direito está previsto no artigo 379.º, n.º 1 do CSC, que refere «segundo a lei e contrato» poderão participar aqueles que são detentores do direito de voto e ação. Já para os restantes tipos societários, aplica-se para as sociedades por quotas o artigo 248.º do CSC e nas sociedades em nome colectivo aplica-se o artigo 189.º do CSC<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> MARIANO, Álvaro A. C. - *Abuso de Voto na Recuperação Judicial*, Universidade de São Paulo, São Paulo, ano 2012, pág. 23 a 25 refere que na doutrina estrangeira foi discutido se o direito de voto era um direito subjectivo, apesar de ser um dos direitos do sócio. Na sua obra, este autor apresenta as diversas teorias que foram defendidas. Savigny defendia que o direito subjectivo era considerado como uma vontade, através da qual o indivíduo conseguiria «impor os seus objetivos dentro da ordem jurídica», isto é, atendendo aos limites existentes «é ao indivíduo que cabe com exclusividade decidir sobre a concretização do seu efetivo exercício e ainda poder criar as próprias normas» (*Apud*. MARIANO, Álvaro A. C., “Abuso de Voto na Recuperação Judicial”, ano 2012, pág. 23). Esta teoria não pode ser adotada pelo simples facto de que o sócio tem como limite o interesse da sociedade, ou seja não tem total autonomia privada, como ainda por vezes, e como se irá verificar, nem sempre exerce esse direito.

Outra vertente adotada baseava-se no pressuposto de que o que está em causa não é a vontade, mas sim o interesse que constitui a essência do direito subjectivo, o que pressupunha a existência de um elemento formal e substancial, isto é, o elemento substancial pressupunha a possibilidade de aproveitamento por parte do indivíduo, estando em conta o fim prático da sua utilidade, enquanto a parte formal é garantida pela norma jurídica (MARIANO, Álvaro, pág. 24).

Já Kelsen defende que o direito subjectivo é a expressão de um «dever jurídico que é imposto ao destinatário da norma» (*Apud* MARIANO, Álvaro riano, Álvaro A.C, pág. 25).

Na vertente mais moderna, este direito define-se com «o papel» de norma jurídica em detrimento da soberania da vontade, e por pretender a satisfação de um interesse.

Contudo, não nos podemos esquecer que o exercício do direito de voto não pode ser exercido no sentido que pretende, uma vez e como já foi referido que este pode ser limitado quanto ao seu exercício, consoante se encontra estipulado na lei e não pode violar o interesse social.

Mesmo em caso de inibição de direito de voto, o seu titular não o perde, o que acontece é que se encontra impedido de votar. Em caso de empréstimo ou de esvaziamento do voto, o exercício deste direito passa para a esfera de um terceiro.

Pelo que podemos ainda concluir é que este é um direito, cujo exercício por regra tem carácter unitário, isto é, não é permitido que o seu titular, com mais de um voto, exerça o seu direito em mais do que um sentido diferente. Ressalva-se que este direito é individual e primordial.

<sup>47</sup> ANTUNES, José Engrácia, *op. cit.*, pág. 284 a 286.

<sup>48</sup> ANTUNES, José Engrácia; *ibid.*, pág. 287.

De imediato, coloca-se a questão de como fazer prova da qualidade de acionista, para poder participar, mas, como veremos, nem sempre são só os acionistas que participam nas deliberações, podendo existir perfeitamente “não sócios” a votar.

O artigo 55.º, n.º 1 do CVM reforça de forma implícita que poderão participar aqueles que «em conformidade com o registo ou com o título» forem titulares «de direitos relativos a valores mobiliários, está legitimado para o exercício dos direitos que lhe são inerentes»<sup>49</sup>.

No que concerne à qualidade de acionista, esta pode ser definida e regulada nos estatutos da sociedade. Caso não esteja previsto, os artigos 83.º e 105.º do CVM referem que a prova possa ser efetuada através do certificado de registo das ações escriturárias ou através do certificado de registo das ações tituladas integradas em sistema. Nas sociedades cotadas, o artigo 62.º do CVM diz que as ações escriturárias tem de ser integradas em sistema centralizado. Para MARIA ELISABETE RAMOS<sup>50</sup>, nestes casos, poderá haver um bloqueio de ações, tendo de ser indicados os acionistas para assim se aferir a sua qualidade, impossibilitando a transação de ações, mesmo nos cinco dias anteriores à Assembleia Geral, causando alguns constrangimentos aos sócios, bem como aos investidores, principalmente por perderem oportunidades de obtenção de lucro com a transação de ações.

Quanto ao momento de participar e de quem deve estar presente na Assembleia Geral, levanta-se a questão de saber se deverão apenas estar presentes aqueles que são titulares do direito de voto e da ação, ou se poderão estar presentes aqueles que sejam só titulares do direito de voto, pertencendo as ações a outro sócio, no qual se irá futuramente verificar os efeitos das deliberações, principalmente quando falamos do risco. Estas são dúvidas que se têm levantado ao longo destes últimos anos por terem posto em causa a forma de governação das sociedades, e que apesar de terem sido apresentadas soluções, em alguns países, ainda não se encontram reguladas.

---

<sup>49</sup> Ac. Do TRIBUNAL DA RELAÇÃO DE COIMBRA, Processo 894/11.4TBPBL.C2, datado de 17-05-2016, relator Sílvia Pires.

<sup>50</sup> RAMOS, Maria Elisabete - *Direito Comercial e das Sociedade entre as empresas e o Mercado*, 2018, pág. 512 e 513.

## II - Empty voting

### 4. Aparecimento e noção

Antes de nos debruçarmos sobre a matéria do esvaziamento do voto, é importante aludir que, no âmbito do Direito das Sociedades Comerciais, está assente o princípio da indivisibilidade da ação, ou seja, o direito de voto e os interesses económicos encontram-se associados à ação.<sup>51</sup>

Contudo, esta regra tem sofrido algumas exceções, podendo haver dissociação entre o direito de voto e ação. Uma das exceções surgiu nos Estados Unidos, na década de 60, mas o seu estudo só se aprofundou nos inícios do século XXI, aquando do aparecimento dos fundos livres, isto é, de fundos que quanto à sua atividade e funcionamento não eram regulados, assim como aquando do aparecimento e crescimento dos instrumentos financeiros derivados que muitas vezes são usados para que não haja qualquer risco<sup>52</sup>. O aparecimento do esvaziamento do voto veio revolucionar a forma de governação das sociedades bem como o princípio *one share, one vote*, expoente máximo do princípio da proporcionalidade entre a participação económica e o direito de voto.

O esvaziamento de voto (*empty voting*) caracteriza-se pelo voto não estar associado à ação, isto é, pela dissociação entre o direito de voto e a participação económica associada à ação, que consequentemente levará ao aparecimento de dois titulares. Por um lado, temos aquele que detém na sua esfera jurídica o direito de voto e, por outro, aquele que é titular apenas da ação. Regra geral, este último deveria ser o titular do direito de voto, mas não o é por existirem diversas situações que proporcionem esta separação, como veremos mais adiante<sup>53</sup>.

Atendendo a esta dissociação, pergunta-se se os efeitos e consequências que advêm do direito de voto se verificam em ambos e na mesma intensidade. No entanto, conclui-se que no plano das consequências, o titular apenas do direito de voto não terá as mesmas consequências económicas que um acionista.

---

<sup>51</sup> CULINOVIC – HERC, Edita e ZUBOVIC, Antonija; “*Taking Empty Voting in the EU, The Shareholders’ Rights Directive and the Revised Transparency*”, pág. 139.

<sup>52</sup> Díaz RUIZ, Emilio - *Reflexiones sobre la Aplicación de la Institución Del Voto Vacío (empty voting) en las sociedades de responsabilidad Limitada*, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid, pág. 2 a 11.

<sup>53</sup> CULINOVIC – HERC, Edita e ZUBOVIC, Antonija; *op. cit.*, pág. 135.

Nesta situação, aquele que exerce o direito de voto deverá ter plena consciência de que o mesmo será parte de uma decisão/deliberação que influenciará a vida da sociedade. E, caso seja detentor de um elevado número de ações, terá ainda mais influência nas deliberações que sejam tomadas.

Esta nova forma de pensar e de exercer o direito de voto veio revolucionar a forma de governação das sociedades comerciais<sup>54</sup>, pelo facto de além de existirem sócios que têm na sua esfera jurídica a ação e o direito de voto, termos “sócios” (ex.: *hedge funds* ou outros investidores) que apenas são detentores do direito de voto, não sendo titulares da ação. Assim, a ideia de que o voto se encontra associado à parte económica da ação já não se encontra em vigor. Esta evolução tem sido vista como uma enorme vantagem por parte dos *insiders* e *outsiders*, havendo mesmo situações em que estes têm mais votos do que ações, controlando desta forma a sociedade<sup>55</sup>. Há assim uma situação de esvaziamento de voto, pois certamente alguns dos votos não estão associados a ações.

Uma das formas de esvaziamento de voto, que por sinal é aquela que o define, é o empréstimo do direito de voto pelo acionista a um terceiro, sem a parte económica que lhe deveria estar associada. Outra é quando estamos perante um *equaty swap*, que como veremos, é uma situação na qual uma das partes tem uma posição longa tendo adquirido apenas a ação, a sua propriedade económica sem o direito de voto, enquanto outra parte terá uma posição curta e que prolonga o seu risco económico pelas participações, sendo a titular dos votos, mas não é a parte da propriedade económica<sup>56</sup>.

Para alguns autores, como ANA PERESTRELO, o verdadeiro interessado na sociedade é o titular da participação económica, participação essa que é oculta por não ser o titular do direito de voto para expressar a sua vontade.<sup>57</sup>

---

<sup>54</sup> A palavra governo das sociedades pode ser vista num sentido mais restrito e mais amplo. No sentido mais restrito, quando se reporta às relações internas que existem dentro da sociedade, podendo estas serem só entre a administração e os sócios, mas também em sentido amplo pode abranger as situações em que haja a celebração de contratos com a sociedade, por parte de terceiros. No entanto em outros ordenamentos jurídicos também se refere à relação entre a sociedade e os trabalhadores (MAIA, Pedro - *Corporate Governance*, Questões de Direito das Sociedades em Portugal e no Brasil, 2012, pág. 43 a 47).

<sup>55</sup> HU, Henry T. C. and BLACK, Bernard - *The New Voting Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, pág. 852.

<sup>56</sup> HU, Henry T. C. and BLACK, Bernard - *Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, pág. 3.

<sup>57</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo; *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, 2015, Almedina, pág. 191.

Para a CMVM, o *empty voting* caracteriza-se pelo voto sem titularidade, mas tal definição não deve ser aceite, pois podemos estar perante situações em que o votante é titular de direitos sobre a sociedade, por exemplo, do *record date*<sup>58</sup>.

O esvaziamento do voto pode ainda ser parcial ou total<sup>59</sup>, consoante a dissociação que existir entre o direito de voto e a participação social, mas como veremos poderá ser um potencial gerador de conflitos de interesse, que poderá levar à violação de deveres, bem como à inibição de voto, e ainda envolver pessoas que sejam exteriores à sociedade e que pretendam aumentar o seu poder de voto diminuindo a sua posição económica. Temos o caso dos *hedge fund* quando emprestam ações depois da data de registo, e após a Assembleia Geral as transacionam para outro sócio, tendo aqui, alguém que terá mais poder económico do que ações.

Segundo a opinião de HENRY HU, na sua obra *Empty Voting and Hidden Ownership*, mesmo sendo adotadas regras para a regulação destas situações, estas podem mostrar-se prematuras pelo facto de o legislador não conseguir prever todas as situações de esvaziamento de voto, e também por existirem diversas formas de compra de votos<sup>60</sup>.

O uso do esvaziamento do voto causa diversos efeitos, principalmente na forma de governação da sociedade, havendo doutrina que defende que seja dada liberdade aos legisladores e ao mercado para regular e avaliarem esta figura, propondo em primeiro lugar que deveria haver a divulgação das regras, devendo estas ser consistentes, dando a possibilidade aos investidores de terem a habilidade de transformar a ação somente em parte económica. Defendem, ainda, a não existência de custos para os investidores<sup>61</sup>.

Caso houvesse regulação quanto a esta matéria, seria importante referir que poderia limitar e até bloquear formas de votação, mesmo que a sua finalidade fosse nivelar ou diminuir situações de grande atrito.

---

<sup>58</sup> FESTAS, David Oliveira, *Das inibições de Voto dos Sócios por Conflito de Interesses com as Sociedades nas Sociedades Anónimas e por Quotas. Volume I*, 2017, pág. 464 nota de rodapé 1746.

<sup>59</sup> FESTAS, David Oliveira; *ibid.*, pág. 464 nota de rodapé 1746.

<sup>60</sup> ALI, Paul; RAMSAY, Ian e SAUNDERS, Benjamin; “*Securities Landing Empty Voting and Corporate Governance*”; Centre for International Finance Regulation Project: Evaluating the impact of Securities Loans and Shareholder Rights and Governance of listed Companies, pág. 21.

<sup>61</sup> HU, Henry T. C. and BLACK, Bernard, *op. cit.*, pág. 6.

Vários autores, como PAUL ALI, defendem que não é possível a dissociação entre o direito de voto e ação, bem como a compra de um sem que o outro esteja associado<sup>62</sup>, conforme também se encontra previsto nos termos do artigo 879.º, al. a) do CC, onde se refere que com o contrato de compra e venda se transfere a «propriedade da coisa ou da titularidade do direito».

## 5. Situações que levam ao esvaziamento do voto

O esvaziamento de voto pode surgir de diversas formas, ou seja, podemos ter várias situações que originam esta dissociação. A título de exemplo, temos o empréstimo de ações, no qual uma das partes empresta à outra, por tempo determinado, ações, ficando apenas com o direito de voto. Outros exemplos são a data de registo da ação, o estacionamento de ações e os instrumentos financeiros derivados, nomeadamente os *equaty swap*<sup>63</sup>.

### 5.1 Data do Registo ou record date

Nas Assembleias Gerais podem estar presentes os sócios ou aqueles que estejam mandatados para o ato em representação do sócio. Todavia, podemos ter na mesma Assembleia Geral também titulares do direito de voto e não de ações, isto é, na mesma deliberação podemos ter sócios titulares de ações e com direito de voto, salvo algumas exceções, como ainda podemos ter terceiros titulares só com o direito de voto.

Conquanto, importa mencionar que até à Assembleia Geral pode haver transação de ações, devido à celeridade dos mercados, o que provocará a alteração dos sócios, apesar desta ser convocada com vários dias de antecedência aos seus sócios<sup>64</sup>.

No regime societário português, o *record date* ou data do registo vem previsto no artigo 23.º C, n.º 1 do CVM, no qual indica que deverá estar presente na Assembleia Geral aquele que no quinto dia anterior à data da sua realização, às 00 h 00, seja o titular de ações que lhe confirmam o direito de

---

<sup>62</sup> HU, Henry T. C. and BLACK, Bernard; *op. cit.*, pág. 10.

<sup>63</sup> CULINOVIC – HERC, Edita e ZUBOVIC, Antonija, *Tackling Empty Voting in the EU: The Shareholders' Rights Directive and the Revised Transparency Directive*, pág. 136, vêm estas autoras na sua obra dizer que há três formas de fazer acontecer os esvaziamentos do voto; referindo, o empréstimo de ações os instrumentos financeiros derivados nomeadamente os *equaty swaps* e a compra e venda de ações entre a data do registo e data da Assembleia Geral.

<sup>64</sup> O prazo de convocação para as Assembleias Gerais varia consoante o tipo de societários em causa, nas sociedades por quotas conforme o artigo 248, n.º 3 do CSC, a convocação tem de ser feita com um antecedência de 15 dias, nas sociedades anónimas o prazo mínimo é de um mês (artigo 377, n.º 2, e 4, artigo 167.º, n.º 1 do CSC) (ANTUNES, J. Engrácia, *op. cit.* pág. 292)

voto. Não obstante, e atendendo à rapidez dos mercados quanto à transação de valores mobiliários, podemos estar perante uma situação em que aquele que era titular das ações, há cinco dias, possa não o ser na data em que se vai realizar a referida Assembleia Geral.

Assim, questionamos quem terá direito de votar no dia em que se realiza a Assembleia Geral, uma vez que o titular que constava no quinto dia antes da mesma, transacionou, nesse período, as suas ações para um terceiro.

Por regra, quando se transaciona uma ação também se transmite o direito de voto, aplicando-se aqui a regra que nos termos dos artigos 874.º e 879.º do Código Civil vem dizer que «a propriedade da coisa vendida se transmite para o adquirente pelo contrato, constituindo a transmissão do domínio um dos efeitos essenciais do negócio jurídico, ao lado das obrigações de entrega da coisa e de pagamento do preço respetivo»<sup>65</sup>.

Nestas situações, para a sociedade, o sócio será aquele que no quinto dia anterior à realização da Assembleia Geral era titular da ação, mas atendendo a este pensamento no dia respetivo poder-se-á dar a seguinte situação: termos, por um lado, na mesma deliberação, um sócio que já não tem na sua esfera jurídica a ação, mas sim o voto, e por outro, termos alguém que adquiriu a ação durante esse período, sendo o seu verdadeiro titular, mas não possuidor do direito de voto.

Temos assim uma situação que potencia o aparecimento do esvaziamento de voto, pois há a dissociação entre o direito de voto e a participação económica e, ainda, a existência de dois titulares, pelo facto da lei considerar neste caso que o sócio é aquele que se encontrava como tal, cinco dias antes da Assembleia Geral.

Já no regime societário norte-americano, é admitido que em operações de compra e venda de ações, perto da data de registo, em que haja uma situação idêntica, onde o direito de voto é atribuído a uma pessoa, que à data da Assembleia Geral já tinha perdido a qualidade de acionista por ter transmitido a terceiro, e este que adquiriu as ações não tem o direito de voto, sendo o verdadeiro acionista, irá ficar à mercê da tomada de deliberações adotada pelo primeiro, bem como dos riscos que daí advêm<sup>66</sup>.

---

<sup>65</sup> AC. DO TRIBUNAL DA RELAÇÃO DE LISBOA, Processo 28819/15.OYIPRT.L1-1, de 12-07-2018, relator Pedro Brighton, [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>66</sup> FESTAS, David Oliveira, *op. cit.*, pág. 591 e 592.

Esta legitimação do direito de voto quanto àquele que não é titular das ações no momento da Assembleia Geral põe em causa o princípio da correlação entre o poder de voto e o risco, isto porque é na pessoa que não é titular da ação que se encontra o poder de voto, enquanto o risco e efeitos se irão verificar naquele que tem na sua esfera jurídica a ação.

Nestas situações, o regime norte-americano apresenta algumas soluções, por um lado a jurisprudência e, por outro, a autonomia privada, que não põe o verdadeiro titular do direito de voto à mercê daquele que lhe transmitiu as ações<sup>67</sup>.

A autonomia privada americana diz que é ao titular que adquiriu as ações que cabe determinar o sentido do voto, mesmo que o seu titular seja outra pessoa. Por isso, é frequente neste sistema jurídico o uso da procuração, no qual o titular do voto é mandatado para agir em conformidade com o sentido determinado pelo titular da participação económica<sup>68</sup>.

A jurisprudência tem entendido que o titular da ação que não se encontra registado poderá intimar a pessoa que transmitiu as ações a atribuir uma procuração, para assim conseguir dirigir o sentido do voto<sup>69</sup>. A consagração deste procedimento teve como propósito a institucionalização de um critério de organização das Assembleias Gerais, cujo objetivo é apurar, a custos reduzidos, a legitimidade daqueles que têm direito ao exercício de voto, por forma a identificar quem são os acionistas, bem como ordenar os seus direitos. No entanto, este procedimento não é regra, podendo as sociedades adotar outros métodos de identificação dos acionistas.

No que diz respeito ao regime português, o *record date* vem regulado nos termos do artigo 23.º C, n.º 2, 3 e 7 do CVM. O número dois deste artigo refere como é possível identificar os titulares das ações que poderão votar na Assembleia Geral.

O n.º 3 do artigo 23.º C do CVM vem dizer que aquele que pretenda participar na Assembleia Geral deverá declará-lo, por escrito, ao presidente de mesa da Assembleia Geral, apenas nos casos de transmissão das ações durante o período de cinco dias anteriores à data da Assembleia Geral. O n.º 7 do mesmo artigo refere que caso o transmissor queira participar na Assembleia Geral, terá também de o comunicar ao presidente de mesa. Esta comunicação é importante para o presidente de mesa, pois assim irá proceder aos ajustamentos necessários para aferir se o alienante ainda conserva algum poder

---

<sup>67</sup> FESTAS, David Oliveira, *ibid.*, pág. 595.

<sup>68</sup> FESTAS, David Oliveira, *ibid.*, pág. 595.

<sup>69</sup> FESTAS, David Oliveira, *ibid.*, pág. 595.

à data da votação. A título de exemplo, refiro que o banco BPI, na convocatória para a Assembleia Geral que se realizou em 20 de Abril de 2018, diz que a declaração deveria ser dirigida ao presidente de mesa da Assembleia Geral, até às 18 h 00 horas ou, no caso de envio por correio eletrónico, telefax ou na utilização de mecanismos de declaração *online*, até às 23 h 59 horas do dia 12 de Abril de 2018<sup>70</sup>.

A transmissão de ações, como já foi referido, pode suceder-se durante o período dos cinco dias estabelecidos na lei, no entanto, a sua transmissão pode ser parcial, o transmissor que está legitimado para o exercício do direito de voto permanece ainda como titular de um mínimo de ações que lhe conferem esse direito.

Atendendo às diversas soluções, americana e portuguesa, que se apresentam para solucionar este problema provocado pelo *record date*, ambas se afiguram válidas. No entanto, a que nos presta maior segurança é a solução apresentada pela doutrina americana, mesmo que haja obstáculo por parte de quem transmite, tendo a possibilidade de recorrer à intimação.

Por fim, importa referir que um acionista que tenha em seu poder ações, encontra-se capacitado, em regra, para votar em Assembleia Geral. Já um *empty voter* adota um comportamento diferente, isto é, ele empresta as ações antes do *record date* e, após a data da Assembleia Geral, a mesma volta a si, funcionando como um empréstimo de ações.

## 5.2 Parqueamento de ações

O parqueamento de ações pode também levar ao aparecimento de uma situação de esvaziamento de voto. Neste caso, temos a sociedade que através dos seus órgãos de administração transmite uma parte das suas ações a um terceiro, mas sem que este adquira, na totalidade, a titularidade da participação económica, permanecendo assim esta na esfera da sociedade. Quanto ao voto, esse estará na esfera do terceiro sobre as orientações do primeiro que parqueia as ações, havendo deste modo uma dissociação entre o direito de voto e a participação económica<sup>71</sup>.

---

<sup>70</sup> Convocatória do Banco de Investimento Português, <https://bpi.bancobpi.pt/index.asp?riIdArea=AreaAccionistas&riId=AAPAssembleia20Abril18>

<sup>71</sup> FESTAS, David Oliveira; *op. Cit.*, pág. 514 a 519

Este terceiro, que irá ficar, momentaneamente, com as ações, terá de votar consoante o sentido determinado pela sociedade, havendo assim parqueamento de ações alheias, cujo objetivo é não cumprir os deveres que se encontram associados à titularidade jurídica e económica.<sup>72</sup> Portanto, o terceiro estará obrigado a obedecer e a seguir as diretrizes impostas pela sociedade sem que haja uma procuração, podendo a qualquer momento a sociedade voltar a readquirir as participações em causa<sup>73</sup>. Tendo em conta a forma de atuação desta figura, alguns autores referem que nos encontramos perante a figura do mandato que se encontra regulada no Código Civil e que se divide em mandato com representação e sem representação, aplicando nestas situações o mandato sem representação.

No mandato sem representação, temos alguém que confia a um terceiro a realização de um ato em seu nome, como ainda no seu interesse e por conta da mesma. Esta figura diferencia-se da procuração, uma vez que a procuração é um negócio jurídico unilateral «que confere poderes de representação (artigo 262.º e seguintes do CC)» (CORDEIRO, M., p. 497)<sup>74</sup>, enquanto o mandato é um contrato de prestação de serviços que impõe a obrigação de praticar um ato jurídico, com ou sem representação, mas para a sua execução têm de ser fornecidos, ao terceiro pelo mandante, todos os elementos necessários para a sua realização.

Quanto aos efeitos também se diferenciam da procuração; na procuração verificam-se de forma imediata no representado, enquanto no mandato os efeitos do negócio jurídico verificam-se, inicialmente no mandatado e posteriormente irão verificar-se no mandante. A pessoa mandatada para a prática do ato jurídico age, num primeiro momento, em nome próprio, sendo o titular dos direitos adquiridos na execução do mandato e, num segundo momento, que será o cumprimento das suas obrigações contratuais com o mandante, tem o dever de transferir para este a titularidade dos direitos adquiridos no primeiro momento, havendo assim uma dupla transferência dos efeitos que surgiram da prática do ato jurídico – «Tese da dupla transferência»<sup>75</sup>.

Quanto à execução do contrato, é o mandatário que assume as obrigações.

---

<sup>72</sup> FESTAS, David Oliveira; *op. cit.*, pág. 517.

<sup>73</sup> FESTAS, David Oliveira; *op. cit.*, pág. 518.

<sup>74</sup> CORDEIRO, António Menezes, *Tratado de Direito Civil XII, Contratos em Especial (2.ª Parte)*, 2018, pág. 497.

<sup>75</sup> LIMA, Pires e VARELA, Antunes Código Civil Anotado, Vol. II, 4.ª Edição, capítulo X, pág. 827 e CORDEIRO, António Menezes, *Tratado de Direito Civil XII, Contratos em Especial (2.ª Parte)*, 2018, pág. 701.

O mandato representa ainda uma prestação de facto ou facere<sup>76</sup>, que consiste na prática de um ou mais atos jurídicos por conta de outrem (artigo 1152.º do Código Civil), atos esses que se destinam à esfera do mandante, tratando-se assim de uma dimensão finalista e funcional. Em tempos, as palavras «por conta de outrem» estavam associadas ao interesse de alguém.

O mandato presume-se ainda gratuito ou oneroso<sup>77</sup>, dependendo se foi solicitado no âmbito ou não da profissão do mandatário. Caso seja no âmbito da sua profissão, será oneroso, se não o for, será gratuito. No que diz respeito ao mandato oneroso, aplica-se o artigo 1152.º do CC. Por fim, presume-se que o mandato poderá ainda ser geral ou específico, dependo da especificidade ou não dos atos.

Quanto à posição que ocupa o mandatário, o artigo 1161.º do CC indica nas suas alíneas os deveres que este deve cumprir, desde o dever de atuação, de informação e de comunicação, prestação de contas e de entrega. Sobre o primeiro dever, que é o dever de atuação, diz a doutrina portuguesa que devem ser observadas as instruções do mandante, nomeadamente aquelas que visam o negócio jurídico que o mandante pretende ver realizado, devendo estas constar do contrato, por forma a vincular a outra parte. No entanto, é possível ao mandatário não seguir as instruções recebidas e executar o mandato. Já quanto ao dever de entrega, o mandatário terá de entregar ao mandante tudo o que obtiver do negócio jurídico, havendo assim uma retransmissão dos efeitos e direitos adquiridos na execução do mandato<sup>78</sup>.

No mandato sem procuração, é necessária a aprovação/ratificação por parte do mandatário, podendo esta ser tácita ou não. O problema que aqui se coloca é quanto ao facto de a sociedade não aprovar a execução do mandato, por este não ter seguido as suas instruções. Outra questão também a colocar é se, com a utilização desta figura, não haverá uma violação de deveres para com os sócios. Por fim, podemos ainda questionar como se irão verificar os efeitos, se serão imediatos, principalmente quando haja uma situação de violação dos deveres e que possa levar à inibição de voto.

No parqueamento de ações, a sociedade não assume qualquer compromisso contratual quanto ao direito de voto, tal como não fica obrigada a reverter a transação mesmo que seja solicitada pelo

---

<sup>76</sup> « as prestações de facto (de facere) caracterizam-se por o seu objeto se esgotar num facto, seja ele um facto material ou um facto jurídico; podem ser positivas ou negativas, consoante se traduzem numa ação (num comportamento de sinal positivo) ou numa abstenção, omissão ou mera tolerância.» (ACÓRDÃO do Tribunal da Relação de Évora, processo 7096/18.7T8STB.E1, datado de 11-07-2019, relator Isabel Peixoto Imaginário)

<sup>77</sup> CORDEIRO, António Menezes, *ibid.*, pág. 523.

<sup>78</sup> CORDEIRO, António Menezes, *ibid.*, pág. 701.

parqueante<sup>79</sup>. É esperado nestes casos, por parte da sociedade, alguma influência sobre o parqueante de forma a que este prossiga os seus interesses, nomeadamente quanto ao modo de exercício do direito de voto.

A sociedade faz uso da figura do parqueamento, porque nos termos do artigo 316.º, n.º 1 e 2 do CSC, se encontra proibida de subscrever as próprias ações, bem como a terceiro, podendo apenas adquiri-las nos termos da lei, não descorando do artigo 6.º do CSC.

### 5.3 Instrumentos Financeiros

Outro modo de esvaziamento é a utilização dos instrumentos financeiros derivados, que além de potenciarem o seu aparecimento, também são usados para a dissociação e eliminação do risco. Os instrumentos financeiros definem-se como «um conjunto de instrumentos jus comerciais que podem levar à negociação no mercado de capitais, cujo seu objetivo é o financiamento ou a cobertura do risco da atividade económica das empresas» (ANTUNES, 2017, p. 9<sup>80</sup>). São, na sua base, contratos cujo valor se encontra sempre dependente de um ativo, seja ele financeiro ou não, como ainda se caracterizam por estruturarem transações a prazo, contendo ainda «técnica de derivação ao exporem as partes a riscos ou benefícios inerentes a outro ativo<sup>81 82</sup>, com o objetivo de cobrir os riscos» (CÂMARA, 2016, p. 190).

Já no que diz respeito ao que se entende por instrumentos financeiros derivados, Engrácia Antunes define-os de uma forma simplista e esclarecedora, referindo que advêm de contratos a prazo que têm por base um ativo<sup>83</sup> e que se demonstram ser de grande importância para as empresas<sup>84</sup>, além de estarem previstos no artigo 2.º n.º 1 e 2.º do CVM.

---

<sup>79</sup> FESTAS, David Oliveira; *op. cit.*, pág.519, refere que há a existência de dois tipos de parqueamento, sendo que naquele que é «suave» a parqueária não assume qualquer compromisso quanto ao exercício do direito de voto, nem se vincula a reverter a transação mediante solicitação da parqueante.

<sup>80</sup> ANTUNES, José Engrácia– “*Os Instrumentos Financeiros*”, 3.ª edição, 2017, pág. 9.

<sup>81</sup> CÂMARA, Paulo - *Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª edição, 2016, pág. 190.

<sup>82</sup> Para os tribunais portugueses, os instrumentos financeiros são considerados contratos a prazo (Ac. Do Supremo Tribunal de Justiça, Processo 309/11.8TVLSB.L1.S1, datado de 11-02-2015, relator Sebastião Póvoas).

<sup>83</sup> ANTUNES, José Engrácia – *Derivados*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 30, Agosto 2008, pág. 91.

<sup>84</sup> ANTUNES, José Engrácia; *ibid.*, pág. 94.

Na senda do mesmo autor supramencionado, é referido que o activo sobre o qual assentam estes contratos pode «revestir natureza corpórea ou incorpórea, real ou virtual, industrial ou financeira, jurídica ou económica» (E. ANTUNES, 2020, p. 99).<sup>85</sup>

Nestes casos, o fator tempo é de extrema importância, nomeadamente para os investidores, uma vez que poderá significar uma maior ou menor exposição às variações de valor de mercado e até ao risco.

A utilização deste meio para exercer o direito de voto sem estar associado o risco poderá causar situações de conflitos de interesse. Tais situações sucedem-se quando os acionistas pretendem apenas cobrir os riscos que se encontram inerentes à sua atividade, criando um grande impacto na sociedade e colocando vários desafios quanto ao capital, lucro e a até ao passivo da sociedade, como poderão ser passíveis de criar nos acionistas interesses extra-societários.

Antes de me debruçar sobre a ligação entre o *empty voting* e os instrumentos financeiros derivados, tratarei sobre os diversos tipos de instrumentos financeiros.

#### 5.4 Futuros

Os futuros são instrumentos financeiros derivados que vêm indicados no artigo 2.º, n.º 1, al. e) do CMVM e que se caracterizam por serem um «contrato a prazo padronizado, negociado em mercado organizado, que atribui posições de compra e venda sobre um determinado ativo que se encontra subjacente e que cujo [...] objetivo é a cobertura do risco.» (ANTUNES, 2017, p. 202 e 204)<sup>86</sup>. Nestes contratos, há sempre um lapso de tempo entre o momento da celebração e da execução, o valor do ativo sobre o qual existe uma posição de compra é previamente determinado, na data da celebração do negócio jurídico<sup>87</sup>.

No momento da sua execução, podemos ter as seguintes situações: por um lado, e apesar do valor já estar predeterminado, se na data da compra e venda houver uma valorização do ativo, ou seja, o valor deste for superior ao que estava predeterminado, o vendedor terá de arcar com o prejuízo da

---

<sup>85</sup> ANTUNES, José Engrácia; *ibid.*, pág. 99.

<sup>86</sup> ANTUNES, José Engrácia; *Os Instrumentos financeiros*, 3.ª edição 3.ª, 2017, pág. 202 e 204.

<sup>87</sup> ANTUNES, José Engrácia – *ibid.*, pág. 204 e 206.

subida de valor; por outro, uma descida do seu valor provoca uma perda para o investidor, uma vez que houve a desvalorização do ativo, sendo vantajoso para o comprador.

Quanto ao *modus operandi*<sup>88</sup>, este inicia-se com a negociação, sendo as condições gerais estabelecidas por uma entidade gestora de mercado. As partes apresentam as suas propostas através dos intermediários financeiros sendo estas lançadas em sistema próprio. Caso haja encontro das propostas lançadas pelos investidores com a oferta feita, pode surgir para o investidor a aquisição da oferta ou a abertura de posições contratuais de compra e venda por preço determinado. Este encontro é mediado por um terceiro, que normalmente é a entidade gestora de mercado que assumirá, perante o investidor, a qualidade de comprador, pelo facto de ter adquirido a posição de vendedor perante um investidor com a posição de compra<sup>89</sup>.

A celebração destes contratos tem como objetivo a cobertura do risco, com o qual se pretende proteger o investidor dos riscos que decorrem das oscilações de mercado, como ainda assumir uma função de especulação com base em prognóstico sobre a valorização do ativo, ou até ter uma função de arbitragem, cujo objetivo é adquirir vantagens de situações consideradas anómalas em que haja o desajuste de preços entre os diferentes mercados.<sup>90 91</sup>

Para se entender o funcionamento<sup>92</sup> deste instrumento financeiro, é importante conhecer as várias posições que o investidor poderá assumir no mercado. Nas posições curtas à vista, há a previsão de ser comprado um determinado ativo no mercado em momento futuro, sendo que a compra do ativo é num determinado prazo, pelo que a obrigação de entrega se encontra já determinada para uma data. Na abertura de posições curtas, o investidor tem o ativo e celebra o contrato de futuro de forma a se precaver quanto à situação de desvalorização do ativo, por forma a cobrir o risco de depreciação do seu preço durante o prazo em que seria adquirido.

Nas posições longas à vista, há a indicação de disponibilidade do ativo e o seu detentor tem uma posição larga do ativo. Nestes contratos, há a obrigação de compra de um determinado ativo, a

---

<sup>88</sup> ANTUNES, José Engrácia – *op. cit.* pág. 205,

<sup>89</sup> ANTUNES, José Engrácia – *op. cit.* pág. 205 e 206

<sup>90</sup> FESTAS, David de Oliveira; *op. cit.* , Pág. 540,

<sup>91</sup> ANTUNES, José Engrácia – *op. cit.* pág. 203,

<sup>92</sup> ESPÍRITO SANTO, Paula Cristina Rosa da Silva, Futuros - *Estudo de Casos Sobre Futuros Cambiais*, Instituto Politécnico de Lisboa Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Setembro de 2010, página 29 a 32

um preço e data já previamente estabelecidos. O investidor pretende antecipadamente ver fixado o valor do ativo a ser adquirido, por forma a proteger-se do risco de subida de valor.<sup>93</sup>

Tais estratégias representam uma espécie de aposta na descida do preço do ativo (posições curtas) ou na subida de preço do ativo (posições longas). Este contrato extingue-se com o seu cumprimento ou incumprimento de deveres perante a entidade gestora.

Quanto à sua execução, esta pode ser realizada por liquidação física ou financeira. Na liquidação física, procede-se à entrega do ativo subjacente contra o pagamento do respetivo preço, já na liquidação financeira paga-se o diferencial entre o preço convencionado do ativo subjacente e o preço de mercado do mesmo ativo na data de vencimento do contrato.<sup>94</sup>

Para vários autores, os futuros são mais seguros do que os contratos *forwards*, porque a margem inicial é suportada pelas partes que estão envolvidas no contrato, sendo eliminado deste modo o risco se uma das partes recusar o contrato, no momento da sua maturidade, havendo assim uma salvaguarda e segurança para a outra parte envolvida<sup>95</sup>.

Já outros mencionam que são apenas um instrumento similar aos *forwards*, pois permitem à empresa fixar um preço que apenas será pago por uma determinada quantidade a ser entregue numa data futura. Acrescentam ainda que este instrumento é estandardizado e é feito à medida do cliente, sendo vantajoso pelo facto de o seu custo de transação ser reduzido, dada a transação ser feita em mercado organizado, protegendo assim o investidor do risco das taxas de câmbio.

Pandey refere que são também contratos bastante usados como ferramentas de gestão de risco pelos *hedge funds*, no entanto, refere que estes também podem ser utilizados para fins especulativos (Apud CARVALHO, Preciosa, pág.13)<sup>96</sup>.

## 5.5 Opções

Ao contrário dos contratos de futuros, e parafraseando Engrácia Antunes, as opções são também contratos a prazo que tem a particularidade de atribuir a uma das partes o direito de compra e venda

---

<sup>93</sup> FESTAS, David de Oliveira; *ibid.*, pág. 541.

<sup>94</sup> FESTAS, David de Oliveira, *ibid.*, pág. 539.

<sup>95</sup> ANTUNES, José Engrácia, *op. cit.*, pág. 205.

<sup>96</sup> Apud CARVALHO Preciosa - *Práticas de cobertura de risco cambial: Evidência de Portugal e Espanha*; Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Porto, 2018, pág. 13.

de um determinado ativo subjacente, por um preço e data que são previamente determinados, a serem executados mediante liquidação física ou financeira contra a obrigação de pagamento de um prémio<sup>97</sup>.

Estes contratos têm como finalidade a cobertura e assunção dos riscos e a obtenção do lucro através de ineficiência do mercado quanto ao preço do ativo subjacente<sup>98</sup>.

Não obstante, é importante saber como é a vida destes contratos, desde a sua criação até à sua extinção. Quanto à sua criação, estes diferem dos anteriores por serem contratos que podem ser negociados de forma individualizada em balcão<sup>99</sup>, sendo que esta negociação vai permitir ser o mais adaptada possível às necessidades dos investidores e que poderão levar ao aparecimento das chamadas opções híbridas em que há combinação de opções com outros instrumentos financeiros<sup>100</sup>, tornando-se mais atrativos.

A execução destes contratos encontra-se dependente da manifestação de vontade do optante e os efeitos poderão não se verificar<sup>101</sup>. Quanto ao conteúdo das prestações contratuais, ao contrário do que se sucede com os futuros, neste instrumento financeiro derivado, é dada a opção a um dos contraentes de deter o direito potestativo, ficando conseqüentemente a outra parte numa situação de sujeição, além de pressuporem o pagamento de um determinado montante e título de crédito<sup>102</sup>. Quanto aos efeitos, na liquidação física, as opções podem ser usadas como contratos preliminares ou até mesmo ter uma finalidade preparatória, por forma a serem celebrados contratos no futuro. Por fim, quanto a quem deverá assumir o risco que deriva destes contratos, nas opções sem ser O.T.C., o risco é exclusivamente assumido pela entidade gestora, enquanto nas O.T.C., uma vez que estamos perante uma estrutura bilateral, o risco é assumido pelas partes<sup>103</sup>.

Todavia, nestes contratos sucede-se que quanto ao conteúdo, uma das partes fica numa situação em que dependerá do direito em causa, que poderá consistir no direito de compra (*call option*) ou de venda (*put option*) sobre o ativo subjacente que será cumprido no momento da execução, até a essa data ou até em várias datas intermédias prefixadas. Neste contrato, o beneficiário tem como vantagem o prémio que deve ser pago ao concedente.

---

<sup>97</sup> ANTUNES, José Engrácia; *ibid.*, Almedina, pág. 209.

<sup>98</sup> ANTUNES, José Engrácia, *ibid.*, pág. 209.

<sup>99</sup> ANTUNES, José Engrácia, *ibid.*, pág. 211.

<sup>100</sup> FESTAS, David Oliveira; *op. cit.*, pág. 550 e 551.

<sup>101</sup> ANTUNES, José Engrácia, *op. cit.*, pág. 211.

<sup>102</sup> ANTUNES, José Engrácia, *ibid.*, pág. 211.

<sup>103</sup> ANTUNES, José Engrácia, *ibid.*, pág. 212.

## 5.6 Swaps

Os *swaps* são contratos cujas partes se obrigam ao pagamento recíproco e «futuro de quantias pecuniárias, na mesma moeda ou em moedas diferentes» (ANTUNES, 2017, p.217). Quanto à execução do contrato, este pode ser em data determinada ou em várias datas predeterminadas, onde já previamente estão calculados os riscos, tendo por referência os fluxos financeiros associados a um ativo<sup>104</sup>.

Para alguns autores, estes contratos não servem apenas para a cobertura do risco mas também para a especulação, como ainda referem que estes contratos se enquadram no quadro das operações bancárias.<sup>105</sup> A jurisprudência tem entendido que os *swaps* servem como meio de gestão de ativos e passivos das empresas e outras instituições, mediante os quais as partes se comprometem a trocar entre si, fluxos de tesouraria, durante o período acordado, pelo facto de assentarem num suporte financeiro, podendo assumir características diversificadas, como também podem, ainda, moldar-se a objetivos diferentes.<sup>106</sup> O Supremo Tribunal de Justiça classifica como sendo «um contrato a prazo, oneroso, consensual, meramente obrigacional, sinalagmático e que se encontra previsto na al. c) do n.º 1 do art.º 2.º do CVM»<sup>107</sup>. Nestes contratos, as partes podem recorrer aos intermediários financeiros que são uma espécie de *swapers* profissionais, cuja função é colocar o contrato como um produto de balcão que foi vendido ou aconselhado a particulares, isto é, é através dos intermediários financeiros que os produtos financeiros de gestão de risco ou mesmo de natureza especulativa chegam ao conhecimento de particulares e empresas<sup>108</sup>.

Por outro lado, caracterizam-se por serem contratos duradouros, que se podem dividir em prestações periódicas a executar e que são estabelecidas pelas partes<sup>109</sup>.

---

<sup>104</sup> ANTUNES, José Engrácia; *ibid.*, pág. 217.

<sup>105</sup> CALHEIROS, Maria Clara - *O Contrato Swap*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 200, pág. 85 a 86.

<sup>106</sup> AC. DO SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA, processo 540/11.6TVLSB.L2. S, datado de 22-06-2017, relator Tomé Gomes.

<sup>107</sup> AC. DO SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA, processo n.º 531/11.7TVLSB.L1. S1, Relator Bettencourt de Faria, datado de 29-01-2015.

<sup>108</sup> ANTUNES, José Engrácia, *op. cit.*, pág. 223.

<sup>109</sup> FESTAS, David Oliveira, *op. cit.*, pág. 560.

Para SIMÃO MENDES DE ALMEIDA<sup>110</sup>, os instrumentos financeiros derivados constituem terreno ainda muito fértil, nomeadamente para situações de existência de invalidades na formação dos negócios jurídicos.

Na celebração dos contratos de *swaps* de taxa de juro, as partes têm como objetivo a redução dos riscos de variação da taxa de juro<sup>111</sup>, ou seja, de proteger o particular ou empresa que se comprometeram a transmitir uma percentagem fixa, contra as alterações de mercado, bem como permitir o acesso a financiamento de taxas de juros mais atrativas ou especular na variação de taxas de juro. Contudo, mesmo que se vise a redução do risco, o risco não deixa de existir. As partes podem ainda determinar, por contrato, as barreiras mínimas e máximas de cobertura do risco, de modo a que quando estas forem ultrapassadas sejam suportadas pelo beneficiário.

Como podemos ver, estes contratos têm uma estrutura bilateral e individualizada, têm forma escrita pelo facto de remeterem usualmente para contratos quadro, que têm um conjunto de condições gerais que virão enquadrar e regular o negócio jurídico.

Estes contratos surgiram da prática dos agentes económicos, não tendo qualquer suporte na lei, possuindo diversas modalidades, como *swaps* de taxas de juros, *swaps* de divisas ou cambiais, *credit default swap* e os chamados *swaps* exóticos, o caso dos *equaty swaps*.

### 5.7 Equaty Swaps

Uma das modalidades dos contratos *swap*, são os *equity swaps*, que também são ativos, nos quais as partes «assumem obrigações recíprocas de pagamento de quantias pecuniárias calculadas por referência a fluxos financeiros associados a ações» (ANTUNES, 2017, p. 227).<sup>112</sup> Neste contrato, e parafraseando Engrácia Antunes, teremos uma parte que fica obrigada a pagar à outra as eventuais valorizações registadas pelo ativo subjacente, enquanto a outra parte fica também obrigada ao pagamento de um valor calculado com base numa taxa de juros aplicada a um valor nocional que equivale ao valor do montante das ações. Também pode vir a cobrir eventuais desvalorizações do ativo subjacente<sup>113</sup>.

---

<sup>110</sup> Citado pelo Ac. Supremo Tribunal de Justiça, Processo n.º 540/11.6TVLSB.L2.S1, datado de 22-06-2017, relator Tomé Gomes.

<sup>111</sup> ANTUNES, José Engrácia, *op. cit.*, pág. 217.

<sup>112</sup> ANTUNES, José Engrácia, *ibid.*, pág. 223.

<sup>113</sup> ANTUNES, José Engrácia, *ibid.*, pág. 223.

O esvaziamento do voto acontece muitas vezes em situações de *equaty swaps*, pois aquele que tinha interesse económico na empresa já não é titular das ações, mas sim contraparte apesar de ainda continuar a exercer o direito de voto, sendo visto como um terceiro. Esta figura permite por outro lado uma maior proteção contra o risco de queda das cotações, o aumento do poder de voto dos acionistas em Assembleia Geral, assim como contornar as situações de inibição de voto, mas sem perder o controlo sobre o modo do seu exercício.

Conclui-se assim que o esvaziamento pode ser também um meio para contornar a figura da inibição de voto.<sup>114</sup>

Os *equity swaps* negociados em mercado podem ainda dividir-se naqueles cujo montante principal é constante e naqueles cujo montante principal é variável. Nos primeiros, os pagamentos efetuados entre as partes são calculados com base no mesmo montante principal acordado no começo do contrato entre os participantes da operação. Nos segundos, o montante utilizado como base de cálculo para o pagamento nos *resets* do *swap* varia consoante a valorização ou desvalorização do ativo subjacente ao contrato.

Os *equaty swaps* em relação às sociedades que emitem ações permitem aos sócios que, sem perderem a titularidade dos seus direitos sociais, nomeadamente o direito de voto, transfiram para um terceiro os riscos que se encontram associados à titularidade acionista. É também uma salvaguarda para a outra parte que não fica exposta a um conjunto de ações sem que tenha de proceder à sua aquisição, havendo assim uma dissociação do risco que se encontra associado ao sócio.

Logo, uma das partes irá assumir uma posição económica curta, tendo de fazer periodicamente pagamentos cuja quantia será variável e irá corresponder a uma parte ou à totalidade dos rendimentos decorrentes da titularidade de um conjunto de ações, que é calculada em função dos ganhos ou perdas de capital e do montante eventualmente distribuído<sup>115</sup>. A outra parte assumirá uma posição longa em relação às ações em causa e, em contrapartida, terá de pagar os retornos a quem tem uma posição curta.

Em regra, pagará uma prestação que integrará uma das três ordens de serviço, uma quantia económica que corresponderá aos juros sobre um determinado valor nacional, correspondente ao valor do ativo subjacente à data de celebração do contrato, mas que é periodicamente revisto em função de

---

<sup>114</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo - *Manual de Corporate Finance*, 2.<sup>a</sup> edição, 2015, pág. 191, quando esta autora se refere às vantagens dos *equaty swaps* e pelo facto de esvaziamento do voto poder ocorrer desta forma.

<sup>115</sup> ANTUNES, José Engrácia, *op. cit.*, pág. 227.

eventuais oscilações na cotação; comissão pelo valor prestado e, por fim, no caso de uma eventual compensação caso se verifique a descida da cotação dos títulos que constituam o ativo subjacente.

Para FERREIRA DE ALMEIDA ( *apud* FESTAS, David, p. 564)<sup>116</sup>, estes contratos quanto à sua natureza são diferenciais pois, na(s) data(s) convencionada(s), uma das partes está obrigada a pagar à outra um montante que irá corresponder ao diferencial das prestações em jogo. O retorno poderá ser total (*return equity swaps*), sendo semelhantes ao total *return swap* sobre um ativo, pelo facto de se tratar de um contrato financeiro com dois lados, no qual uma das partes paga periodicamente àquela que tem uma posição longa, o montante económico global, valor esse que corresponde às distribuições de rendimentos na vigência do *equity swap*, havendo desta forma um retorno do montante que inclui os dividendos e a valorização ou depreciação de capital e, em contrapartida, a outra parte recebe um valor fixo ou variável.

Quanto à parte que assume uma posição curta, sendo esta posição assumida por instituições financeiras, poderá ficar exposta economicamente às ações subjacentes, nomeadamente ao risco de subida do valor da ação. É importante ainda referir que a parte que assume esta posição assume a qualidade de acionista, sendo-lhe atribuídos todos os direitos sociais que se encontram previstos no Código das Sociedades Comerciais. Por assumirem esta qualidade e não terem proteção quanto à possibilidade de haver um risco de subida de cotação, estes contratos poderão levar à existência de um interesse extra-societário<sup>117</sup>.

Porém, a celebração de contratos *equity swap*, bem como os de cobertura de risco, podem levar a uma situação de *empty voting*, isto é, a parte com posição curta será o detentor do direito de voto sem interesse na parte económica, enquanto a parte com posição longa terá uma titularidade oculta.

### 1. Vantagens dos Equity Swaps

Os *equity swaps* têm algumas vantagens<sup>118</sup>, pois evitam a necessidade de investir o dinheiro no mercado, dito de outra forma, o investidor pode possuir o retorno de uma ação ou índice sem ter de usar o seu dinheiro, não havendo existência de custos associados à transação, como taxas que são cobradas pela bolsa de valores e tarifas de custódia, uma vez que o investidor não está efetivamente a comprar a ação no mercado; o investidor não necessitará de «rebalancear» o seu índice de acordo com

---

<sup>116</sup> Apud FESTAS, David Oliveira; *op. cit.*, pág. 564, nota de rodapé 2099 ( C Ferreira de Almeida; “Contratos Diferenciais”).

<sup>117</sup> FESTAS, David Oliveira, *ibid.*, pág. 530.

<sup>118</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo - *Manual de Corporate Finance*, 2.ª edição, 2015, pág. 191, refere de uma forma simplificada as vantagens que os *equity swaps* podem trazer.

as mudanças de composição do mercado e facilitará ao investidor a administração dos riscos de moeda associados à execução de contratos fora do país. Estes contratos possibilitam ainda ao investidor executar o contrato com uma taxa de câmbio fixa, não havendo assim a possibilidade de variação do valor da ação em mercado. Por fim, o investidor consegue com estes contratos um retorno passivo de um índice de ações, uma vez que não precisa de comprar cada ação separadamente na quantidade certa para conseguir o seu retorno<sup>119</sup>. Logo, estes contratos conferem ao investidor uma maior flexibilidade e segurança quanto ao risco que se encontra adjacente às ações na sua transação.

Após tratar o que são e como se caracterizam os *swaps*, opções e futuros, é importante referir que estes contratos podem ser negociados em *spot* ou *forward*, ou seja, podemos ter situações em que possam existir operações à vista de execução imediata e, neste caso, estamos perante uma negociação *spot*, mas também podemos estar perante uma situação em que se verifique a existência de um hiato temporal entre a data da celebração do contrato e a data da sua execução. Porém, este espaço de tempo é normalmente curto, mas em algumas operações de mercado este período pode ser maior pelo que são designadas de *forward*.<sup>120</sup>

Como constatamos, os instrumentos financeiros derivados têm sempre subjacente um ativo, cuja finalidade é serem utilizados para cobertura dos riscos que resultem de movimentações variáveis que se encontram principalmente associados à atividade económica, tendo o intuito de precaver situações em que haja a oscilação do valor do ativo.

Apesar de estas operações implicarem perdas e custos, e ainda um eventual pagamento de um prémio, têm como objetivo a cobertura do risco, mas nem sempre é garantido um resultado vantajoso, podendo até mesmo ser desfavorável ao agente. Por exemplo, caso haja a neutralização do ganho do ativo subjacente, é deveras complicado para o decisor financeiro explicar ao titular do capital a lógica e raciocínio das opções tomadas, uma vez que estes podem não ter conhecimentos financeiros para entender o tal raciocínio.<sup>121</sup>

Estas operações podem ser parciais, totais, perfeitas ou imperfeitas, dependendo de como é a sua cobertura. A cobertura de risco considera-se total quando o risco originário é totalmente

---

<sup>119</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo, *ibid.*, pág. 190 a 193, menciona ainda que o uso desta figura poderá perfeitamente, levar ao aumento da dissociação entre «o capital e o voto», que consequentemente permite que haja uma maior obtenção de mais votos.

<sup>120</sup> FESTAS, David Oliveira, *ibid.*, pág. 527.

<sup>121</sup> FESTAS, David Oliveira, *ibid.*, pág. 529.

neutralizado em resultado da operação, é parcial quando não existe esta total neutralização do risco. Pode ainda ser perfeita quando a execução da operação de cobertura não determina a incidência de fatores de risco, nomeadamente se forem distintos do originário<sup>122</sup>; são consideradas imperfeitas quando resultam de situações em que as variáveis levam a exprimir o risco originário, mas não se encontra relacionado com as variáveis que exprimam situações de risco de cobertura.

Contudo, coloca-se a seguinte questão, como é que uma qualquer entidade poderá fazer uso destes instrumentos financeiros? Para fazer uso deles, é necessário que haja um agente económico que se encontre disposto a assumir os riscos. Por vezes, as posições assumidas por ambas as partes podem ser bastante ténues, dependendo da posição económica do agente.

Por conseguinte, os derivados podem ser usados para explorar as ineficiências e anomalias do mercado, quanto à fixação de preços dos ativos financeiros, o que gera, de certo modo, uma competitividade entre os investidores, bem como o conhecimento dos mercados. Um investidor que compra um determinado ativo a preço reduzido num mercado pode vendê-lo de seguida noutro mercado a um preço mais elevado, havendo assim disparidade de valores. No entanto, caso os preços dos ativos financeiros fossem tabelados, o uso destas estratégias arbitragistas não teria espaço para se desenvolver<sup>123</sup>.

## 5.8 Forwards

São contratos «*diretamente e individualmente negociados em mercado de balcão entre as partes*», como os contratos de opções. (FESTAS, 2017, p. 539).<sup>124</sup> São contratos que concedem «posições de compra e de venda sobre um determinado ativo subjacente por preço e em data futura previamente fixados.» (ENGRÁCIA ANTUNES, 2017)<sup>125</sup>.

Este instrumento financeiro derivado é parecido com os futuros, já que, tal como estes, é um contrato que é fonte de direitos e obrigações de compra e venda de determinados ativos financeiros e não financeiros, por exemplo, quando nos referimos a mercadoria, no qual é pago um preço, em data

---

<sup>122</sup> FESTAS, David Oliveira, *ibid.*, pág. 529.

<sup>123</sup> FESTAS, David Oliveira, *ibid.*, pág. 531.

<sup>124</sup> FESTAS, David Oliveira, *ibid.*, pág. 539.

<sup>125</sup> ANTUNES, José Engrácia, *op. cit.*, pág. 245.

futura através de uma forma de liquidação previamente estabelecida<sup>126</sup>. Por outro, não são contratos padronizados, sendo passíveis de negociação, pois permitem que as operações de cobertura de risco possam ser feitas de forma individualizada e que sejam adaptadas às necessidades das partes<sup>127</sup>, tornando-os assim distintos dos contratos futuros. Estes contratos podem-se agrupar em duas categorias: os contratos a prazo sobre taxas de juro e os contratos a prazo sobre as taxas de câmbio.

### 5.8.1 Venda a Retro

A venda a retro é uma cláusula que poderá existir num contrato de compra e venda, cuja particularidade está na sua finalidade muitas vezes não coincidir com a finalidade típica de um contrato de compra e venda, que é a transmissão definitiva da coisa<sup>128</sup>. Aqui, o negócio jurídico é celebrado com o objetivo de obter financiamento por parte do vendedor, sendo-lhe assegurada a possibilidade de reaver a titularidade do bem alienado ou de ter uma garantia de cumprimento de um crédito, tendo algumas parecenças com as garantias reais, sem que seja necessária a realização de um novo negócio jurídico para a alienação do bem.

A venda a retro está regulada nos artigos 927.º a 933.º do CC e de acordo com a noção prevista no Código Civil, a venda a retro é uma venda em que se reconhece ao vendedor a faculdade de resolver o contrato<sup>129</sup>, ou seja, aquele que vende o bem, do qual é legítimo proprietário, tendo na sua posse por um determinado tempo o direito, com a factualidade de posteriormente vir a readquiri-lo, resolvendo assim o contrato tendo como contrapartida restituir o valor recebido, sem ter de celebrar um novo contrato<sup>130</sup>.

Empiricamente, tem como objetivo o cumprimento do contrato, no qual se impõe às partes o cumprimento da relação obrigacional, levando a que haja um mútuo, ou nos casos em que seja celebrado de imediato, servir apenas como garantia pontual do cumprimento, e o preço a ser pago pelo mutuado.<sup>131</sup> Nestas duas situações, o adquirente é proprietário da coisa, mas apenas a restituirá quando vir o seu crédito restituído, enquanto o alienante conserva a disponibilidade material sobre a coisa em

---

<sup>126</sup> ANTUNES, José Engrácia, *ibid.*, pág. 246.

<sup>127</sup> ANTUNES, José Engrácia, *ibid.*, pág. 246.

<sup>128</sup> ANTUNES, Ana Filipa Morais - *Os novos desafios da venda a retro*; Estudos dedicados ao Professor Doutor Luís Alberto Carvalho Fernandes; Vol., Universidade Católica Faculdade de Direito, 2011, pág. 136.

<sup>129</sup> ANTUNES Ana Filipa Morais; *ibid.*, pág. 139.

<sup>130</sup> VENTURA, Raul - O contrato de Compra e Venda no Direito Civil, pág. 643.

<sup>131</sup> VENTURA, Raul, *ibid.*, pág. 643 e 644.

garantia, até ao integral cumprimento das obrigações. Um exemplo é quando o sócio pode reaver a ação transacionada, após a realização da Assembleia Geral, ficando durante esse tempo apenas com o direito de voto. No entanto, é questionável o uso desta cláusula, pelo facto de não se saber ao certo qual será a sua finalidade, ou seja, se poderá ser usado para simulação ou como fraude à lei, pelo facto de ter como objetivo o pacto comissório.

Como podemos constatar, o adquirente fica com um direito de propriedade limitado, sem ter o direito de uso e de fruição do bem, podendo apenas dispor para satisfação do seu crédito, caso haja incumprimento por parte do devedor. Em caso de cumprimento por parte do devedor, este será ressarcido da coisa pelo credor<sup>132</sup>, levando a que o fiduciante tenha uma posição mais débil, por não poder existir a possibilidade de retransmissão da coisa por recusa ou até a mesma ser transmitida para um terceiro.<sup>133</sup> Outra consequência<sup>134</sup> destes contratos é poder haver a penhora do bem em causa, no decorrer de um processo de execução interposta pelos credores do fiduciário, ou até mesmo a sua insolvência, sendo o bem integrado na massa insolvente.

No entanto, e atendendo ao objeto do negócio, seja este um bem móvel ou imóvel, é possível determinar a natureza fiduciária deste contrato, pois o registo desta cláusula confere uma tutela mais eficaz aos direitos do vendedor a retro, permitindo reduzir o risco de perda do bem, na medida em que o vendedor pode opô-la a terceiros. O entendimento da doutrina quanto a esta matéria tem sido divergente; para RAÚL VENTURA, caso a cláusula de venda a retro não se encontre registada, esta não é oponível a terceiros, já PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA sustentam uma posição diferente, pois para estes dois autores ainda que a cláusula a retro não se encontre registada, o vendedor poderá estar protegido caso se verifiquem os pressupostos do n.º 2 do art.º 435.º do Código Civil, isto é, o registo da ação de resolução ser anterior ao registo do direito de terceiro ( *apud*. PIMENTA CORREIA, 2017<sup>135</sup>).

Quanto à transferência da propriedade, esta é feita de forma imediata e automática com a celebração do contrato, mas quanto à recuperação do mesmo, já não se sucede de forma automática,

---

<sup>132</sup> *Op. Cite.*

<sup>133</sup> *Apud* PIMENTA CORREIA, Caetana Nápoles Manoel; *A compra e venda a retro com função de crédito de garantia*; Faculdade de Direito Escola de Direito da Universidade Católica, pág. 24.

<sup>134</sup> PESTANA DE VASCONCELOS, L. M., *Direito das Garantias*, 2.ª ed., Almedina, 2013, pág. 474, quando refere que a «posição da debilidade ou de risco do fiduciante [...] é marcada por quatro elementos.» Aludindo este autor para a possível recusa de retransmissão, ou até transferência a um terceiro «[...] pelo fiduciário em incumprimento das obrigações contraídas dos direitos que lhe foram transmitidos.» E por último, refere a possibilidade de haver uma penhora.

<sup>135</sup> *Apud* PIMENTA CORREIA, Caetana Nápoles Manoel - *A compra e venda a retro com função de crédito de garantia*; 2015, pág. 25.

apenas acontece com o cumprimento por parte do devedor. A reacquirição do bem alienado é antes de mais uma faculdade do alienante, logo o adquirente não se obriga a que, findo o prazo ou verificado um determinado acontecimento, transfira o bem para o seu anterior proprietário.

### 5.9 Empréstimo de ações

Como a própria expressão indica, estamos perante o mútuo de ações que podem potenciar o aparecimento de situações de esvaziamento de voto. Porém, não estamos apenas perante um verdadeiro empréstimo mas sim perante a situação de quem emprestou as ações vir a adquirir num futuro próximo, da outra parte com quem contratou, a mesma quantidade de ações que emprestou, não tendo de ser estas obrigatoriamente idênticas àquelas que emprestou<sup>136</sup>.

Nestes casos, o mutuário fica obrigado a pagar uma remuneração ao mutuante, não podendo vender as ações durante a vigência do contrato. Com o empréstimo, há a transferência temporária da propriedade entre o mutuante e o mutuário, e conseqüentemente a transferência do risco, aplicando-se as regras do artigo 1144.º do Código Civil.<sup>137 138</sup> Na transferência atende-se aos interesses das partes, no qual as ações, transferidas temporariamente, poderão ser usadas pelo mutuário, sendo que também é simultaneamente é transferido o direito de voto.

Durante o período de uso da ação e do direito de voto, a decisão tomada em qualquer deliberação pelo mutuário terá conseqüências no mutuante, nomeadamente quando este adquire a ação pela segunda vez. Alguns investidores descobriram nesta estratégia uma forma de usar as ações para terem interferência na vida da sociedade<sup>139</sup>, sendo assim diferente do parqueamento de ações, pelo facto de se poderem ou não verificar os efeitos na esfera jurídica do mandante.

Para o mutuante, a desvantagem que surge desta figura é que apesar de não sofrer com as oscilações das cotizações, irá arcar na sua esfera jurídica com as eventuais oscilações que tenham ocorrido durante esse período<sup>140</sup>.

---

<sup>136</sup> FESTAS, David Oliveira, *op. cit.*, pág. 573, que refere o carácter temporal que tem este mútuo de ações.

<sup>137</sup> Esta figura foi e é vista como uma forma dos investidores aumentarem e reforçarem o seu poder de voto (FESTAS, David Oliveira - *Das Inibições de Voto dos Sócios por Conflito de Interesses com a Sociedade nas Sociedades Anónimas e por Quotas, Vol.I*; F.D.U.L, pág. 572).

<sup>138</sup> HU, Henry e BLACK, Bernard “*Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*”, pág. 350.

<sup>139</sup> HU, Henry e BLACK, Bernard *ibid.*, pág. 20.

<sup>140</sup> FESTAS, David Oliveira, *op. Cit.*, pág. 575.

Outra situação, mas diferente, é a venda das ações e recompra das mesmas, tratando-se de dois negócios jurídicos distintos, processo no qual o vendedor aliena os valores dos quais recebe um preço e em contrapartida, simultaneamente, convencionada a sua recompra, recorrendo ao contrato promessa.

## 6. Quem faz uso do Esvaziamento do Voto

### 6.1 Hedge Funds e o seu aparecimento

Ao longo dos últimos anos tem-se verificado uma grande evolução no Direito Comercial, principalmente no que diz respeito à governação das sociedades, o que por seu lado tem proporcionado ao mesmo tempo o aparecimento de investidores profissionais, bem como a possibilidade de o capital social ser participado por fundos de investimento, aos quais damos o nome de *hedge funds*, e que como veremos têm, na maioria das vezes, uma posição mais ativa na vida da sociedade do que alguns sócios<sup>141</sup>.

Uma das maiores mudanças nos últimos anos foi o aparecimento de fundos de investimento alternativos que vieram alterar a forma de pensamento sobre as sociedades comerciais, bem como a sua governação. O seu aparecimento deveu-se ao desenvolvimento da tecnologia, dos instrumentos financeiros derivados e também dos mercados que proporcionaram o seu desenvolvimento e crescimento, principalmente com as lacunas existentes ao nível da regulação dos mercados, que por sua vez proporcionaram o aumento das suas potencialidades.<sup>142</sup>

Dada a sua grande influência, modo de trabalho e conhecimento especializado, estes conseguem influenciar as estratégias e vida das empresas que vão ser alvo, por forma a torná-las mais atrativas, ou então de quererem apenas obter o lucro, prejudicando a sociedade.<sup>143</sup>

Estes fundos adquiriram um grande protagonismo nos mercados financeiros, principalmente a partir da década de 90<sup>144</sup>. O seu aparecimento deveu-se principalmente ao desenvolvimento dos instrumentos financeiros derivados, colocando-se a questão de saber qual é o seu papel perante a sociedade, se é ativo e promotor do chamado bom governo das sociedades.

---

<sup>141</sup> FESTAS, David Oliveira, *ibid.*, pág. 399.

<sup>142</sup> SCHENEIDER, Maragrite e RYAN, Lary Versteegen - “A Review of Hedge Funds and Their investor activism: do they help or hurt other equity investors?”, pág. 360.

<sup>143</sup> Estes investidores ao contrário dos investidores tradicionais conseguem antever e antecipar as tendências, pelo facto de terem elevados conhecimentos (FESTAS, 2017, pág. 406).

<sup>144</sup> DÍAZ RUIZ, Emilio - *Reflexiones Sobre la Aplicación de la Institución del Voto Vácio Empty Voting en Las Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Faculdade de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid, eprints.ucm.es, 15-05-2020, pág. 3.

Uma grande característica destes fundos é a sua conduta ofensiva, ou seja, serão muitas das vezes capazes de questionar a administração das sociedades quanto à sua forma de governação, propondo até alterações quanto à sua forma de governação, entre outras alterações que venham a propor para melhorar a sociedade. Todavia, os legisladores têm vindo a procurar formas de responder a estes investidores que têm suscitado questões no Direito das Sociedades Comerciais quanto ao *corporate governance*.

No que toca à sua definição<sup>145</sup>, têm surgido algumas controvérsias, pois para alguns autores os *hedge funds* são considerados fundos de investimento que têm vindo a ter uma grande notoriedade quanto à forma de atuação, nomeadamente quanto à agressividade nas estratégias de investimento, demonstrando, desde logo, que nos encontramos perante pessoas/grupos com elevados conhecimentos técnicos e científicos sobre a matéria, o que lhes proporciona um grande sentido de oportunidade de negócio, utilizando como auxílio tecnologia de ponta, que lhes permite antever as tendências de mercado. Acrescente-se, ainda, que estes têm também perfeito conhecimento dos riscos que podem ocorrer e que em última instância podem levar a uma situação de insolvência ou de um processo de revitalização da sociedade e, conseqüentemente, ter efeitos nefastos no mercado financeiro, podendo até vê-los como uma oportunidade<sup>146</sup>.

## 6.2 Qual a sua função

Tal como os investidores profissionais e os acionistas, os *hedge funds* adquirem participações sociais para intervirem na sociedade alvo, bem como para daí adquirirem rendimentos, sendo este último objetivo um dos primordiais<sup>147</sup>.

Porém, conforme supra mencionado, a sua intervenção no âmbito societário não é passiva, mas sim ativa, sendo que, algumas vezes, esta intervenção pode ser direcionada no sentido que lhes aprouver, podendo incorrer no incumprimento de alguns deveres que se encontram associados aos sócios, nomeadamente o dever de lealdade e até de transparência, quando não prossigam o interesse social. (Bernstein, 2007<sup>148</sup>).

---

<sup>145</sup> Nos Estados Unidos os *hedge funds* não são considerados investidores, mas sim fundos de investimento alternativo ou então como capital privado (Schneider & Ryan, 2020, pág. 351).

<sup>146</sup> FESTAS, David Oliveira; *op. cit.*, pág. 437 e 438.

<sup>147</sup> FESTAS, David Oliveira, *ibid.*, pág. 414.

<sup>148</sup> *Apud* SCHNEIDER, Maragrite e RYAN, Lary Verstegen, *op. cit.*, pág. 365.

Uma das suas formas de atuação pauta-se pela exploração das lacunas da lei<sup>149</sup>, sendo que a outra forma é a separação entre o risco e a influência das ações nas sociedades, pois caso haja risco económico, estes fundos irão pretender a desconexão que existe entre a equidade e o risco.

A dissociação do risco pode ser feita de duas formas. A primeira é através da redução do risco que está associado ao investimento, ou seja, qualquer acionista com uma exposição de risco reduzida, mantém o seu poder de voto e a sua influência na sociedade, mas não suporta o risco negativo, ao contrário do que por regra se sucede. Esta estratégia tem o nome de dissociação negativa. Já quanto à segunda forma, temos os *hedge funds* a adquirem participação económica da empresa sem obterem direito de voto. Esta situação poderá ter algum interesse em algumas legislações, nomeadamente na legislação norte-americana, em que a lei só o permite em determinadas circunstâncias. Nestas circunstâncias, o risco é maior do que o poder de voto, havendo assim uma dissociação positiva<sup>150</sup>.

Já quanto à sua forma de participação nas sociedades, esta pode acontecer através da aquisição de votos, que irá depender de uma análise detalhada dos ativos, das dívidas, dos instrumentos financeiros e lucros da sociedade, por parte destes fundos, estando assim presente a capacidade de antevisão ao fazerem um escrutínio à sociedade onde vão intervir como atores<sup>151</sup>, diferenciando-os dos investidores tradicionais.

Pelo facto de serem uma voz ativa no seio da vida da sociedade, nomeadamente no que diz respeito ao questionamento da administração sobre matérias do seu interesse e na aquisição de informações, poderá fazer com que alguns sócios venham a ter uma posição mais passiva, levando a situações de conflito de interesses, por se verificar que algumas vezes a sua atuação seja contrária à dos demais sócios, no que respeita aos seus interesses. Acresce ainda que, pelo facto de se mostrarem ativos no seio da sociedade, conseguem atrair os sócios minoritários.

Quanto ao seu modo de atuação, a posição adquirida por estes pode ser de muito curta duração (posições curtas) ou de longa duração (posições longas), visando sempre algum objetivo por eles traçado. Estes fundos, ao adquirirem uma destas posições, tornam-se acionistas da sociedade, ainda que com um limite temporal<sup>152</sup>.

---

<sup>149</sup> A falta de regulamentação quanto à sua actividade permite que estes, contrariamente aos investidores tradicionais, tenham mais autonomia (OLIVEIRA, David Oliveira, *op. cit.*, pág. 416).

<sup>150</sup> Cfr. nota de rodapé 97.

<sup>151</sup> FESTAS, David Oliveira; *op. cit.*, pág. 406

<sup>152</sup> FESTAS, David Oliveira; *op. cit.*, pág. 423 e 424.

Esta figura veio, por isso, demonstrar de forma explícita a existência de sócios cujo único objetivo é alcançar os seus próprios interesses e não seguir os da sociedade, levando, conseqüentemente, ao empobrecimento desta e enriquecimento do sócio<sup>153</sup>.

Nem todas as jurisdições veem os *hedge funds* como fundo de investimento, por exemplo, no Reino Unido são vistos como sociedade de investimento que lida com operações de alto risco, já nos Estados Unidos não são vistos como investidores<sup>154</sup>.

Dada a falta de regulação dos mercados, os *hedge funds* agem como uma entidade independente, tendo a liberdade de adoção de estratagemas e, pela sua finalidade primordial, esperam ter o retorno absoluto do investimento efetuado, isto é, orientam as suas diretrizes por forma a obter um resultado positivo, não sendo tido em conta o comportamento dos mercados financeiros. Para que haja a obtenção do retorno absoluto, estes fundos estudam de forma prévia os riscos que poderão ter, o que de certa forma os vai diferenciar dos investidores tradicionais que consideram o seu desempenho positivo caso o seu comportamento seja superior ao padrão adotado. Diferenciam-se ainda quanto ao leque de instrumentos financeiros e das técnicas de investimento que os outros investidores não têm, como ainda recorrem às chamadas vendas curtas e têm uma grande preferência por uma atuação desregulamentada, dando-lhes uma maior liberdade de atuação, permitindo um maior desenvolvimento das suas estratégias, bem como dos seus conhecimentos financeiros.<sup>155</sup>

### 6.3 Meios e estratégias utilizadas por estes fundos (*hedge funds*)

Os *hedge funds* são fundos/pessoas altamente especializados e detentores de grande conhecimento e tecnologia, o que lhes permite analisar e adotar estratégias de investimento associados a um conjunto de meios diversificados que são cuidadosamente selecionados para a prossecução e execução das mesmas<sup>156</sup>, fazendo uso do *empty voting*. Um dos primeiros meios a ser usado é a celebração de contratos de compra e venda de participações sociais com caráter temporário, no qual poderão ter acesso a alguns direitos dos sócios que lhes permitirão exercer influência e pressão sobre

---

<sup>153</sup> FESTAS, David Oliveira; *ibid.*, pág. 423 e 424.

<sup>154</sup> SCHENEIDER, Maragrite e RYAN, Lary Versteegen, “A Review of Hedge Funds and Their investor activism: do they help or hurt other equity investors?”, pág. 351.

<sup>155</sup> FESTAS, David Oliveira; *ibid.*, pág. 440, onde refere este autor que estes fazem uso de equipamentos sofisticados preparados para a negociação algorítmica.

<sup>156</sup> FESTAS, David Oliveira; *ibid.*, pág. 440.

a sociedade, tal como conduzir a mesma, sem que fiquem necessariamente expostos ao risco. Outro meio utilizado é a celebração de acordos parassociais que se encontram regulados no artigo 17.º do CSC, através dos quais podem influenciar os votos. Podem ainda fazer uso da figura de aquisição de créditos.

Além das estratégias já descritas, utilizam ainda participações longas ou curtas que irão depender do fator tempo. Nas participações curtas, os fundos pretendem o retorno absoluto do seu investimento, podendo este ser alcançado em algumas horas ou até mesmo em segundos, ou seja, há negociação a alta velocidade, havendo assim a transação de valores mobiliários de forma muito rápida, em meros segundos ou microssegundos, através de ferramentas tecnológicas sofisticadas e algoritmos informáticos<sup>157</sup>.

As participações curtas e longas podem ainda ser usadas simultaneamente, sendo que a mais curta serve para cobrir os riscos que possam eventualmente existir, principalmente quando há também uma posição longa.

No entanto, é importante definir o que são estas participações, bem como o que as diferencia. Nas participações longas, o acionista adquire, através de um contrato de compra e venda, um ativo sobrevalorizado que futuramente vende, existindo assim titularidade sobre o valor mobiliário em causa, criando-se a expectativa de que haja um aumento do mesmo<sup>158</sup>. Já as participações curtas, ou *short selling*, são conhecidas por terem efeitos positivos no mercado, dado que o vendedor adquire, neste caso, os ativos para liquidar as suas posições curtas, promovendo assim a boa liquidez dos mercados financeiros e contribuindo ainda para a sua estabilização em períodos de queda. Podem ainda ser usadas para ter o efeito contrário, ou seja, usadas para que haja uma desvalorização da sociedade, de forma a que num futuro se consiga comprar as ações a um valor ainda mais baixo, o que pode ter efeitos nefastos no mercado<sup>159</sup>.

Estas posições são usadas para as situações onde possa haver queda do valor das ações, permitindo a existência de especulação por se considerar como uma aposta no mercado, porque desta queda podem ser obtidos ou não ganhos para o *short seller*. Estes últimos são detentores de forma temporária de um instrumento financeiro que é adquirido através de um contrato de mútuo ou por outro

---

<sup>157</sup> É de extrema relevância referir que quem faz uso destas posições tem de experiência, uma vez que «envolve risco do gestor» (FESTAS, David de Oliveira, *op. cit.*, pág. 434).

<sup>158</sup> FESTAS, David Oliveira; *ibid.*, pág. 423 e 424.

<sup>159</sup> FESTAS, David Oliveira; *ibid.*, pág. 424.

qualquer negócio jurídico<sup>160</sup>, estando posteriormente obrigados a restituir. Contudo, esta posição em determinadas situações, e reunindo determinados pressupostos, pode levar a que haja manipulação de mercados.

As participações de vendas curtas podem ainda, por sua vez, subdividir-se em cobertas e descobertas<sup>161</sup>. As vendas curtas a descoberto e cobertas diferenciam-se pelo facto de nas primeiras, o vendedor emitir uma ordem de venda das ações, não sendo titular das mesmas na data da celebração do negócio jurídico e não beneficiando de qualquer cobertura, pelo que no final tem de, obrigatoriamente, as adquirir, através de compra ou venda no mercado para assim cumprir obrigação de entrega das mesmas ao verdadeiro titular, por forma a liquidar a operação e encerrar a sua posição<sup>162</sup>. Nas vendas curtas cobertas, o vendedor, na data da celebração do negócio, é efetivamente o titular das ações de que dispõe e que poderão ser adquiridas por empréstimo em mercado através da recompra. Durante este período, os *hedge funds* podem adquirir a qualidade de sócios, mesmo que seja por um período curto, podendo desta forma assistir às deliberações, mas com a diferença que nos encontramos perante uma personagem que apenas pretende seguir os seus interesses, sem permanecer como acionistas daquela sociedade. O interesse é apenas temporário, mas poderá originar conflitos de interesse.

Esta matéria foi alvo de regulação por parte da União Europeia (Regulamento Europeu n.º 236/2012) no que respeita à venda a descoberto de dívidas soberanas, devido ao facto de poderem criar situações de instabilidade financeira.

## 7. Casos de uso da propriedade de forma oculta.

### 7.1 Toeholds

---

<sup>160</sup> Parecer da CMVM, Parecer genérico sobre vendas curtas (*short selling*), Lisboa, 2008,

<sup>161</sup> FESTAS, David Oliveira; *op. cit.*, pág. 429 e 430.

<sup>162</sup> FESTAS, David Oliveira; *ibid.*, pág. 431 e 432.

Nestes casos, o uso da ação encontra-se oculta, havendo desde logo por parte do investidor a participação na empresa alvo<sup>163</sup> <sup>164</sup>. No entanto, esta estratégia pode ter vantagens<sup>165</sup>, como pode também levar ao aparecimento de problemas financeiros, que por sua vez, poderão levar a que estes que pretendam adquirir as ações, não o possam fazer.<sup>166</sup>

Outra situação são as fusões, como aconteceu no caso da *Perry* que usou a sua posição esvaziada de forma a lucrar. No caso em questão, a *Perry* tinha ações na *Mylan*, mas a um custo económico nulo, contendo ativos e tendo um interesse negativo. Apesar de tudo, nem sempre estas situações são negativas, podendo até ser benéficas, nomeadamente pode haver o aumento do interesse económico do acionista, que por sua vez poderá ajudar nas situações em que haja acionistas dessa atividade pouco ativos, quando um acionista adquire ações sobrevalorizadas. Também, sucedeu na Alemanha quando dois *hedge funds*, a *Children's Investment Fund* e a *Atticus Capital*, que tinham juntas 8 % das ações da *Deutsche Boerse*, propuseram uma oferta diferente da apresentada pelos acionistas da *Deutsch Boerse*<sup>167</sup>.

Como podemos ver, além de poder haver um conflito de interesses, podemos ter nos bastidores das Assembleias Gerais uma guerra pelos votos, entre os novos investidores que têm vindo a aparecer e os investidores tradicionais.

### **III Problemas causados pelo Esvaziamento do Voto**

#### **8. Os conflitos de interesse em situação de esvaziamento de voto**

O *empty voting* provoca a dissociação entre o direito de voto e a participação social. A dissociação coloca-nos algumas questões em matéria de direito de voto, que são de elevada importância para o sócio, bem como para a sociedade. Colocam-se de imediato duas questões prementes, a inibição de voto e o risco que se encontra associado ao direito de voto.

---

<sup>163</sup> HU, Henry e BLACK, Bernard, *op. cit.*, pág. 24.

<sup>164</sup> ENGRÁCIA ANTUNES refere que o uso massivo dos *equaty swaps* «como expediente da aquisição de propriedade oculta de ações cotadas ou de estruturação de participações encobertas ou dissimuladas em sociedades» para poderem adquirir de forma discreta uma grande quantidade de capital e de votos, que podem levar ao controlo da sociedade, sem que haja conhecimento por parte do mercado (ANTUNES, José Engrácia, “*Equaty Swaps*” e *titularidade de participações sociais*”, O Direito, 2018, I, pág. 20).

<sup>165</sup> MFA 2019, *Impact of Toeholds in Corporate Takeovers*, 6-11-2019 pág. 3.

<sup>166</sup> HU, Henry T.C. and BLACK, Bernard; *op. cit.*, pág. 25.

<sup>167</sup> HU, Henry T.C. and BLACK, Bernard; *ibid.*, pág. 26.

Nos termos do artigo 384.º, n.º 6 do CSC encontram-se impedidos de votar na Assembleia Geral aqueles que estejam numa das situações previstas nas alíneas do mencionado artigo <sup>168</sup>.

O voto é um direito corporativo e participativo dos sócios, mas nem todos os sócios têm direito de voto, pois em algumas situações poderão ser titulares de ações preferenciais sem direito de voto, caso em que mesmo que estes votem, o voto não é considerado decisivo para a vida da sociedade. No entanto, este direito pode ser impedido de ser exercido por haver um conflito de interesses, o que leva a que haja uma ponderação do dever de lealdade entre os sócios e a sociedade.

Os conflitos de interesses podem ser entre os administradores da sociedade e os acionistas, os acionistas maioritários e minoritários, bem como entre os acionistas e os *stakeholders*<sup>169</sup>.

Conforme PEDRO ALBUQUERQUE e DIOGO COSTA GONÇALVES, para haver uma situação de conflito de interesses é necessário que se verifique uma situação de incompatibilidade e de relevância material, ou seja, os interesses em causa têm de ser inconciliáveis, na medida em que a prossecução de um dos interesses leve ao sacrifício, prejuízo ou até mesmo à sua exclusão<sup>170</sup>.

No âmbito societário, muitas vezes, este conflito de interesses surge porque temos de um lado um interesse extra-societário e por outro o interesse social. Estes interesses podem ser divergentes numa determinada deliberação social e conseqüentemente provocar a inibição de voto. Por isso, é importante saber o que é o interesse social e como se define. Quanto à sua definição, foram ao longo destes anos desenvolvidas duas teorias, a teoria institucionalista e a contratualista. Na vertente institucionalista, o interesse social não é o interesse dos sócios, mas um interesse superior a este, enquanto na vertente contratualista o interesse social é concebido como um interesse comum dos sócios<sup>171</sup>. Nesta vertente, há duas posições, uma posição unitária, onde o interesse social está associado ao interesse da sociedade, nomeadamente quanto à produção e património, tendo como objetivo o lucro, já a posição pluralista é conhecida como um conjunto de interesses societários comuns, que têm como objetivo maximizar os lucros<sup>172</sup>. Esta última conceção tem sido alvo de algumas críticas pelo facto de não considerar a heterogeneidade dos interesses dos sócios.

---

<sup>168</sup> ALBUQUERQUE, Pedro e GONÇALVES, Diogo Costa, “O impedimento do exercício do direito de voto como proibição genérica de atuação em conflito”, Revista de Direito das Sociedades, Ano III (2011), Número 3, pág. 682 e seguintes.

<sup>169</sup> ALBUQUERQUE, Pedro e GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.*, Pág. 676 e 677.

<sup>170</sup> ALBUQUERQUE, Pedro e GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.*, Pág. 680.

<sup>171</sup> FESTAS, David Oliveira; Das Inibições de Voto dos Sócios por Conflito de Interesses com a Sociedade nas Sociedades Anónimas e por Quotas, Vol. II; 2017 pág. 652.

<sup>172</sup> FESTAS, David Oliveira, *ibid.*, pág. 662 e 663.

O interesse social tem como função verificar e fiscalizar o comportamento dos membros dos órgãos sociais de gestão e de fiscalização, mas questiona-se se esse interesse deverá ser exclusivamente identificado com interesses de sócios ainda que sob a veste de um interesse social. Alguns autores classificam este interesse de forma objetiva, não dependendo a sua definição da aferição concreta de todos os sócios. Na sua fórmula abstrata, o interesse social não é o interesse de qualquer sócio concreto, nem mesmo de todos os sócios, ou seja, aqui o interesse não corresponde a um agregado de interesses dos sócios que se apresentam para votar ou que pretendem votar sobre um determinado assunto. Mesmo que os interesses dos sócios sejam acentuados, não deixam e nem obstam ao reconhecimento do interesse social, devendo o interesse social ser situado num plano típico e de informação limitada<sup>173</sup>.

Depreende-se assim que o direito de voto constitui uma forma de participação na formação da vontade social, e que quando concedido a cada sócio é com a finalidade de prosseguir com os interesses societários individuais ou até mesmo societários, e não extra-societários. É através deste direito que o sócio consegue exprimir a sua vontade para alcançar um fim comum, bem como, defender os seus interesses societários individuais.

No momento do seu exercício, o sócio deverá cumprir com o dever de lealdade, tendo sempre em conta o interesse social bem como os demais interesses societários individuais, salvo algumas exceções, prosseguindo assim o fim social e não um interesse particular. É neste momento que poderemos muitas vezes estar perante um conflito de interesses, que poderá levar à inibição de voto, isto é, o sócio encontrar-se-á impedido de exercer o direito de voto por estarem em causa dois interesses que são incompatíveis, de um lado o interesse extra-societário e do outro um interesse social que deve ser salvaguardado.

O conflito de interesses nestes casos radica na existência de uma incompatibilidade de interesses, no qual o decisor, o sócio, é colocado perante a alternativa de optar pelo sacrifício do interesse próprio e o sacrifício de um interesse alheio sobre o qual tem o poder de alteração e o qual tem o dever de salvaguardar ou de prosseguir. Nesta situação, o dever de lealdade é perceptível aqui no sentido de que o sócio não deverá prosseguir o interesse extra-societário para que tenha vantagens especiais, em detrimento dos interesses societários individuais dos demais sócios ou do interesse social. Estes limites têm de ser apreciados e conjugados com o reconhecimento do sentido de voto que cada sócio exercitará e que se irá refletir, em princípio, na prossecução do seu interesse extra-

---

<sup>173</sup> REGÊNCIO, José; “Interesse Social” Revista do Direito das Sociedades, <http://www.revistadedireitodassociedades.pt/>

societário, em prejuízo da escolha que melhor será para a prossecução do interesse social à luz da ponderação de todos os interesses de que é portador a par dos interesses que todos comungam<sup>174</sup>.

No entanto, os conflitos de interesse também podem ser neutros<sup>175</sup>, isto é, podemos ter uma proposta deliberativa que não seja contraditória nem necessária à prossecução do interesse e fim social, mas na qual se verifica que na matéria em deliberação há alguma colisão de interesses. Nesta situação, cabe aos sócios aprovar, por maioria, a proposta tendo em conta os direitos inderrogáveis dos mesmos e a observância dos limites gerais ao exercício do direito de voto e princípio da maioria que nos permite estabelecer o interesse societário individual como linha orientadora em cada caso. Note-se que os interesses societários não devem ser sacrificados para a prossecução de um interesse extra-societário.

Os interesses dos sócios não se encontram hierarquizados de forma rígida, devendo apenas ser respeitados, não desprezando o facto do direito de voto ser uma das formas dos sócios prosseguirem com os interesses societários, sem se descuidarem dos interesses sociais. O interesse que esteja em causa deve ser sempre válido e lícito. Em determinadas matérias, é necessário prosseguir com o interesse social, como já foi anteriormente referido, mas nem sempre os sócios se encontram obrigados a sacrificar o seu interesse em detrimento dos interesses societários individuais sempre que colidam com o interesse social, por isso a análise tem de ser feita caso a caso.

Podemos ter aqui em causa o direito à informação que poderá ser negado caso haja prejuízo para a própria sociedade.

#### 9. A importância do interesse extra-societário na matéria da inibição de votos

Como já foi frisado, o interesse extra-societário são interesses do sócio que não se qualificam como societários, e que não se encontram abrangidos pela lei<sup>176</sup>. Este interesse não poderá ser considerado apenas como um interesse relativo a matéria extra-social, nem do sócio enquanto terceiro-contraparte, mas também como aquele em que o sócio é qualificado como um terceiro, surgindo como portador de interesses que não são tutelados pela ordem jurídica societária.

Assim, conforme se alude, este interesse não se encontra conexo apenas com a relação jurídica-societária entre sócios e a sociedade, não surgindo apenas nas situações em que a pessoa tenha a

---

<sup>174</sup> ALVES LEIRIA, Marisa dos Santos - *As Deliberações Abusivas: conflito entre os interesses dos sócios e o interesse social*, ISCL, Leiria, setembro de 2015, pág. 72.

<sup>175</sup> FESTAS, David Oliveira, *op.cit.*, pág. 683.

<sup>176</sup> FESTAS, David Oliveira, *op. cit.*, pág. 689, refere ainda que neste interesse o sócio poderá estar na qualidade de tal ou então como um terceiro (pág. 690).

qualidade de sócio mas também poderão surgir em situações em que o sócio tenha outra qualidade perante a sociedade, nomeadamente como terceiro numa relação jurídica não societária, ou seja, terceiro relativamente à matéria da deliberação<sup>177</sup>. Estes interesses poderão ser um fim exterior à esfera social ou até mesmo ser uma relação entre sócio e interessado e um meio apto a satisfazer esse fim. Aqui, o fim pretendido pelo sócio é que é considerado um interesse extra-societário porque não está associado às situações jurídicas integradas no ordenamento jurídico da sociedade. O interesse extra-societário tem ainda de ser objetivo quanto à averiguação da sua existência e na apreciação da sua eventual colisão com o interesse social<sup>178</sup>.

Este interesse tem a designação de extra-societário apenas no momento em que há a identificação dos fins específicos que o sócio tenha e os meios para prosseguir-lo, apesar de já existir no momento da deliberação por já estar formulado. Porém, a sua determinação como interesse extra-societário compete ao presidente de mesa da Assembleia Geral, ao tribunal e até mesmo ao legislador.

179

A vantagem alcançada com a prossecução dos interesses, por regra, não é partilhada com os demais sócios<sup>180</sup>, salvo raras exceções, verificando-se os seus efeitos na esfera jurídica do sócio ou na esfera de outros quando é partilhada. Esta, além de não emergir do interesse comum, é alcançada no momento da deliberação ou futuramente, havendo uma previsão do seu consentimento.

Não obstante, e apesar de determinar o sentido de voto do sócio no sentido de poder incorrer em responsabilidade civil e até mesmo em enriquecimento sem causa<sup>181</sup>, esta tem de se demonstrar quantitativa (quanto aos danos e sobre quem vão recair), mas também qualitativa.

Porém, este interesse poderá não ser apenas de um sócio mas de vários, dizendo-se assim que estamos perante interesses extra-societários coletivos.

Com o esvaziamento do voto, a sociedade vê-se confrontada com situações de incompatibilização de interesses, pois aquele que é detentor do voto pode perfeitamente ter um

---

<sup>177</sup> FESTAS, David Oliveira *op. cit.*, pág. 690.

<sup>178</sup> FESTAS, David Oliveira, *op.cit.*, pág. 689 e HU, Henry T.C. and BLACK, Bernard, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*;

<sup>179</sup> O interesse extra-societário como a própria palavra indica são bens que estão fora do âmbito societário podendo estes ser divididos em duas categorias. Por um lado, temos aqueles que têm por base a relação societária que existe entre o sócio e a sociedade e nas situações em que o sócio atua como um terceiro. (FESTAS, David Oliveira, *op. Cit.* pág. 690).

<sup>180</sup> FESTAS, David Oliveira; *op. cit.*, pág. 694.

<sup>181</sup> FESTAS, David Oliveira; *op. cit.*, pág. 698.

interesse diferente do interesse social, querendo apenas tirar proveito da sua posição, violando assim o dever de lealdade e de transparência. Logo, para precaver tais situações poderá haver restrição quanto à transmissão das participações sociais, ou até na aquisição própria de ações conforme o artigo 317.º do CSC.

Todavia, impera a seguinte questão, existirá dever de lealdade no momento da aquisição da participação social, bem como, após a perda da qualidade de sócio? Há quem defenda que após a dissolução do vínculo ainda possa ter de ser cumprido o dever de lealdade<sup>182</sup>. Quando nos encontramos perante ações nominativas existe restrição na transmissão de ações e que se encontra prevista na lei, podendo ter de haver o consentimento da sociedade<sup>183</sup> em relação às ações ao portador, sendo que estas se diferenciam por não serem registadas e são/estão assentes no movimento de registos.

No entanto, apesar do dever de lealdade estar presente na fase pré-contratual, contratual e até pós-contratual, não se deve esquecer que por vezes é pretendido o anonimato de quem compra a participação social ou até o voto, como por exemplo o artigo 304.º, n.º 4 do CVM<sup>184</sup>.

Nestes interesses, a ilicitude não está na titularidade, mas sim na inobservância dos deveres jurídicos que surgem de uma situação de conflito com a sociedade e também pelo facto de o fim a ser obtido, ter como objetivo tirar um proveito que fica fora da esfera social<sup>185</sup>, provocando danos na sociedade.

Nas situações de esvaziamento do voto, uma vez que o direito de voto não se encontra na esfera do titular da participação social, mas sim de um terceiro, pergunta-se sobre quem é que recai a inibição de voto, será sobre o titular da ação ou será sobre aquele a quem foi emprestado o direito de voto?

A inibição do voto, ao não permitir o exercício do direito de voto por parte do sócio, permitirá por um lado a eliminação de um sacrifício, que iria ser suportado pela sociedade, mesmo que esta obtenção da vantagem para o sócio se reflita necessariamente num dano na esfera jurídica da sociedade

---

<sup>182</sup> ALBUQUERQUE, Pedro e GONÇALVES, Diogo - *O impedimento do exercício do direito de voto como proibição genérica de atuação em conflito*, Revista de Direito das Sociedades III (2011), pág. 690.

<sup>183</sup> SEQUEIRA, Raquel de Lóia - *Transmissão de quotas e de ações – Algumas questões*, Revista de Direito das Sociedades n.º 3 (2018), pág. 545.

<sup>184</sup> ALBUQUERQUE, Pedro e GONÇALVES, Diogo Costa, *op. cit.*, pág. 688.

<sup>185</sup> FESTAS, David Oliveira; *op. cit.*, pág. 698.

ou até no seu enriquecimento à custa desta, havendo aqui a figura do enriquecimento sem causa ou da responsabilidade civil<sup>186</sup>.

Contudo, é em cada caso concreto que poderemos ver se há a incompatibilidade de interesses e poderemos também afirmar se estamos ou não perante um conflito de interesses, tendo de estar preenchidos os pressupostos do caso em concreto. A incompatibilidade de interesses existe quanto ao fim e deve-se ao facto de não ser possível prosseguir os dois interesses por terem fins incompatíveis, sendo um deles sempre prejudicado.

Qual será o momento em que se afere a existência de conflito de interesses? Nestas situações, para sabermos se estamos perante um conflito de interesses, só no caso em concreto, ou seja, na deliberação em causa é que podemos ver os interesses em causa se são ou não os meios aptos para a prossecução do fim social e se não há incompatibilidade entre os interesses<sup>187</sup>.

Todavia, este interesse extra-societário poderá ser apenas quanto a um determinado assunto que esteja a ser deliberado e não sobre todos os assuntos da deliberação. Este pode não assumir necessariamente uma configuração unitária em todas as matérias relevantes para o assunto, podendo até ser um interesse específico<sup>188</sup>.

É ainda neste momento que se define o que se deve entender por interesses dos sócios, através da identificação de meios aptos à prossecução dos seus fins .

A incompatibilidade que se verifica tem de ser atual e absoluta<sup>189</sup>, ou seja, tem de se verificar no momento a deliberação, mas para produzir o efeito inibitório tem de estar já formada a vontade social antes da deliberação como ainda tem de ser certa, pelo que a incompatibilidade não pode ser meramente hipotética, condicional ou até mesmo potencial. Não menos importante, o mesmo tem de causar prejuízo para o interesse social caso haja a prossecução do interesse extra-societário, não obstante, a existência do conflito<sup>190</sup>.

---

<sup>186</sup> FESTAS, David Oliveira; *ibid.* pág. 697.

<sup>187</sup> FESTAS, David Oliveira; *ibid.*, pág. 706.

<sup>188</sup> FESTAS, David Oliveira; *ibid.*, pág. 707.

<sup>189</sup> FESTAS, David Oliveira; *ibid.* pág. 705.

<sup>190</sup> Porém, e sem descuidar, não nos podemos esquecer que as incompatibilidades não são apenas absolutas podendo ser também relativas, só que como refere David Festas, não se sabe se há ou não perigo do direito de voto lesar a sociedade (FESTAS, David Oliveira, *op. cit.*, pág. 705 a 708).

Além do já referido, a incompatibilidade tem ainda de ser absoluta quando diz respeito à deliberação, tendo os interesses de ser incompatíveis, de tal forma que a prossecução de um dos interesses implica o sacrifício do outro. No entanto, a incompatibilidade, também pode ser parcial, podendo na outra parte ser compatível com os interesses da sociedade, havendo assim tanto de uma parte como da outra a compatibilidade das duas esferas de interesses<sup>191</sup>.

#### 10. O Esvaziamento de voto e a Inibição de Votos

A inibição de votos, como indica a própria palavra «inibição», tem como objectivo obstar a que o sócio exerça o seu direito de voto, não lhe retirando este direito<sup>192</sup>. Por outras palavras, tenta afastar os efeitos negativos que esse voto poderia causar, pelo facto de ter, subjacente a si, um interesse extra-societário que seria conflituante com o interesse da sociedade.

Caso fosse dada a liberdade que existe na autonomia privada, o sócio poderia, como já foi anteriormente referido, exercer o direito de voto no sentido e fim que pretendesse, uma vez que não é possível prever antecipadamente o relevo que o voto poderá ter na deliberação.

Para a inibição de voto não importa apenas a lesão do interesse social mas também o exercício do direito de voto em sentido lesivo/negativo para o interesse social. Além da lesão do interesse social, tem de haver a correção do procedimento de formação da vontade social, independentemente do sentido de voto.

Os possíveis danos que possam ser causados com a prossecução do interesse extra-societário são, nomeadamente danos no património da sociedade, bastando apenas a incompatibilidade dos dois interesses.

#### 11. Consequências do esvaziamento do voto

O esvaziamento do voto provoca algumas consequências que se poderão verificar na esfera do sócio bem como na esfera dos outros sócios. Um exemplo é poder ter na mesma sociedade sócios cujo

---

<sup>191</sup> FESTAS, David Oliveira, *op. cit.*, pág. 707.

<sup>192</sup> PINTO FURTADO, Jorge Henrique - *Deliberações de Sociedades Comerciais*, ano 2005, pág. 77.

poder de voto possa ser maior do que a sua exposição económica, com tendência a mostrar um comportamento de risco não justificável, sendo muitas das vezes inferior àquele que um acionista teria de suportar.

Assim, dentro da mesma sociedade podemos ter um sócio com mais poder de voto do que participação económica, levando a uma desproporção que poderá influenciar a vida da sociedade, chegando ao ponto de fazer pressão sobre a administração para que sejam prosseguidos os seus interesses e não os interesses da sociedade, havendo assim um interesse negativo, ou até de situações de gestão isolada que poderão desencorajar futuros investidores de fazer ofertas públicas de aquisição ou subscrição de ações<sup>193</sup>.

A regra que existe no nosso Código das Sociedades Comerciais é que entre a ação e o voto exista proporcionalidade, ou seja, cada ação deve dar o mesmo direito de influência na sociedade e com este princípio deve existir uma repartição proporcional entre a ação e o controlo da sociedade, bem como o facto de cada acionista dever ter uma participação de direitos, movimento de caixa (*cash flow rights*) e direito de voto<sup>194</sup>.

Outra das consequências provocadas é que quem exerce o direito de voto poderá tomar uma decisão sem que tenha em conta o interesse da sociedade<sup>195</sup>, violando o artigo 251.º e o artigo 384.º, n.º 6 do CSC, e demonstrando assim um interesse negativo, apesar de haver exceções e de ter até um interesse positivo. Contudo, nem todas as decisões tomadas por este *empty voter* têm de ser necessariamente desfavoráveis para a sociedade, podendo até beneficiá-la.

Outra poderá ser ou não o não cumprimento de alguns deveres, como o dever de informação, de transparência e o do dever de lealdade, ou seja, devido à posição que tem, pode aceder a qualquer informação sem que tenha de suportar um grande custo, bem como não pretender ver sua identidade revelada.

Associado ao interesse temos o dever de lealdade que corresponde ao dever de prossecução do fim do interesse social, para o qual a sociedade foi constituída e que é vinculante quanto aos sujeitos que se encontram envolvidos. Esta vinculação à sociedade com o cumprimento deste dever é uma

---

<sup>193</sup> RINGE, Wolf-Georg- *Hedge Funds and risk decoupling: The Empty Voting Problem in the European Union*, pág. 1060, 1061 e 1062.

<sup>194</sup> ARNOLD, Tiago - *O destaque do direito aos lucros: esvaziamento do direito de voto e titularidade oculta*, Revista das sociedades comerciais V (2013), pág. 372.

<sup>195</sup> ARNOLD, Tiago; *ibid.*, pág. 373.

componente inalienável do estado de sócio<sup>196</sup>, o que por sua vez resulta da «natureza da sociedade como associação finalística» (OLIVEIRA, Ana; 2018)<sup>197</sup>.

Na base deste dever está o princípio da boa-fé, que deverá existir entre as partes, mas cada dever não funciona de forma independente, mas sim de forma conjunta, para que assim haja a intensificação do respeito para com a sociedade e os restantes sócios<sup>198</sup>.

Para o SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA, «o dever de lealdade é indissociável do princípio de confiança, quer seja perante a sociedade, quer perante os sócios, quer perante terceiros. O acautelar do interesse social não se confina apenas ao interesse societário *tout court*, ou seja, a uma atividade que vise lucros. A eterização do direito e da vida societária impõem uma atuação honesta, criteriosa e transparente compaginável com a tutela de terceiros que possam ser prejudicados pela atuação do ente societário, através da atuação de quem delinea a sua estratégia e é responsável pela atuação da sociedade, o que convoca os princípios da atuação de boa-fé, da confiança e a da proibição do abuso do direito».<sup>199</sup> Assim se verifica que o dever de lealdade é extensível a todos os sujeitos da sociedade.

Entre os sócios e a sociedade existe um relacionamento que é pautado pela boa-fé, devendo estes agir para com a sociedade sempre com lealdade, apesar de não estar regulado no Código das Sociedades Comerciais. Surge do negócio jurídico celebrado com a sociedade devido à confiança que deverá haver entre esta e o sócio. Quando este dever não é cumprido por uma das partes, há uma quebra da confiança estabelecida, podendo haver responsabilidades.

Do exposto, resulta que este dever tem como principal objetivo o interesse social que consistirá essencialmente na exigência de cooperação dos acionistas, para um fim comum (interesse social), com a sociedade e com os demais acionistas. Sem prejuízo do seu interesse individual, o acionista deve ter em conta o interesse social.

Ainda quanto ao interesse, PINTO FURTADO questiona se o mesmo é «perseguido pelo titular do direito de voto» e cuja sua vontade é «contribuir para a formação da deliberação da sociedade»<sup>200</sup> e também quanto ao fim específico deste<sup>201</sup>.

---

<sup>196</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo; *Manual de Governo das Sociedades*, 2018 reimpressão, Almedina, pág. 85.

<sup>197</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo; *op. cit.*, pág. 85.

<sup>198</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo; *op. cit.*, pág. 85.

<sup>199</sup> AC. do SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA, processo n.º 1195/08.0TYLSB, L1.S1, relator Fonseca Ramos; data de 30-09-2014.

<sup>200</sup> FURTADO, Jorge Henrique da Cruz Pinto, *ibid.*, pág. 85.

<sup>201</sup> FURTADO, Jorge Henrique da Cruz Pinto, *ibid.*, pág. 86.

## 12. Posições adotadas quanto aos problemas suscitados pelo esvaziamento do voto

Esta nova forma de compra do direito de voto tem-se mostrado de difícil regulação, quer em moldes gerais ou específicos, e por serem diversas as causas que levam ao seu aparecimento, tendo chamado a atenção do legislador, dos tribunais e também da doutrina.

Foram criados vários documentos e instituições com o objetivo de regulação, um exemplo de tal é o E.S.M.A, instituição criada pela União Europeia, e nos Estados Unidos propostas de legislação, para regularem o esvaziamento do voto.

### 12.1 E.S.M.A. (*European Securities and Market Authority*)

Esta instituição teve como objetivo salvaguardar a estabilidade do sistema financeiro da União Europeia, através da transparência, integridade, eficiência e ordem do mercado de instrumentos financeiros.

Em 2012, esta instituição fez uma consulta a vários países sobre o esvaziamento do voto, do qual retirou várias conclusões quanto à sua prática nos Estados-Membros da União Europeia. Alguns dos entrevistados mencionaram que o uso desta figura poderia consubstanciar-se numa forma de abuso do mercado, nomeadamente para prejudicar a sociedade e que as próprias condições de mercado poderiam estimular ou não o aparecimento do esvaziamento do voto<sup>202</sup>. Além do E.S.M.A., a União Europeia pretendeu com a Diretiva 2017/36/CE versar sobre a matéria do direito de voto, tendo como objetivo a harmonia das legislações dos Estados-Membros quanto ao exercício do direito de voto dos acionistas, através da eliminação de qualquer obstáculo quanto ao exercício do direito de voto, bem como a eliminação de qualquer bloqueio das ações antes da Assembleia Geral e que ponham em causa o exercício do direito de voto.

Como podemos retirar do texto da Diretiva, foi seu objetivo «permitir que os acionistas exerçam eficazmente os seus direitos em toda a Comunidade, não pode ser suficientemente realizado pelos Estados-Membros com base na legislação comunitária» existente, e pode, pois, devido à dimensão e

---

<sup>202</sup> E.S.M.A, “*Feedback Statement, Call for evidence on Empty Voting*” ; [www.esma.europa](http://www.esma.europa), 29 Junho, 2012.

aos efeitos da ação prevista, ser mais bem conseguido ao nível comunitário. A Comunidade pode adotar medidas em conformidade com o princípio da subsidiariedade consagrado no artigo 5.º do Tratado. Em conformidade com o princípio da proporcionalidade consagrado no mesmo artigo, a presente diretiva não excede o necessário para atingir aquele objetivo.

No seu artigo 7.º, com o título «Requisitos de participação e votação em Assembleia Geral», veio definir-se e explanar os requisitos para a participação e votação nas deliberações sociais, quanto ao *record date*<sup>203</sup>. O número dois veio estabelecer que o período entre a data da deliberação social e o *record date* não pode exceder o máximo de 30 dias e o mínimo de 8 dias. As regras implementadas pela diretiva vieram eliminar a possibilidade de haver um aumento de ações por parte de alguns sócios, interferir na transação de ações devido à participação nas deliberações sociais e também na admissibilidade do voto. Este método tem-se mostrado pouco prático para os investidores institucionais pelo facto de os mesmos terem de se abster de votar, havendo assim um bloqueio.

Porém, seja qual for o prazo estabelecido entre a data de registo e a data da Assembleia Geral, o mesmo não é impeditivo de situações de esvaziamento do voto, devido à velocidade com que se pode transacionar ações, apesar do seu objetivo ser evitar tais situações.

O Direito Alemão<sup>204</sup>, através do artigo 123 do AktG, vem dizer que as sociedades anónimas podem estabelecer, no contrato social, a forma como os acionistas podem participar na Assembleia Geral, tendo de o fazer através de pedido de inscrição, que deve ser entregue até seis dias antes da data da realização da Assembleia Geral, caso não esteja previsto outro prazo nos estatutos. A lei francesa, no artigo R 225-85 do Código Comercial, estabelece o prazo de 3 dias entre a data de registo e a data em que se realizará a Assembleia, tal como ainda menciona que os acionistas que já tenham votado por correio ou tenham nomeado um procurador podem vender suas ações antes destes três dias. Contudo, se a transação de ações continuar a decorrer durante este prazo, a sociedade deve considerar o voto nulo mesmo que seja por procuração<sup>205</sup>.

Algumas das legislações nacionais, bem como algumas das diretivas da União Europeia que versaram sobre este tema, falam da obrigatoriedade de identificação dos acionistas, como é o caso da

---

<sup>203</sup> CULINOVIC – HERC, Edita e ZUBOVIC, Antonija - *Tackling Empty Voting in the EU: The Shareholders' Rights Directive and the Revised Transparency Directive*, pág. 143.

<sup>204</sup> CULINOVIC – HERC, Edita e ZUBOVIC, Antonija - *Tackling Empty Voting in the EU: The Shareholders' Rights Directive and the Revised Transparency Directive*, 145

<sup>205</sup> CULINOVIC – HERC, Edita e ZUBOVIC, Antonija, *ibid.*, pág. 149.

legislação do Reino Unido<sup>206</sup>, por forma a existir um maior contacto com a sociedade. Além da sociedade ficar a conhecer quem são os seus acionistas, estes podem, com esta aproximação, tornar-se mais proativos. Também foi intenção da Comissão da União Europeia aquando da revisão da diretiva supra identificada, implementar esta ideia por forma a existir uma maior confiança entre as duas partes, acionistas e sociedade, bem como a possibilidade de os acionistas terem quase um contacto direto com os membros da administração, não havendo assim apatia por parte de alguns sócios, nem mesmo uma gestão da sociedade de forma isolada.

Porém, mesmo com esta vontade de se querer aproximar as duas partes para que não haja sócios que se tornem inativos e emprestem as suas ações, tal não é impeditivo da existência de situações de esvaziamento de voto, o que com a proposta avançada pela União Europeia, permite como desvantagem, que outros acionistas tomem conhecimento da posição curta do particular votante. É objetivo ainda da União Europeia pretender que os acionistas sejam informados sobre os «acordos de participação indireta para uma avaliação completa dos deveres de divulgação de informações. Deve ter-se em conta as disposições da Diretiva de Transparência, sendo o principal objetivo a divulgação de certos blocos de direitos de voto»<sup>207</sup>.

Como se vê, vários Estados-Membros, entre os quais Portugal, definiram prazos curtos entre a data de registo e data da realização da Assembleia Geral, para evitarem que haja esvaziamento do voto, uma vez que não conseguem eliminá-lo, mesmo que haja legislações que venham dizer que durante o período em que possa se suceder, o voto pode ser ou não considerado como tal. Assim, deduz-se que durante estes prazos, implementados por alguns Estados-Membros, poderá haver negociações mesmo que estes sejam curtos, como é o caso do Reino Unido. Quanto à ordem jurídica portuguesa, menciona o n.º 7 do artigo 23.º C do CVM que deverá haver uma comunicação ao presidente da mesa da Assembleia Geral e também à Câmara de Mercados e Valores Mobiliários.

Com a Diretiva da Transparência<sup>208</sup>, tentou regular-se o empréstimo de ações recorrendo ao facto de tal informação dever ser prestada, mencionando ainda que o empréstimo de ações deve ser feito de forma transparente, apesar de não dizer como o fazer. Em caso de aquisição ou alienação em sociedades cotadas em bolsa, a sociedade tem o dever de divulgar essa informação através de regras estabelecidas, por exemplo nas ofertas públicas de aquisição, tem de cumprir o procedimento que se

---

<sup>206</sup> CULINOVIC – HERC, Edita e ZUBOVIC, Antonija, *ibid.*, pág. 147.

<sup>207</sup> CULINOVIC – HERC, Edita e ZUBOVIC, Antonija, *ibid.*, pág. 149.

<sup>208</sup> ALI, Paul; RAMSAY, Ian e SAUNDERS, Benjamin - “*Securities lending Empty Voting and corporate governance*”, pág.21,

encontra no Código de Valores Mobiliários e em legislação comunitária. Como se sabe, as ações e os votos têm uma grande influência no mercado, podendo valorizar ou desvalorizar a sociedade.

Porém, como já foi referido, há aqui um jogo quanto à aquisição dos votos, jogo esse que é muitas vezes feito nos bastidores<sup>209</sup> e que é normalmente usado por *hedge funds*, que são investidores possuidores de grandes conhecimentos, por forma a evitarem a sua divulgação, recorrendo por vezes, a aquisições indiretas de direitos de voto. Tal acontece quando estamos perante uma oferta pública de aquisição de ações (OPA), porque uma vez feita a OPA, o adquirente terá de comprar pelo preço do mercado, não podendo oferecer um preço mais baixo do que está em mercado.

Com esta directiva, a União Europeia pretendeu que qualquer acionista fosse obrigado a divulgar as suas aquisições, cumprindo o que está estabelecido nos artigos 9 e 10, através da prestação de tal informação, apesar de não ser muito claro quem deverá prestá-la, se o mutuante ou se o mutuário<sup>210</sup>.

Esta nova forma de compra de votos é usada pelos *hedge funds* e, relativamente a estes, a União Europeia, mesmo com a DMIF (Diretiva de Mercados e Instrumentos Financeiros), não conseguiu regular nem este tipo de atuações, nem o esvaziamento de voto, o que se deveu aos ordenamentos jurídicos dos 27 Estados-Membros<sup>211</sup>.

## 12.2 Soluções apresentadas nos Estados Unidos

Quanto aos Estados Unidos, HENRY HU e BERNARD BLACK demonstram-nos quais foram as diversas propostas para regularem o esvaziamento do voto. Neste país, o legislador tentou legislar no sentido de determinar que as ações devessem estar vinculadas aos votos e regular o funcionamento do mercado em caso de dissociação dos votos<sup>212</sup>. Porém, colocar-se-ia logo um problema, pois nem sempre é possível regular todas as situações que podem ser bastante diversas, sendo ainda de frisar o facto de ser prematuro a adoção de normas/regras para regular o esvaziamento do voto. No caso de estarmos perante ofertas públicas de aquisição em mercado não regulado, nomeadamente se houver dissociação dos votos e serem negociados a dois níveis, ou até em dois mercados diferentes<sup>213</sup>, o legislador não conseguiria controlar os mercados.

---

<sup>209</sup> HU, Henry T.C. e BLACK, Bernard, *op. cit.*, pág. 27.

<sup>210</sup> ALI, Paul; RAMSAY, Ian e SAUNDERS, Benjamin, *op. cit.*, pág. 21.

<sup>211</sup> RINGE, Wolf-Georg, *op. cit.*, pág. 1033.

<sup>212</sup> HU, Henry T.C. e BLACK, Bernard, *op. cit.*, pág. 61.

<sup>213</sup> HU, Henry T.C. e BLACK, Bernard, *ibid.*, pág. 61 e 62.

Também outra forma possível de regular o esvaziamento é delimitar quem deve votar, tendo alguns autores americanos defendido que aqueles que fossem detentores de posições mais curtas não deveriam votar<sup>214</sup>, existindo assim uma delimitação do exercício do direito de voto, levando a uma violação de um direito que pertence ao sócio e que se adquire no momento em que este passa a ser titular de participações sociais, salvo exceções. Por fim, outra solução avançada pelo legislador norte-americano, foi a de que as empresas deveriam retirar os direitos de voto aos compradores. No entanto, os autores que defendem esta posição, MARTIN e PARTONY<sup>215</sup>, apenas se referem a posições curtas, não discutindo os *equaty swaps* nem o *record date* (Apud. HU & BLACK, p. 63). A solução apresentada levaria a que o investidor perdesse o interesse na sociedade, uma vez que não poderia votar na Assembleia Geral que houvesse após a aquisição de participações sociais, o que levaria a que as sociedades deixassem de ser atrativas.

Além da solução apresentada, foi mencionada por estes autores outra proposta que a meu ver parece bastante plausível, ou seja, permitir que os acionistas pudessem votar na medida em que detivessem o valor económico da participação social<sup>216</sup>, isto é, só poderiam votar aqueles que tivessem ações, o que desde logo limitaria o voto daqueles que apenas detivessem o direito de voto e não a ação. Por outro, esta solução no Direito Português violaria alguns princípios, ou seja, o exercício do direito de voto.

Outro problema que o esvaziamento poderá colocar é o facto de poderem existir sócios com um grande poder de voto e poucas ações, podendo assim controlar a sociedade e até a administração, em seu benefício. Nos Estados Unidos, para que tal não se suceda, há quem defenda a limitação do número de votos, ou seja, mesmo que o titular tenha mais votos do que ações, o exercício deste direito não poderia exceder o valor das suas ações<sup>217</sup>, havendo assim quase uma blindagem de votos.

Além de podermos ter um sócio que tenha uma posição económica forte, podemos ter na mesma sociedade sócios com uma participação que pode ser quase nula, ou seja, podemos ter alguém que por alguma razão adota uma posição passiva para a prossecução de alguma estratégia, por si definida, e que tenha como objetivo algum interesse extra-societário contrário ao interesse social<sup>218</sup>, ou que poderá

---

<sup>214</sup> HU, Henry T.C. e BLACK, Bernard, *ibid.*, pág. 63.

<sup>215</sup> Apud HU, Henry T.C. e BLACK, Bernard, *ibid.*, pág. 63.

<sup>216</sup> HU, Henry T.C. e BLACK, Bernard, *ibid* pág. 64.

<sup>217</sup> HU, Henry T.C. e BLACK, Bernard, *ibid.*, pág. 64.

<sup>218</sup> FESTAS, David Oliveira, *op. cit.* pág. 897.

até ser exercido por conta de outrem sob as suas instruções/orientações. HENRY HU<sup>219</sup> refere que quando o direito de voto é transmitido a intermediários financeiros, estes ficam obrigados a solicitar instruções quanto ao voto dos seus proprietários, o que remonta à figura do mandato. Caso não sejam dadas instruções, este sistema prevê que a Bolsa de Nova Iorque dê permissão para que o intermediário financeiro vote apenas em situações consideradas rotineiras, por exemplo, na eleição de um diretor. Nesta situação, temos alguém que tem o direito de voto, mas que atua por conta de outrem, sob as suas instruções. Ainda assim, esta neutralização não é geradora, por si só, de conflitos de interesses, atuando através de um mandato com representação.

Outra forma possível e apresentada por este autor norte-americano é de delimitar as situações de esvaziamento de voto reduzindo a importância concedida aos votos do acionista. Por exemplo, em algumas empresas norte-americanas foi adotado como método não emprestar ações durante o período do *record date*, afirmando que estas ações apenas serão emprestadas «àqueles que têm direito legítimo sobre a ação», o que por outro lado priva o sócio de exercer o princípio da autonomia privada<sup>220</sup>, mas se tornaria numa segurança para a sociedade, por forma a deter algum controlo sobre os acionistas.

Outra proposta avançada por este autor, refere-se à limitação do direito de voto através da *corporation opt-in*<sup>221</sup>. Nestes casos, a pessoa dá a ordem expressa para o comerciante enviar a mercadoria ao seu destinatário, ordem essa que tem de ser dada por correio electrónico com o envio das informações. Após a aceitação, o comerciante continuará a enviar mensagens e informações ao destinatário até ao momento que este não as queira. Outro modo que poderia levar ao não aparecimento do esvaziamento do voto seria através da alteração dos estatutos quanto à matéria do direito de voto, havendo a blindagem de votos quanto à compra de votos por *outsiders* ou até mesmo dos próprios sócios.

Apesar de terem sido propostas estas medidas ou formas de limitar o exercício do direito de voto, para que não houvesse desvantagens no seio da sociedade quanto a esta matéria, as mesmas não foram adotadas, por não conseguirem regular todas as situações causadoras de esvaziamento do voto, concluindo-se que é precoce a adoção de medidas e por o esvaziamento não trazer apenas desvantagens

---

<sup>219</sup> HU, Henry T.C. e BLACK, Bernard, *op. cit.*, pág. 64 e 65.

<sup>220</sup> HU, Henry T.C. e BLACK, Bernard, *ibid.*, pág. 64 e 65.

<sup>221</sup> HU, Henry T.C. e BLACK, Bernard, *ibid.*, pág. 66.

mas sim alguns benefícios, como por exemplo, o aumento de valor da própria sociedade, tornando-a mais atrativa em mercado<sup>222</sup>.

Devido à falta de regulação, de doutrina e de jurisprudência, os tribunais têm sentido alguma dificuldade em decidir sobre os problemas causados pelo esvaziamento do voto. Podemos assim referir que, por parte do legislador, não há um grande interesse em regular, por não lhe parecer que a neutralização provoque grande perigosidade à intervenção da lei<sup>223</sup>. Acresce ainda que a prévia regulação poderá não ser eficaz, pois nem sempre é possível prever as situações de esvaziamento do voto, por nem sempre serem perceptíveis e previsíveis.

Uma forma que as sociedades poderão adotar é criar incentivos para os sócios minoritários, por forma a diminuir o crescimento do esvaziamento do voto, conforme se verá adiante. Aliás, um dos grandes problemas com que as sociedades se veem a braços é com esta inércia por parte de alguns acionistas que, por serem minoritários ou não terem um grande poder de voto, não se interessam pela vida da sociedade e pelo exercício do direito de voto<sup>224</sup>. Contudo, para deliberar sobre, por exemplo o caso que se encontra no artigo 403.º, n.º 3 do CSC, o legislador limita o exercício do direito de voto, tendo o sócio de ser detentor de pelo menos 10 % do capital social.

### 13. Efeitos negativos do esvaziamento de voto

#### 13.1 Deliberações Abusivas

É na Assembleia Geral que se decide por regra assuntos relativos à sociedade, através de deliberações, o que para alguns autores é considerado um negócio jurídico unitário da sociedade comercial e que é formado por duas ou mais declarações que emergem de órgãos colegiais, sem excluir

---

<sup>222</sup> SCHENEIDER, Maragrite e RYAN, Lary Verstegen - *A Review of Hedge Funds and Their investor activism: do they help or hurt other equity investors?* pág. 356 e 357.

<sup>223</sup> FESTAS, David Oliveira, *op. cit.*, além de falar da não perigosidade que existe para o legislador, entende ainda que também não é fator de inibição de voto, na sua página 898 «Ora não havendo conflito de interesses subjetivo e perigo efetivo de exercício do direito de voto em sentido conflituante com interesse social, deve entender-se que a mera neutralização da exposição económica do sócio à participação não constitui fundamento jurídico de inibição do sócio ao exercício do direito de voto.»

<sup>224</sup> Nestes casos, referimo-nos sempre à teoria da agência que já foi anteriormente explicada. A inércia deve-se ao facto de os custos para obterem informações ser superior aos benefícios que daí possam retirar.

as decisões tomadas por órgãos singulares<sup>225 226</sup>. O regime geral, quanto às deliberações, consta dos artigos 53.º e seguintes do CSC.

É neste momento que os sócios expressam as suas declarações de vontade através do voto, como ainda nas deliberações que apenas são constituídas por estes, nos termos do artigo 57.º do CSC, como as deliberações unânimes por escrito.

PINTO FURTADO considera a deliberação como uma «declaração de vontade, de ciência, apurada pela expressão maioritária do sentido idêntico, quando não unânime, dos votos emitidos pelos respetivos titulares e juridicamente imputável a uma sociedade comercial.»<sup>227</sup>

No código das sociedades comerciais, encontram-se reguladas as deliberações dos cinco tipos de sociedade tipificados na lei, tendo a lei consagrado taxativamente quatro formas possíveis de deliberação que estão reguladas nos artigos 189.º, n.º 1; 247.º, n.º 1, *in fine*, 373.º, n.º 1, 472.º, n.º 2; 54.º, n.º 1, 2.ª parte; 247.º, n.º 1 e 189.º, n.º 1 do CSC.

Apesar das formas consagradas, as deliberações sociais estão ainda sujeitas a um princípio de taxatividade (artigo 53.º, n.º 1 do CSC). A deliberação além de ser o momento em que os sócios<sup>228</sup> demonstram a sua vontade através do voto, é também onde indicam a vontade da sociedade e interesse, tornando-se numa declaração de vontade que poderá ser imputável à sociedade, uma vez que a mesma é, em si, resultante da manifestação individual de cada sócio quando alcança a maioria.

É também o momento em que são tomadas algumas decisões que irão influenciar a vida da sociedade, constitui para a doutrina como um negócio jurídico, como também o momento em que se consegue ver qual será o interesse da sociedade e se há ou não algum conflito de interesses<sup>229</sup>. Pinto furtado<sup>230</sup>, no que concerne à atribuição do voto, refere que o sócio só dispõe de um voto, sendo este atribuído em função do capital social que detém na sociedade.

Como vemos, as deliberações da sociedade são o resultado das decisões tomadas em Assembleia Geral, ou seja, são negócios jurídicos que emergem de órgãos colegiais, sem excluir as decisões

---

<sup>225</sup> ANTUNES, José Engrácia - *Direito das Sociedades Comerciais*, 2.ª Edição, 2011, pág. 298.

<sup>226</sup> A mesma perspectiva é defendida por Brito Correia (Apud FURTADO, Pinto - *Deliberações de Sociedades Comerciais*, 2005, pág. 135).

<sup>227</sup> FURTADO, Pinto, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, Almedina, 2005, pág. 6.

<sup>228</sup> Refere Engrácia Antunes que uma vez tomadas as deliberações estas são impostas a todos «os acionistas presentes ou ausentes, atuais ou futuros, concordantes ou dissidentes» (ANTUNES, *Direito das Sociedades*, 2011, pág. 300).

<sup>229</sup> FURTADO, Pinto, *op. cit.*, Almedina, 2005, pág. 395.

<sup>230</sup> FURTADO, Pinto, *ibid.*, pág. 395.

tomadas por órgãos singulares<sup>231</sup>, sendo aí também o momento em que se consegue definir o que será o interesse da sociedade.

#### 14. Deliberações abusivas

Após o exposto, entendo que as deliberações constituem, conseqüentemente, atos de formação da vontade social, ou como refere Pais Vasconcelos<sup>232</sup> são «actos do sócio e da sociedade», como ainda uma imposição para todos os acionistas da sociedade, que estiveram presentes e ausentes, bem como para os futuros sócios<sup>233</sup>. Contudo, o processo deliberativo pode enfermar de vícios que se encontram tipificados e previstos na lei, que podem levar à ineficácia, nulidade e anulabilidade das deliberações, pelo que só irei tratar as deliberações anuláveis.

Nos termos do artigo 58.º do CSC, na al. c) do n.º 1, a lei diz que podem existir dois tipos de deliberações abusivas, quando não são anuláveis por serem ilegais ou anti-estatutárias, aquelas cujo sócio pretende satisfazer um interesse próprio ou até de alguns sócios conseguirem vantagens especiais para si ou para terceiros, e aqueles cujo objetivo é apenas prejudicar a sociedade ou outros sócios. Engrácia Antunes, no seu livro *Direito das Sociedades Comerciais*, classifica-as como «deliberações *stricto sensu* ou como deliberações emulativas»<sup>234</sup>.

Para que haja uma situação de deliberação abusiva, é necessário que esta tenha como propósito satisfazer o fim que se pretende ver alcançado, tendo de haver condições para se materializar a intenção que se pretende em prejuízo da sociedade. Logo aqui podemos ter um ponto de ligação com o esvaziamento do voto, por poder existir uma situação de interesse negativo.

O propósito que se pretende ver alcançado tem de ser atual e subjetivo, ou virtual e objetivo, já quanto ao fim, dizem alguns autores<sup>235</sup> que tem de ser atual, apesar de ser difícil a sua prova quando a intenção for atual e subjetiva. Já outros autores, como Brito Correia<sup>236</sup>, entendem que basta apenas haver a aptidão da deliberação para o efeito que o sócio pretende, não se exigindo a qualificação da

---

<sup>231</sup> ANTUNES, José Engrácia; *op. cit.*, pág. 298.

<sup>232</sup> Cit. LIMA, Pedro - *Exoneração da responsabilidade civil dos sócios nas deliberações sociais*; Revista das Sociedades Comerciais, 2017, pág. 914 e 915.

<sup>233</sup> Cfr. Nota de rodapé n.º 193.

<sup>234</sup> ANTUNES, José Engrácia - *Direito das Sociedades Comerciais*, Porto, 2011, pág. 306, ou seja, algumas deliberações consideram-se abusivas porque o sócio pretende com o seguimento do seu interesse extra-societário adquirir uma vantagem, ou poder-se-ão classificar-se assim quando pretende apenas causar prejuízo à sociedade e aos outros sócios.

<sup>235</sup> Apud CORREIA, Ricardo Serra, *op. cit.*, pág. 188.

<sup>236</sup> Apud CORREIA, Ricardo Serra; *ibid.*, pág. 187.

sua intenção para que obtenha vantagens especiais. Esta posição permite que não haja dificuldade em fazer-se a prova quanto à intencionalidade que existe, bem como se sabe que muitas das vezes as vantagens especiais são prejudiciais para a sociedade ou até para outros sócios, devendo a deliberação ser anulada.<sup>237</sup>

No entanto, quanto a esta matéria, há quem defenda que deve ser feita prova quanto à anulabilidade da deliberação e que a mesma incumbe a quem a impugna, bastando unicamente provar que os sócios previam a possibilidade de obtenção de vantagens especiais em prejuízo da sociedade. Tal prova deve ser feita através da demonstração da existência do dolo eventual.

A prossecução do fim implica dolo, sendo essencial haver uma relação entre a intenção pretendida e o prejuízo causado à sociedade, ou seja um nexo de causalidade. Para Cassiano dos Santos, deve haver existência de um duplo prejuízo, no qual o prejuízo é infligido<sup>238</sup>. Coutinho de Abreu defende a existência de uma conexão casual, isto é, tem de haver um prejuízo para ser posta em causa a deliberação, mesmo não tendo de ser impugnada, devendo ser apenas provada a intencionalidade<sup>239</sup>.

Com a prossecução do fim extra-societário há quebra de confiança que existia entre as partes, havendo responsabilidade civil e também contratual, uma vez que se estabeleceu entre as duas partes uma relação jurídica.

Nas deliberações abusivas, há o propósito de provocar prejuízo na sociedade e até noutros sócios, sendo que neste tipo de deliberação há um interesse negativo que é intencional, sendo requisito essencial a deliberação estar apta a realizar o propósito.

Porém, nem todas as deliberações são abusivas, o artigo 58.º, n.º 1, b) parte final do CSC e artigo 19.º, n.º 3 *in fine* do CVM refere que para ser considerada abusiva, além da aptidão que a deliberação deve ter para a concretização do propósito, a lei diz que mesmo sendo tirados os votos considerados abusivos, se a decisão fosse a mesma, a deliberação não seria considerada abusiva<sup>240</sup>. OLIVEIRA ASCENSÃO diz que nestes casos há uma prova de resistência, de um «limiar da relevância da individualidade do voto sobre a validade da deliberação».<sup>241</sup>

---

<sup>237</sup> CORREIA, Ricardo Serra; *ibid.*, pág. 188.

<sup>238</sup> Apud CORREIA, Ricardo Serra; *op. cit.*, 16 de Setembro de 2020, pág. 190.

<sup>239</sup> Apud CORREIA, Ricardo Serra; *op. cit.*, 16 de Setembro de 2020, pág. 191 e 192.

<sup>240</sup> ANTUNES, José Engrácia, *Direito das Sociedades*, Porto, 2011, pág. 307.

<sup>241</sup> ASCENSÃO, Oliveira, *Invalidez das Deliberações dos sócios*, em IDFT, *Problemas do direito das sociedades*, 2002, pág. 376.

Assim, é determinante saber qual o intuito destas deliberações, se é obter uma vantagem ou até mesmo causar um prejuízo na sociedade ou aos outros sócios, contrariando-se assim o interesse social. Todavia, a lei prevê uma válvula de escape, ou seja, vem dizer que mesmo sem aqueles votos abusivos, se a decisão for a mesma, a deliberação não é considerada anulável. Há autores<sup>242</sup> que entendem que esta regra deve ser tomada de uma forma geral, referindo que esta prova de resistência não deve ser só aplicada aos casos de deliberações abusivas mas também nas restantes deliberações.

A vantagem que o sócio pretenderá pode ser um proveito patrimonial direto ou indireto.

As deliberações sociais abusivas contrariam o interesse social, que é o interesse comum a todos os sócios. Este interesse, como se depreende do já supra mencionado, concretiza-se com a decisão tomada pela maioria dos sócios. Logo, só com a deliberação aprovada pela maioria é que se prossegue um interesse comum a todos os sócios, em que se verifica uma correspondência entre o interesse da sociedade e o interesse da maioria. Assim, para se saber se a deliberação é anulável, o legislador fixou requisitos, primeiramente tem de haver aptidão por parte da deliberação, depois a prova de resistência enquanto requisito objetivo e, por fim, a intenção/propósito que é o requisito subjetivo.

Tirando a válvula de escape que existe para estas deliberações não serem consideradas anuláveis, caso não se verifique essa exceção, estas são consideradas anuláveis porque o acionista procurou, através do voto, obter para si ou para outros vantagens especiais em detrimento da sociedade.

Na doutrina alemã, quanto a esta matéria, é defendido que não é necessário haver uma relação imediata entre a vantagem em causa e o prejuízo, «bastando apenas que a vantagem especial procurada atue, nas suas consequências mediatas, ainda que distantes e danosas para a sociedade, para os seus ou alguns dos seus acionistas enquanto tais.» O dolo está aqui representado «no curso das coisas»<sup>243</sup>, como defende o professor Ferrer Correia, que «não basta, pois, ter-se determinado o sócio por motivos extra-sociais; nem releva só, por si, o prejuízo da sociedade ou de outros sócios» (*apud*. Grácio, 2012, p. 38)<sup>244</sup>.

---

<sup>242</sup> CORREIA, Ricardo Serra - *Da (Ir)Responsabilidade Civil dos Sócios por Deliberações Abusivas*, pág. 192.

<sup>243</sup> ABREU, Jorge Coutinho - *O Abuso de Direito, Ensaio de um critério em Direito Civil e nas Deliberações Sociais*, Coimbra, Almedina, 2006, pág. 123 e seguintes.

<sup>244</sup> GRÁCIO, Leila, *op. Cit.*, pág 38.

A doutrina espanhola, quanto a este quesito, vê a deliberação social como um todo, não atendendo em específico aos votos e não requerendo a existência de qualquer elemento intencional, tendo apenas de existir uma lesão dos interesses da sociedade (artigo 115.º da LSA)<sup>245</sup>.

Atendendo ainda à noção de deliberações abusivas, é importante lembrar que o voto é uma declaração de vontade do sócio, tendo sempre de se atender ao interesse da sociedade. Caso não seja exercido para este fim e provoque prejuízos na sociedade, há autores que definem esta conduta como um abuso do direito, que se encontra regulado nos termos do artigo 334.º Código Civil, tendo que estar sempre subjacente às duas partes o princípio da confiança que se estabelece entre a sociedade e o sócio, seria, como refere MENEZES CORDEIRO um « [...] *venire contra factum proprium*, a *suppressio*, a *tu quoque* ou o exercício em desequilíbrio [...]» (citado por Grácio, 2012, p. 40).<sup>246</sup>

O carácter abusivo deve ser determinado na própria deliberação e não através da análise dos votos singulares e julga ser desnecessário verificar-se a intenção ou dolo do acionista. COUTINHO DE ABREU diz ser essencial que exista a verificação de um dano, dizendo-nos que «uma deliberação, mesmo que desfavorável ou até ruinosa para os negócios sociais, se não implicar um desfavor ou um favor para algum sócio maioritário, não se pode qualificar como abusiva.» (COUTINHO DE ABREU, 2006, pág 136)<sup>247</sup>. Esta não se torna abusiva se superar a chamada prova de resistência, isto é, tem de se provar que, mesmo sem os votos abusivos, a deliberação teria sido a mesma. Assim, para se considerar a conduta como abusiva tem de existir sempre um dano.

Independentemente da intenção ou não dos acionistas, a deliberação deve ser sempre considerada abusiva, desde que seja causado um dano para a sociedade e desde que haja a obtenção de uma vantagem especial, seja esta direta ou indireta.

#### 14.1 A relação entre o esvaziamento do voto e as deliberações abusivas

O esvaziamento do voto cria algumas dificuldades na determinação de quem são os acionistas da sociedade, uma vez que poderá haver empréstimo de ações e é ainda mais difícil saber se votam no sentido do interesse da sociedade. Porém, podemos ter investidores com mais poder de voto do que participação económica, não havendo proporcionalidade, e tendo assim uma maior interferência na

---

<sup>245</sup> SANTOS E SILVA, Ângela Raquel - *Deliberações Sociais Abusivas: O Abuso da Maioria e o Abuso no Direito Civil*, Escola de Direito do Porto da Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2016, pág. 26

<sup>246</sup> GRÁCIO, Leila; *Op.cit.*, pág 40.

<sup>247</sup> ABREU, Jorge Coutinho, *op. cit.*, pág. 136.

vida da sociedade. Alguns destes investidores podem ter um interesse negativo e levar a que uma decisão que era em prol da sociedade não seja tomada, podendo ou não causar um prejuízo, como podemos ter alguém que não tem um interesse a longo prazo no desenvolvimento da sociedade, ao contrário de outro sócio que pretende o desenvolvimento da sociedade, bem como a sua sustentabilidade.

Normalmente, estes *empty voters* pretendem um retorno rápido do seu investimento, tendo assim uma posição de curta duração dentro da sociedade, mas que mesmo sendo curta, pode ter enorme relevância na vida da sociedade e até mesmo controlar a administração.

Porém, o investidor nem sempre tem um interesse negativo, pode sim exercer o seu direito de voto no sentido de beneficiar a sociedade<sup>248</sup>. Estes investidores são normalmente pessoas com um grande conhecimento sobre a matéria, muitas vezes superior ao dos acionistas, e que podem conduzir à tomada de decisões estrategicamente mais benéficas para a sociedade.

#### 15. Outras consequências do esvaziamento do voto

Outra das consequências do esvaziamento é o facto de podermos ter alguém na sociedade cujo poder de voto possa ser maior do que a sua exposição económica, e que consequentemente mostre um comportamento de risco não justificável, sendo inferior àquele que um acionista teria de suportar, e verificar-se-ia uma desproporção que poderia, por consequência, influenciar a vida da sociedade, levando a ponto de fazer pressão sobre a administração para que fossem prosseguidos os seus interesses e não os interesses da sociedade, havendo assim um interesse negativo.

A regra que existe no nosso Código das Sociedades Comerciais é que entre a ação e o voto deve existir proporcionalidade, ou seja, cada ação deve dar o mesmo direito de influência na sociedade, e com este princípio deve existir uma repartição proporcional entre a ação e o controlo da sociedade, bem como o facto de cada acionista dever ter uma participação de direitos, movimento de caixa (*cash flow rights*) e direito de voto.

Conforme já foi referido, esta desproporção pode ser geradora de situações injustas, com a prossecução de interesses próprios, de situações de gestão isolada e até de provocar situações de desencorajamento de potenciais compradores de fazer uma oferta pública da aquisição de ações.

---

<sup>248</sup> SCHENEIDER, M., e RYAN, L. V. (9 de setembro de 2020). A Review of Hedge FUNds nd their investor activism: do they help or hurt other equity investors?, pág. 351.

A desproporcionalidade causada pelo esvaziamento do voto, deve-se ao facto de não haver correspondência entre o poder do direito de voto com interesse económico na rendibilidade da sociedade, que poderá por sua vez levar a que sejam tomadas decisões pelo *empty voter* sem que tenha em conta o interesse da sociedade<sup>249</sup>, violando o artigo 251.º e o artigo 384.º, n.º 6 do CSC e demonstrando um interesse negativo. Porém, também por vezes, podemos ter casos em que o acionista possa ter um interesse positivo.

Além do princípio da proporcionalidade, o esvaziamento do voto, como já vimos, poderá levar à violação do dever de lealdade que se encontra intrínseco na relação de confiança que se estabelece com a sociedade. Esta vinculação à sociedade com o cumprimento deste dever é uma componente inalienável do estado de sócio<sup>250</sup>, o que por sua vez resulta da natureza da sociedade como associação finalística<sup>251</sup>.

Este dever tem como fundamento o princípio da boa-fé, como refere ANA PERESTRELO (p.87)<sup>252</sup> quando diz que os deveres dos sócios não funcionam de forma autónoma. Funcionam aliás em conjunto, para assim haver a intensificação do respeito para com a sociedade e os restantes sócios.

Contudo, este dever é extensível a todos os sujeitos da sociedade, principalmente entre os sócios e a sociedade, onde deve existir um relacionamento pautado pela boa-fé, devendo estes agir para com a sociedade sempre com lealdade, apesar de estar não regulado pelo Código das Sociedades Comerciais. Surge do negócio jurídico celebrado com a sociedade devido ao estabelecimento de confiança que se dá entre a sociedade e o sócio. Quando este dever não é cumprido por uma das partes, há uma quebra da confiança estabelecida, podendo haver responsabilidades.

O dever de lealdade tem sempre como principal objetivo o interesse social que «consistirá essencialmente na exigência de cooperação aos acionistas, para um fim comum (interesse social), com a sociedade e com os demais acionistas. Sem prejuízo do seu interesse individual, o acionista deve ter em conta o interesse social.»<sup>253</sup>

---

<sup>249</sup> ARNOLD, Tiago; O destaque do direito aos lucros: esvaziamento do direito de voto e titularidade oculta, pág. 372, « [...] nos termos do artigo 384, n.º 1 do CSC, a regra supletiva segundo a qual a cada ação corresponde um voto. Assegura-se assim a proporcionalidade entre poder económico e poder de participação, cuja expressão máxima se traduz no direito de voto» «[...] cada ação confere assim o direito a um voto e ao valor dos dividendos que lhe correspondem».

<sup>250</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo; “*Manual de Governo das Sociedades*”, 2018 reimpressão, Almedina, pág. 85.

<sup>251</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo; *ibid.*, pág. 85.

<sup>252</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo; *ibid.*, pág. 87.

<sup>253</sup> GRÁCIO, Leila; op. cit., pág. 36.

## 16. Dissociação do Risco

A nova forma de compra do direito de voto tem permitido que haja a separação do risco que se encontra associado às ações, principalmente com os instrumentos financeiros derivados, o que atrai os investidores tradicionais ou os *hedge funds*. Contudo, é imperativo fazer-se uma análise quanto a esta forma de atuação, uma análise acerca dos diversos desafios que se colocam, não só quanto aos custos de agências, mas quanto aos custos do direito de informação, bem como quanto à visão das finanças corporativas.

A dissociação do risco, como a própria expressão indica, é a separação do risco da ação, sendo que muitos autores consideram como uma situação de *empty voting*, por não ter associado o risco da ação, mas apenas a ação e o direito de voto. Para que haja esta dissociação, ou até mesmo, a redução do risco, os fundos de investimento fazem uso dos instrumentos derivados financeiros para alcançarem este objetivo. Em alguns casos, como atrás já foi referido, este risco é transferido para um terceiro.

Contudo, esta dissociação pode ser causadora de alguns problemas económicos, por simplesmente se pretender usar a dissociação, não se fazendo uso pleno do direito de voto da mesma forma que faria um sócio que tivesse o risco associado e por poder acontecer o que já foi anteriormente mencionado, o facto de o investidor ter um interesse contrário ao da sociedade, usando esta estratégia para obter benefícios próprios, em detrimento dos sócios e de outros investidores.

### 16.1 Problemas causados pela dissociação do risco

Entre a ação e o voto tem de haver proporcionalidade, ou seja, cada ação deve dar o mesmo direito de influência na sociedade. É com este princípio que deve existir uma repartição proporcional entre a ação e o controlo da sociedade, bem como a participação de direitos, movimento de caixa (*cash flow rights*) e direito de voto por parte de cada acionista.

FISCHEL diz que a falta de proporcionalidade pode levar à existência de custos de agência, pelo facto de termos acionistas detentores de direitos de voto de forma desproporcional, que poderão levar

à tomada de decisões nefastas para a sociedade<sup>254</sup>. Por conseguinte, estes acionistas são na maioria das vezes detentores de um interesse económico maior do que aquele que se encontra associado por norma ao voto, levando a que exerçam o seu direito de voto de forma distorcida, o que pode não ter um bom impacto na sociedade.

A desproporcionalidade pode gerar nas sociedades uma situação de gestão isolada, nomeadamente quando há acionistas com direitos de voto especiais, levando assim ao controlo da mesma por parte de uma minoria. Por sua vez, estes conseguem controlar a sociedade, podendo até controlar a administração e nomeá-la, limitando e desencorajando ainda as ofertas públicas de aquisição que poderiam perfeitamente aumentar o valor das ações<sup>255</sup>.

Tal controlo, supramencionado, pode limitar o direito de voto dos outros sócios, através da criação de entraves que levem ao desencorajamento de potenciais compradores de fazerem uma oferta pública da aquisição de ações. Em suma, proporcionaria uma maior influência por parte destes sócios sobre a sociedade e a administração, levando até ao controlo da mesma, uma vez que o seu direito de voto é de tal importância e peso, que poderão querer que os seus interesses sejam satisfeitos, em detrimento do interesse social, levando a um conflito de interesses.

Apesar dos argumentos apresentados, estes não conseguem dar solução aos problemas que são causados pela dissociação do risco. Por exemplo, no caso de um sócio decidir eliminar o risco e votar no sentido de obter algum interesse próprio, irá provocar danos em alguém que, certamente além da sociedade, os outros sócios, poderão ver os seus interesses prejudicados, sendo que, mesmo neste caso, o exercício do direito de voto e a decisão tomada pelo seu detentor serão sempre distorcidos.

Há ainda a possibilidade de haver sócios com benefícios especiais, apesar de a regra ser a que as ações são homogêneas, ou seja, a entidade que as emite tem de as apresentar com o mesmo conteúdo, conforme refere o artigo 45.º do CVM, seja em qualquer circunstância. Conquanto, nos últimos anos tem-se verificado no seio das sociedades a existência de sócios com determinados benefícios<sup>256</sup>, que não são atribuídos aos outros, e que advêm direta ou indiretamente da atividade que exercem, sendo por vezes aproveitados para controlarem a sociedade, sendo assim esta controlada por uma minoria de sócios. Por regra, os benefícios adquiridos são partilhados por todos os sócios, mas nestes casos temos

---

<sup>254</sup> RINGER, Wolf-George, *ibid.*, pág. 1064.

<sup>255</sup> RINGER, Wolf-George, *ibid.*, pág. 1065.

<sup>256</sup> RINGER, Wolf-George, *ibid.*, pág. 1062.

um sócio que é controlador, devido ao facto de ter um conjunto de benefícios que lhe são apenas atribuídos a si e não aos restantes.

Após a exposição sobre os benefícios que são atribuídos a alguns sócios, coloca-se a seguinte questão: poderão estes benefícios ser limitados?

Para que não haja esta autonomia privada de forma pura, autores como LA PORTA têm defendido a limitação deste tipo de benefícios através da proteção do investidor com o desenvolvimento económico<sup>257</sup>. No entanto, este autor tem sofrido algumas críticas, pois estes investidores podem ser uma mais-valia para a sociedade, nomeadamente a nível económico, pelo facto de poderem aumentar o seu valor no mercado.

LA PORTA refere ainda que a limitação deverá ser feita através da lei ou pelo método funcional. A primeira forma de limitação incide sobre a alteração das normas e do sistema judicial. Tal alteração irá, por um lado, permitir uma eficaz aplicação das normas legais quanto à transparência, por exemplo, no âmbito de proteção das minorias e, por outro, na sua eficácia. Já quanto ao método funcional, defende que a sociedade deve reger-se pela regulação dos investidores.

Além das duas formas de limitação defendidas por LA PORTA, vários autores defendem outros mecanismos para limitação quanto aos benefícios privados, nomeadamente mecanismos extralegais, como a concorrência no mercado, um maior policiamento interno, através de normas legais ou monitorização da administração fiscal.

Este autor refere ainda que existem diversas formas de controlar a sociedade, dando exemplos de como é que poderá acontecer.<sup>258</sup>

Conclui-se assim, perante o exposto, que um acionista que não tenha associado a si o risco irá decidir e exercer o seu direito de voto de uma forma diferente daquele que tem a si associado.

No caso da *Mylan – Perry* houve a dissociação do risco, já que um dos investidores não tinha a si agregado o risco, o que geraria prejuízos mínimos caso não houvesse fusão entre a *Kings Pharmaceuticals* e a *Mylan Laboraties*. A estratégia da *Perry Capital*, acionista da *Mylan*, baseava-se que à data do projeto da fusão das duas sociedades houvesse um aumento do valor das ações emitidas

---

<sup>257</sup> LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert, “*Investor protection and corporate governance*”, pág. 3 a 27, refere ainda que os investidores estão mais dependentes da sociedade e mais vulneráveis às suas decisões do que aqueles que a integra (pág. 4).

<sup>258</sup> LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert, *ibid.*, pág. 14.

pela sociedade adquirente, a *Mylan*, que seria superior ao valor das ações emitidas pela sociedade visada, o que levaria a uma diferença de valores, gerando uma certa insegurança no mercado. Neste caso, a Perry, como era sócia da *Mylan*, apenas lhe interessava a fusão, da qual iria obter lucros sem correr qualquer prejuízo<sup>259</sup>.

Ainda no que diz respeito a esta matéria, há quem defenda que a dissociação do risco pode ser benéfica, por poder proporcionar a redução dos custos de agência ou até mesmo elevá-los<sup>260</sup>. O aumento dos custos, que será tratado de seguida, certamente irá contribuir para uma maior apatia por parte dos sócios minoritários, já que estes, para terem acesso a algumas informações, poderão ter custos superiores aos benefícios daí retirados<sup>261</sup>.

Relativamente aos custos de agência, estes verificam-se no caso dos sócios minoritários que não exercem, por diversas vezes, o direito de voto, pelo simples facto de que, caso queiram obter alguma informação, a mesma possa gerar custos para estes, sendo por vezes superiores ao benefício que poderiam retirar das informações obtidas<sup>262 263</sup>. Aliás, diversas vezes, os sócios controladores que têm benefícios conseguem de certa forma controlar a sociedade tendo, ao contrário dos restantes sócios, maior facilidade em adquirir informações, mesmo que isto lhes traga prejuízos, já que, por norma, estes serão minimizados pelos benefícios daí extraídos. Já quanto aos restantes sócios, os prejuízos alcançados serão inteiramente suportados por si.

Alguns dos custos traduzem-se na obtenção de informação por parte dos investidores e dos sócios, levando a que em algumas situações haja falta de investimento e desencorajamento do exercício do direito de voto, pelo facto de serem elevados, não se mantenha o interesse em obter qualquer informação e também pelo facto de o benefício/vantagem ser inferior ao custo e ser repartido com os restantes sócios. Este fenómeno de dissociação do risco torna-se mais evidente em sociedades de

---

<sup>259</sup> FESTAS, David Oliveira, *op.cit.* pág. 500

<sup>260</sup> RINGE, Wolf-George; *op. cit.*, pág. 1063.

<sup>261</sup> O caso dos custos de agência também se sucede nos casos em que temos sócios com benefícios ou com direitos especiais.

<sup>262</sup> GOMES, José Ferreira - *A Obrigação de vigilância dos órgãos da Sociedade Anónima*, Tese de Doutoramento, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, pág. 21 entende este autor que «há problemas de agência quando o bem-estar de uma parte designada por principal depende da atuação de uma outra parte. Em termos económicos este problema traduz-se na dificuldade inerente à motivação de uma pessoa para atuar no interesse de outrem, considerando os custos decorrentes da celebração e cumprimento do controlo que titula a sua atuação para as partes envolvidas.», referindo ainda que os dois problemas que se colocam neste âmbito entre os sócios e administradores e os sócios controladores e minoritários.

<sup>263</sup> CLARK, Robert Charles, *Vote buying and Corporate Law*, 29 *Case Western Reserve Law Review*, vem dizer que o pedido de informações solicitado pelos sócios minoritários poderá ter mais custos do que benefícios – «Normalmente, o custo agregado para os acionistas se informarem sobre possíveis ações corporativas [...]» poderá «exceder em muito os benefícios [...]».

grande dimensão, nomeadamente em sociedades abertas reguladas em mercado, por haver uma grande dispersão de sócios.

Em sociedades com dispersão do capital social, facilmente se verifica este problema de apatia de exercício do direito de voto, o que permitirá que os sócios com maior capital social exerçam pressão sobre a administração.

A apatia destes sócios resulta em que, por vezes, estes transferem o seu direito de voto para um terceiro, ou até mesmo para um sócio, colocando-se de imediato um outro problema, o facto de termos alguém, neste caso, um outro sócio, que irá acumular mais do que um direito de voto, tendo uma posição muito mais forte do que os demais sócios e que pode até mesmo conseguir controlar a sociedade<sup>264</sup>.

Consequentemente, a dissociação do risco pode ainda levar a que o sócio que detenha os benefícios privados exerça o direito de voto num sentido negativo, isto é, de prosseguir com os seus interesses extra-societários, e até mesmo de fazer pressão sobre a administração, em detrimento do interesse da sociedade<sup>265</sup>.

Assim, é na base do princípio *one share, one vote* que se traduz a ideia de correspondência plena entre a titularidade de ações de direito de voto. E, é com base neste princípio que se encontra a premissa de que os acionistas, com base na proporção das ações de que são titulares, estão legitimados a tomar as decisões bem como a arcar com os prejuízos que possam daí advir. Logo, conclui-se que estes sócios, com benefícios, deveriam apenas tomar decisões proporcionalmente às ações que detêm.

Wolf- Georg <sup>266</sup> refere que a dissociação poderá levar a uma série de consequências, desde gerar custos para a sociedade, que serão assumidos por esta; distorção do incentivo do voto, ou seja, poderá votar em sentido negativo, bem como à existência de benefícios privados que por sua vez poderão provocar a inércia dos acionistas minoritários, causar consequências nos outros sócios, quiçá em futuros sócios também.

Ainda segundo este autor <sup>267</sup>, a dissociação também tem interferência na parte financeira da empresa, sendo de grande relevância pois, em caso de controlo de empresa, são os investidores quem

---

<sup>264</sup> RINGE, Wolf- George, *op.cit.*, pág. 1065, este autor fala da possibilidade de haver distorção do exercício do direito de voto em detrimento do interesse social, podendo «manipular a própria votação».

<sup>265</sup> RINGE, Wolf- George, *ibid.*, pág. 1067.

<sup>266</sup> RINGE, Wolf- George, *ibid.*, pág.1067 e 1068.

<sup>267</sup> RINGE, Wolf- George, *ibid.*, pág. 1072.

têm influência sobre as decisões tomadas no seio da sociedade, enquanto os credores apenas têm um contrato de mútuo com esta e do qual têm retorno do investimento que efetuaram.

Logo, quando haja interesse por parte do investidor em investir na sociedade com capital próprio, deverá fazê-lo com todo o cuidado, uma vez que ao investir com capital próprio, o risco é maior tal como o lucro, pelo que deverá estudar a sociedade antes de investir nela<sup>268</sup>, tal como fazem os *hedge funds*.

Como se verifica, a dissociação do risco poderá levar ao aparecimento de alguns problemas, pelo facto de que a partir do momento em que se tornou conhecida, esta forma foi utilizada como investimento por parte dos investidores sem terem de sofrer qualquer tipo de risco. Porém, e atendendo aos efeitos que dela podem advir, os legisladores têm vindo a procurar soluções para os problemas/consequências que podem ser causados<sup>269</sup>.

## 16.2 Consequências imediatas da dissociação do risco

Uma das formas de se alcançar a dissociação do risco é através do uso dos instrumentos financeiros derivados, em que as partes com a celebração de contratos pretendem reduzir o risco, risco esse que por regra se encontra associado à ação e que é suportado pelo sócio.

Nos últimos anos apareceram e desenvolveram-se os instrumentos financeiros derivados, que têm sido usados no âmbito do risco, isto é, principalmente, na sua dissociação, tal como no facto de estes poderem ser suportados por um terceiro participante ou pela outra parte. Isto torna-se bastante aliciante para estes fundos de investimento, levando-nos a pensar nos futuros, onde o risco é suportado por uma das partes, pelo facto de estar associada uma posição longa.

Na maioria dos instrumentos financeiros derivados, o risco é suportado por um terceiro, enquanto a outra parte obtém benefício idêntico ao risco. No entanto, sucede-se que, por vezes, durante um curtíssimo período, o acionista pode fazer uso de uma posição longa ou curta para vender e obter o mesmo resultado do investimento. Este acionista poderá mesmo vender um conjunto de ações que correspondam a uma posição longa nas ações que detém<sup>270</sup>.

---

<sup>268</sup> RINGE, Wolf- George, *ibid.*, pág. 1072.

<sup>269</sup> RINGE, Wolf- George, *ibid.*, pág. 1074.

<sup>270</sup> RINGE, Wolf- George, *ibid.*, pág. 1074.

A dissociação do risco pode dar-se com o empréstimo do direito de voto ou até com o empréstimo de ações, quando não é regulada, o que desde logo, origina como consequência o facto de os sócios e investidores terem liberdade total quanto ao direito de voto e ao risco económico, o que para alguns autores americanos é visto como algo bastante benéfico e vantajoso para a própria sociedade<sup>271</sup>.

Concomitantemente, esta dissociação poderá contribuir para uma maior valorização do voto do acionista, levando a uma maior interferência, não desejável, na vida da sociedade, uma vez que poderá ser detentor de interesses contrários a esta. Relativamente a este ponto, no Reino Unido, chegaram a fazer-se recomendações tendo existido um reajustamento entre os direitos de voto e a propriedade (ação), bem como ainda, através do ministro PAUL MYNERS<sup>272</sup> que defendeu a existência de uma diferenciação relativamente às ações, de forma a encorajar os investidores. Sugeriu também que os acionistas que tivessem capacidade de compra e venda dos seus direitos de voto, independentemente da sua participação, e que nunca votaram, poderiam vendê-los a outros que quisessem votar, tal como sugeriu a introdução de novas ações, sem direito a voto, para os acionistas existentes, permitindo assim a divisão de posições dos próprios acionistas em ações com direito de voto e ações sem direito de voto.<sup>273</sup>

WOLF-GEORG RINGE vai mais longe e até relativamente a este propósito, refere que a liberalização dos mercados se mostraria vantajosa, por haver a possibilidade de as partes poderem entrar num processo de negociação onde sejam capazes de produzirem, simultaneamente, soluções baseadas na sua própria autonomia privada, mas por outro poderia ser prejudicial, porque não nos podemos esquecer do interesse social que tem de ser sempre salvaguardado, exemplo de tal é o artigo 64.º do CSC.

Para regulação dos problemas que poderão ser causados pela dissociação do risco, em alguns países, ex: os Estados Unidos, algumas empresas exigem que os acionistas que divulguem as suas posições, para terem conhecimento da exposição do risco a que cada acionista está sujeito. Já outras sociedades americanas propuseram alterações legislativas, para que haja o dever de divulgação dos

---

<sup>271</sup> RINGE, Wolf- George, *ibid.*, pág. 1075.

<sup>272</sup> RINGE, Wolf- George, *ibid.*, pág. 1075.

<sup>273</sup> RINGE, Wolf- George, *ibid.*, pág. 1075 e 1076.

acordos contratuais ou até de acordos tácitos, cujo objetivo final seja a dissociação do risco, o que por um lado seria mais seguro, mas por outro haveria a violação dos princípios<sup>274</sup>.

A solução apresentada não parece, desde logo, ser fiável, já que falamos de sociedades de grandes dimensões onde há um elevado número de sócios, nomeadamente quando sabemos que grande parte das sociedades americanas são cotadas em mercado.

---

<sup>274</sup> RINGE, Wolf- George, *ibid.*, pág. 1076 e 1079.

## Conclusão

Nas últimas décadas tem-se verificado, no âmbito societário, uma grande evolução, nomeadamente no desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários que nos têm posto a questionar e a refletir sobre a estrutura e controlo das sociedades, principalmente nas sociedades abertas, quanto aos problemas de governo da sociedade. Muitos dos problemas já não passam apenas pela teoria da agência entre gestores e investidores mas sim por problemas ainda mais complexos e que poderão muitas vezes conduzir ao surgimento de conflitos de interesse entre sócios e a sociedade. Um dos problemas refere-se ao exercício do direito de voto, em que, por um lado, temos um titular que mantém na sua esfera jurídica a participação económica da ação e, por outro, temos um terceiro, que poderá ser um fundo de investimento, que tem na sua esfera jurídica o direito de voto.

Conclui-se assim que o Direito Societário sofre de algumas lacunas que permitiram e permitem o aparecimento de novas situações na vida da sociedade, tal como o esvaziamento do voto e o aparecimento de investidores com elevados conhecimentos técnicos e científicos muito avançados, aproveitando-se das lacunas que existam para retirar alguma vantagem ou até mesmo tornar a sociedade mais atrativa, como é o caso dos *hedge funds*, que desde 2002 têm crescido de forma exponencial, tendo uma posição de grande relevo nos mercados financeiros<sup>275</sup>.

Assim, a existência destes fundos não deve ser vista com maus olhos, pois contribuem para a eficiência dos mercados, podendo inclusive beneficiar outros investidores até como já foi referido, beneficiar a própria sociedade por forma a torná-la mais atrativa para outros investidores<sup>276</sup>.

Porém, estas alterações e mudanças vêm por outro lado alterar a forma de atuação e pensamento do Direito e neste caso em concreto, pelos obstáculos que criaram, alteraram a forma de atuação e governação das sociedades, pondo nomeadamente em causa deveres e princípios que se encontram assentes no Direito Societário, como o dever de lealdade, o dever de informação, o princípio da proporcionalidade e o princípio *one share, one vote*.

---

<sup>275</sup> Scheneider, M., e Ryan, L., *op. cit.*, pág. 350.

<sup>276</sup> Cfr. Verificar nota de rodapé 221.

Tais obstáculos vieram pôr em causa os deveres e princípios já melhor enunciados, como ainda suscitam alguns problemas entre os sócios, administração e a sociedade, gerando conflitos de interesses, e ainda tornaram o governo das sociedades como um palco para novos investidores.

## **Bibliografia**

- ABREU, Jorge Coutinho- Do Abuso de Direito, Ensaio de um Critério em Direito Civil e nas Deliberações Sociais, Reimpressão da Edição de 1999, Coimbra: Almedina , 2006.
- ABREU, Jorge Coutinho - Curso de Direito Comercial, Volume II das Sociedades, 2005, Coimbra: Almedina, 2005, ISBN 978-972-40-5949-5.
- ALBUQUERQUE, Pedro, & GONÇALVES, Diogo Costa - O impedimento do exercício do direito de voto como proibição genérica de atuação do conflito, Revista de Direito das Sociedades, ano III, 2011, p. 675 a 711.
- ALI, Paul., Ramsay, I., & Saunders, B. (Austrália) - Securities Landing Empty Voting and Corporate Governance; Centre for International Finance Regulation Project: Evaluating the impact of Securities Loans and Shareholder Rights and Governance of listed Companies [consult. 11-07-2019], disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2443217#](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2443217#)
- ALVES LEIRIA, Marisa dos Santos - As Deliberações Abusivas: Conflito entre os interesses dos sócios e o interesse social, 2015 Instituto Superior de Tecnologia e Gestão, Leiria.
- ANTUNES, Ana Filipa (2011) - Os novos desafios da venda a retro. Estudos dedicados ao Professor Doutor Luís Alberto Carvalho Fernande; I.
- ANTUNES, José Engrácia - Direito das Sociedades, 2011, Porto, Universidade Católica Portuguesa.
- ANTUNES, José Engrácia, - Os Instrumentos Financeiros, 2017, Coimbra: Almedina, ISBN 978-972-40-6944-9.
- ANTUNES, José Engrácia, O Direito, "*Equity Swaps* " e titularidade de participações sociais, I (150), 2018, ISBN 9780011843728
- ANTUNES, José Engrácia - Derivados, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Câmara dos Valores Mobiliários, [consult. em 28 de Setembro de 2020], obtido [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), p. 99.
- ARNOLD, Tiago - O destaque do direito aos lucros: esvaziamento do direito de voto e titularidade oculta, Revista das Sociedades Comerciais V (2013), pág. 372.
- ASCENÇÃO, Oliveira, - Invalidade das Deliberações dos sócios (AAVV, Problemas do Direito das Sociedades). Coimbra: Almedina, 2002.

- CÂMARA, Paulo - Manual de Direito dos Valores Mobiliário, Coimbra: Almedina, 2016.
- CALHEIROS, Maria Clara, “*O Contrato Swap*”, *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Coimbra Editora, 2000,
- CARDOSO, Jorge - Sociedade Anónima - Ensaio Económico I. Lisboa: Edição da Empresa Nacional de Publicidade, 1943.
- CARVALHO, Preciosa, “Práticas de cobertura de risco cambial: Evidência de Portugal e Espanha; Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Porto, 2018, disponível em [https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/11309/1/DM\\_PreciosaCarvalho\\_MGIE\\_2017.pdf](https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/11309/1/DM_PreciosaCarvalho_MGIE_2017.pdf), dissertação de mestrado
- CLARK, Robert Charles-Vote buying and Corporate Law Vol. 29, n.º 4. School of Law Western Reserve Law Review, [consultado a última vez em 09-10-2020], disponível em <https://scholarlycommons.law.case.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3173&context=caselrev>
- CORDEIRO, António Menezes - Tratado de Direito Civil XII, Contratos em Especial (2.ª Parte Especial), Coimbra: Almedina, 2018.
- CORDEIRO, António Menezes - Manual de Direito das Sociedades Comerciais, II Volume Das Sociedades em Especial, 2.ª edição revista e actualizada , Coimbra: Almedina 2007,
- CORREIA, Ricardo Serra. (Outubro/ Dezembro de 2013) - Os Direitos Especiais à Luz do CSC. *Os Direitos Especiais à Luz do CSC*, p. 1390. [ consult. em 09 de Maio de 2020], obtido em <https://portal.oa.pt/upl/%7Ba5feed4f-e9d0-4f65-9f81-88f8b97a31a0%7D.pdf>
- CULINOVIC – HERC, Edita e ZUBOVIC, Antonija - Tackling Empty Voting in the Eu: The Shareholders' Rights Directive and the revised Transparency Directive. Obtido em 2019, de <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-415.pdf>
- CUNHA, Paulo Oliveira - Direito das Sociedades Comerciais, 7ª edição, Coimbra: Almedina, 2019, ISBN 9789724079646.
- ESTACA, José Nuno. - O interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2003, Dissertação de Mestrado
- ESPÍRITO SANTO, Paula Cristina Rosa da Silva, Futuros - Estudo de Casos Sobre Futuros Cambiais, Instituto Politécnico de Lisboa Instituto Superior de Contabilidade e Administração de

Lisboa, Setembro de 2010 [ consultado Setembro de 2019 e a última vez em 18 de Outubro de 2020], disponível em

[https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/2524/1/Tese%20Cambios%20-Definitiva%2016\\_01\\_2010.pdf](https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/2524/1/Tese%20Cambios%20-Definitiva%2016_01_2010.pdf), dissertação de mestrado

FESTAS, David Oliveira - Das inibições de Voto dos Sócios por Conflito de Interesses com as Sociedades nas Sociedades Anónimas e por Quotas. Volume I e II, 2017, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Dissertação de Doutoramento.

FRADA, António Carneiro - A business Judgment rule no quadro dos deveres dos administradores, Janeiro de 2007, [consult. 22 de Fevereiro de 2020] disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt)

GOMES, José Ferreira - A Obrigação de vigilância dos órgãos da Sociedade Anónima, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, 2014, Dissertação de Doutoramento.

GONCALVES, Diogo Costa - Pessoa Coletiva e Sociedades Comerciais: Almedina, 2019, ISBN 9789724082073, Colectânea - Tese de Doutoramento

HU, Henry. T., & BLACK, Bernard - *Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*. [ consult. 30-12-2020], disponível em <https://ccl.yale.edu/sites/default/files/files/PM-6-Bus-Law-Hu-Black.pdf>, p. 1 a 83.

HU, Henry. T., & BLACK, Bernard - *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions* [ consult. 30-12-2020], disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1030721](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1030721)

LA PORTA, Rafael [ et.al] - *Investor protection and corporate governance* [ consult. 30 de Setembro de 2020], [https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/ip\\_corpgov.pdf](https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/ip_corpgov.pdf)

LEAL, Ana Filipa (01 de 2009). Algumas notas sobre a parassocialidade no Direito Português, Revista de Direito das Sociedades [ consult. 16 de 09 de 2020]: [http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202009-01%20\(135-183\)%20-%20Doutrina%20-%20Ana%20Filipa%20Leal%20-%20Algumas%20notas%20sobre%20a%20parassocialidade%20no%20Direito%20portugu%C3%AAs.pdf](http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202009-01%20(135-183)%20-%20Doutrina%20-%20Ana%20Filipa%20Leal%20-%20Algumas%20notas%20sobre%20a%20parassocialidade%20no%20Direito%20portugu%C3%AAs.pdf)

- LIMA, Pedro Batista - Exoneração da Responsabilidade civil dos Sócios nas Deliberações Sociais. Revista de Direito das Sociedades, 2017, [consult.14 de Setembro de 2020], disponível em [www.revistadedireitodassociedades.pt](http://www.revistadedireitodassociedades.pt).
- LIMA, Pires; Varela, Antunes. (s.d.). Código Civil Anotado Vol II, 2.<sup>a</sup> edição actualizada e revista [consultado três vezes sendo a última em 24-10-2020], disponível em [https://kupdf.net/download/codigo-civil-anotado-volume-ii-artigos-762-a-1250-2-edicao-revista-a-actualizada-fernando-andrade-pires-de-lima-e-joao-de-matos-antunes-varela\\_5bd9c39be2b6f56519a78620\\_pdf](https://kupdf.net/download/codigo-civil-anotado-volume-ii-artigos-762-a-1250-2-edicao-revista-a-actualizada-fernando-andrade-pires-de-lima-e-joao-de-matos-antunes-varela_5bd9c39be2b6f56519a78620_pdf) .
- LUPION, R., "Interesse social da empresa. Uma perspectiva Luso-Brasileira". Revista do Instituto do Direito Brasileiro Ano 2(2013), nº 12, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 13853 a 13870
- MAIA, Pedro. (2012) – *Corporate Governance em Portugal*, Questões de Direito das Sociedades , em Portugal e no Brasil, Coimbra: Almedina, 2012, ISBN p.46 a 86, .
- MFA 2019, *Impact of Toeholds in Corporate Takeovers*, disponível em <https://www.arx.cfa-/media/regional/arx/post-pdf/2019/09/13/impact-of-toeholds-in-corporate-takeovers.ashx?la=en&hash=C2DB72CD3A3E920340BB0622795B9E91A026CECB6-11-2019>
- MARIANO, Álvaro. A. (2012). Abuso de Voto Na Recuperação Judicial. *Tese de Doutoramento*, p. 23. [consult a última vez em 04-10-2020] disponível em [https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-12042013161616/publico/Alvaro\\_Mariano\\_tese\\_doutorado.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-12042013161616/publico/Alvaro_Mariano_tese_doutorado.pdf)
- OLIVEIRA, Ana Perestrello - Manual de Corporate Governance, Coimbra: Almedina, 2015, 2<sup>a</sup> edição, ISBN 978-972-40-6123-8.
- OLIVEIRA, Ana Perestrello - *Manual de Governo das Sociedades*. Coimbra: Almedina. 2018, reimpressão, ISBN – 978-972-40-6846-6.
- PESTANA DE VASCONCELOS, L. M., Direito das Garantias, 2.<sup>a</sup> edição, Coimbra: Almedina, 2013, ISBN 978-972-40-5092-8
- PARECER DA CMVM - Parecer genérico sobre vendas curtas (*short selling*), Lisboa, 2008, <http://www.cmvm.pt/pt>

- PIMENTA Correia, Caetana Nápoles - A compra e venda a retro coma função de Crédito de Garantia, tese de mestrado, 2017, Escola de Direito do Porto, Universidade Católica Portuguesa, [consultada a última vez em 17-10-2020] disponível em [https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/23289/1/TESE\\_completa%20-%20Caetana%20N%C3%A1poles.pdf](https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/23289/1/TESE_completa%20-%20Caetana%20N%C3%A1poles.pdf)
- PINTO Furtado, Jorge Henrique (2005) - *Deliberações de Sociedades Comerciais*. Coimbra, Almedina, ano 2005, ISBN 972-40-2630-2.
- PROENÇA Fernandes, J. G. (s.d.). *O Interesse da Sociedade e o (Re)Agrupamento das Ações*. ISCTE Instituto da Universidade de Lisboa, Setembro 2017, [consultado diversas vezes, sendo a última em 05-10-2020] disponível em <https://repositorio.iscte-iul.pt/>,
- RINGE, Wolf -Georg . (2013). *Hedge Funds and Risk Decoupling: The Empty Voting Problem in the European Union*. *EATTLE U. L. REV.* 1027, 2013, [consult. Janeiro de 2019], disponível em <https://digitalcommons.law.seattleu.edu/sulr/vol36/iss2/22/>.
- DIAZ RUIZ, Emilio - *Reflexiones sobre la Aplicación de la Institución Del Voto Vacío (empty voting) en las sociedades de responsabilidad Limitada*. [consult. em 28 de Dezembro de 2018] disponível em <https://eprints.ucm.es/23794/>, p. 1 a 11.
- SANTOS E SILVA, Ângela Raquel - *Deliberações Sociais Abusivas: O Abuso da Maioria e o Abuso no Direito Civil*, Escola de Direito do Porto da Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2016, [consult. 27-09-2020], obtido em <https://repositorio.ucp.pt>, dissertação de mestrado
- SAMPAIO PEDROSO, Catarina Tinoco de Faria - *Da Regulação do Empty Voting*, Faculdade de Direito e Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais, Universidade Católica Portuguesa, 2012, [consultada pela última vez em 20 de Outubro de 2020] obtida em <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/13682/1/Da%20Regulamenta%C3%A7%C3%A3o%20do%20Empty%20Voting%20-%20Tese%20de%20Mestrado%20-%20Catarina%20Tinoco%20de%20Faria%20Sampaio%20Pedroso.pdf> , Tese de mestrado
- SCHENEIDER, Maragrite e RYAN, Lary Verstegen, (9 de setembro de 2020). *A Review of Hedge Funds and their investor activism: do they help or hurt other equity investors?*, [consult. 9 de setembro de 2020] e disponível em [https://www.academia.edu/6889752/A\\_review\\_of\\_hedge\\_funds\\_and\\_their\\_investor\\_activism\\_do\\_they\\_help\\_or\\_hurt\\_other\\_equity\\_investors](https://www.academia.edu/6889752/A_review_of_hedge_funds_and_their_investor_activism_do_they_help_or_hurt_other_equity_investors)

SEQUEIRA LÓIA, Raquel de - Transmissão de quotas e de ações - Algumas questões, Revista de Direito das Sociedades, Ano X (2018), Número 3, Almedina, 2018, ISBN 9789724048314, pg 527 a 537.

TRIUNFANTE, Armando - *Responsabilidade Civil dos Administradores em Portugal*, Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil, Coimbra: Almedina, 2012.

RAMOS, Maria Elisabete - Direito Comercial e das Sociedade entre as empresas e o Mercado, Coimbra: Almedina, 2018, ISBN 978-972-7023-0

REGÊNCIO, João - Do interesse social, Direito das Sociedades Comerciais, 2013 [consult. 25 de Setembro de 2020], disponível em [http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202013-04%20\(801-818\)%20-%20Doutrina%20-%20Jo%C3%A3o%20Reg%C3%A2ncio%20-%20Do%20interesse%20social.pdf](http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202013-04%20(801-818)%20-%20Doutrina%20-%20Jo%C3%A3o%20Reg%C3%A2ncio%20-%20Do%20interesse%20social.pdf), p. 801 a 818

VASCONCELOS, Pedro Pais e VASCONCELOS, Pedro Leitão Pais. (2019). *Teoria Geral do Direito Civil*. Coimbra: Almedina, ISBN 9789724081847 .

VENTURA, Raul (s.d.). O contrato de Compra e Venda no Direito Civil. Obtido de <https://portal.oa.pt/upl/%7Bb1e8c0b3-04fe-4450-8cf2-5dcdfa0d3205%7D.pdf>, Setembro de 2020

## **Jurisprudência**

### **- Supremo Tribunal de Justiça,**

Processo 309/11.8TVLSB.L1.S1, datado de 11-02-2015, relator Sebastião Póvoas.

Processo 540/11.6TVLSB.L2. S, datado de 22-06-2017, relator Tomé Gomes.

Processo n.º 531/11.7TVLSB.L1. S1, Relator Bettencourt de Faria, datado de 29-01-2015.

Processo n.º 1195/08.0TYLSB, L1.S1, relator Fonseca Ramos; data de 30-09-2014

### **- Tribunal da Relação de :**

Lisboa – Processo 28819/15.0YIPRT.L1-1, datado de 12-07-2018, relator Pedro Brighton.

Coimbra - Processo 894/11.4TBPBL.C2, datado de 17-05-2016, relator Sílvia Pires.

Évora - processo 7096/18.7T8STB.E1, datado de 11-07-2019, relatora Isabel Peixoto  
Imaginário.