



UNIVERSIDADE
CATÓLICA PORTUGUESA | FACULDADE
DE DIREITO
ESCOLA DE LISBOA

O Esvaziamento de Voto
A eventual recondução à figura das
deliberações abusivas.

Mestrado Forense
Vertente Civil e Empresarial
Mestre Paulo Câmara

Agosto de 2012

Leila Grácio

Índice

1. Introdução

- 1.1.O regime tradicional da participação nas Assembleias Gerais , “one share, one vote” Página 3
- 1.2 O destaque dos direitos de voto, “The New Vote Buying” Página 11

2. O esvaziamento de voto

- 2.1 Definição de esvaziamento de voto; o Empty voting..... Página 14
- 2.2 Os diferentes tipos de Esvaziamento de voto..... Página 14
- 2.2.1 Os Hedge Funds e os instrumentos derivados Página 16
- 2.3 Exemplos específicos de casos onde ocorreu o esvaziamento de voto
- 2.3.1 O caso Perry-Mylan..... Página 22
- 2.3.2 O caso AXA-MONY..... Página 23

3. A regulamentação do Esvaziamento de voto

- 3.1 A ausência de regulamentação a nível da União Europeia..... Página 24
- 3.2 A consulta pública da ESMA..... Página 25
- 3.3. O artigo 23.º-C do Código dos Valores Mobiliários..... Página 27

4. As consequências do esvaziamento de voto e a sua eventual recondução à figura das deliberações abusivas.

- 4.1. As consequências do esvaziamento de voto..... Página 29
- 4.2 Das deliberações abusivas e do dever de lealdade dos sócios.
- 4.2.1 O Voto..... Página 32
- 4.2.2 A Obrigação de lealdade dos accionistas..... Página 34
- 4.2.3 Das deliberações abusivas..... Página 36
- 4.2.3.1 Da recondução da figura do esvaziamento de voto às deliberações abusivas..... Página 41

5. Conclusão..... Página 44

1. Introdução

1.1 O regime tradicional da participação nas Assembleias Gerais¹, “one share, one vote”.

O artigo 1.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC) tipifica como sociedades comerciais as sociedades em nome colectivo, as sociedades por quotas, as sociedades anónimas, e as sociedades em comandita (simples ou por acções). Nas sociedades anónimas podemos encontrar as sociedades anónimas *per se*, reguladas nos artigos 271.º e seguintes do CSC, e as sociedades abertas, que constituem uma categoria das sociedades anónimas, reguladas igualmente no CSC e que devido às suas especificidades estão também reguladas no Código dos Valores Mobiliários². O nosso trabalho tem por objecto central a apreciação jurídica do esvaziamento de voto, uma realidade adiante caracterizada, que surge nas sociedades anónimas abertas.

¹ O artigo 53.º n.º 1 do CSC tipifica as formas de deliberação dos accionistas de uma sociedade: a deliberação em assembleia geral convocada, a deliberação em assembleia geral universal, as deliberações unânimes por escrito e as deliberações tomadas por voto escrito. A principal forma de deliberação dos accionistas de uma sociedade comercial continua a ser a deliberação tomada em assembleia geral. As deliberações dos sócios, em particular as adoptadas em assembleia geral estão reguladas no artigo 53.º do CSC e, em especial no que se refere as sociedades anónimas, nos artigos 373º a 389.º do CSC.

² Seguindo o entendimento de PAULO OLAVO CUNHA em *Direito das Sociedades Comerciais*, 4ª edição, Coimbra, Almedina, (2010), página 90 e seguintes, existem quatro subtipos no âmbito das sociedades anónimas: a sociedade anónima *tout court*, a grande sociedade anónima, a sociedade anónima aberta (não cotada) e a sociedade anónima (aberta) cotada. A sociedade anónima *tout court* é aquela que corresponde ao modelo regulado nos artigos 271.º e seguintes do CSC, a grande sociedade anónima, que surgiu após a reforma societária de 2006, corresponde nos termos do artigo 413.º n.º2 alínea a) CSC a sociedades que, durante dois anos consecutivos, ultrapassem dois dos limites prescritos naquele artigo, ou seja, terem como total do balanço mais de €100 000 000; terem como total de vendas líquidas e outros proveitos mais de 150 000 000 ou terem mais de 150 trabalhadores empregados em média durante o exercício. As sociedades anónimas abertas não cotadas são aquelas que tem o seu capital aberto ao investimento público, e adquirem essa qualidade nos termos do artigo 13.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM). As sociedades anónimas abertas cotadas, tradicionalmente conhecidas como sociedades cotadas, são aquelas que emitem acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, em tudo sujeitas à mesma disciplina das sociedades abertas não cotadas com as especificidades dos artigos 77.º n.º1, 414.º n.º 6 e 423.º-B n.º 5 do CSC.

Como refere PAULO OLAVO CUNHA³, é a participação social que caracteriza a posição jurídica do accionista⁴, seja perante a sociedade, seja perante outros accionistas ou perante terceiros. A participação social reflecte um conjunto de direitos e obrigações⁵ e nas sociedades anónimas é a acção⁶ que reflecte a posição jurídica do accionista⁷, trazendo em si vários direitos e obrigações. Estamos perante o que podemos chamar de “propriedade absoluta” ou “full ownership”⁸.

O nosso Código das Sociedades Comerciais estatui diversas obrigações e direitos dos accionistas⁹. No lado passivo da posição do accionista realçamos aqui a obrigação de entrada (artigo 20.º e artigo 25.º e seguintes CSC), a obrigação (ou dever) de conservação do capital social através, por exemplo, de prestações suplementares (artigos 210.º a 213.º do CSC)¹⁰ ou de prestações acessórias (artigo 287.º CSC)¹¹, e a obrigação de lealdade¹².

³ PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 4ª edição, Coimbra, Almedina, (2010) página 352 e seguintes.

⁴ Ao longo do nosso texto iremos referir-nos a “accionista” e não a “sócio” tendo em conta que o nosso trabalho reflecte uma realidade subjacente somente às sociedades anónimas e, o sócio de uma sociedade anónima diz-se accionista.

⁵ PEDRO PAIS VASCONCELOS prefere a designação de *poderes e deveres*, como refere em *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2ª edição, Coimbra, Almedina (2006).

⁶ Como nos diz MENEZES CORDEIRO, o termo “acção” tem um triplo significado. A acção pode ser entendida como a participação social do accionista ou, a quota de capital que por ele foi subscrita e ainda o título representativo dessa quota. Queremos ao longo deste trabalho referir-nos à acção enquanto a participação social que “implica todo um *status*, com direitos, deveres e encargos”, MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades, II Volume, das Sociedades em Especial*, 2ª edição revista e actualizada, Coimbra, Almedina (2007), página 569 e seguintes.

⁷ “Na sociedade anónima o capital é dividido em acções e cada sócio limita a sua responsabilidade ao valor das acções que subscreveu”, cfr. artigo 271.º CSC.

⁸ HENRY T.C. HU & BERNARD BLACK, *Equity Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, University of Pennsylvania Law Review, Volume 156, Number 3, (2008), página 633.

⁹ PEDRO PAIS VASCONCELOS entende que as situações jurídicas activas do accionista, que aqui identificamos como direitos são poderes, na medida em que “correspondem à disponibilidade de meios jurídicos para a prossecução do fim próprio do direito subjectivo global do sócio”, PEDRO PAIS VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2ª edição, Almedina, (2006) página 69 e seguintes.

¹⁰ O regime jurídico das prestações suplementares é típico das sociedades por quotas, contudo, é praticamente pacífico na doutrina a sua aplicação as sociedades anónimas. MENEZES CORDEIRO entende,

No lado activo da participação social destacamos o direito de quinhão nos lucros (artigo 21.º n.º1 alínea a) CSC), a participar e votar nas deliberações de accionistas

pelo contrário, que não são possíveis prestações suplementares nas sociedades anónimas pois, neste tipo societário a responsabilidade do accionista limita-se em princípio as acções subscritas e, na ausência de base legal não seria possível enquadrar novas responsabilidades, MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, II Volume, das Sociedades em Especial, 2ª edição revista e actualizada, Coimbra, Almedina (2007), página 583 e seguintes. São também avançados outros argumentos para a não admissibilidade destas prestações nas sociedades anónimas, nomeadamente no que se refere à intenção do legislador. Se no que concerne às prestações acessórias este fixou o regime nos dois tipos societários questionamos porque não o fez nas prestações suplementares. Entendemos contudo que, apesar de não tipificada, a lei não proíbe a admissibilidade desta prestação nas sociedades anónimas e se esta estiver prevista nos estatutos ou for deliberada por todos os sócios (não vinculando os sócios que não votaram favoravelmente), nada impede a prestação suplementar neste tipo societário, tem sido essa a prática corrente de muitos advogados.

Como argumento adicional não esqueçamos que no POC/77 (Plano Oficial de Contas), a nota explicativa da rubrica 53 (prestações suplementares) remetia directamente para as sociedades por quotas, o que deixou de acontecer com o POC/90 que passou a referir “ (...) será utilizada em conformidade com o Código das Sociedades Comerciais (...)” e, o Sistema de Normalização Contabilística (SNC), actualmente em vigor, também não faz qualquer referência às sociedades por quotas.

¹¹ Enquanto as prestações suplementares constituem entradas em dinheiro, feitas pelos accionistas, para reforço dos capitais da sociedade, as prestações acessórias têm por objecto, tipicamente, serviços que os accionistas proporcionem à sociedade ou a entrega de coisas, de forma definitiva ou temporária.

¹² A obrigação de lealdade não está prevista no artigo 20.º n.º1 CSC (que tipifica as obrigações dos accionistas) e apesar de surgir tipificada com a reforma societária de 2006 no artigo 64.º n.º1 alínea b) do CSC como dever que abrange somente os titulares dos órgãos sociais, orientado pela “relação fiduciária que a gestão de bens e interesses alheios do ente jurídico social implica”, como refere RICARDO COSTA no seu comentário ao artigo 64.º do Código das Sociedades Comerciais em *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume I (Artigos 1.º a 84.º), Coordenação de COUTINHO DE ABREU, Almedina, Coimbra (2010), página 721 e seguintes, entendemos que o dever de lealdade pode existir na relação entre o accionista e a sociedade, ou na relação dos accionistas entre si. Como nos diz ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO na anotação ao artigo 64.º no *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Coordenação de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, 2ª edição, Almedina, Coimbra, (2011), página 250 e seguintes, “a lealdade aplica-se: (a) nas relações dos sócios com a sociedade e entre si, integrando a ideia básica do *status* do sócio; (b) nas relações da sociedade para com os sócios, implicando um alargamento *ex bona fide* da competência da assembleia geral; (c) nas relações dos administradores com a sociedade e com os próprios sócios”.

Na sua concretização, o dever de lealdade, e sendo certo que a sua importância é sensível tendo em atenção tipo de sociedade em causa, pode existir na relação entre o accionista e a sociedade, ou na relação dos accionistas entre si. Veja-se a este propósito o ponto 4.2.2. do nosso trabalho.

(artigo 21.º n.º1 alínea b), 343.º n.º1 e 379.º n.º1 CSC), a obter informações sobre a vida da sociedade (artigo 21.º n.º1 alínea c), 214.º, e 288.º a 291.º CSC), e ainda o direito de fiscalização da actuação dos membros dos órgãos de administração da sociedade (artigos 292.º e 450.º do CSC).

Ora, os direitos patrimoniais e o direito ao voto não esgotam a posição jurídica do accionista enquanto titular de participações sociais, mas podemos concluir que a titularidade das acções, que conferem a posição de accionista, está principalmente ligada a esses direitos patrimoniais e a esse direito de voto, e que os direitos de voto estão, ou deveriam estar, normalmente ligados ao interesse na (da) Sociedade^{13,14}.

Não se pode ignorar o facto de que, nem todas as deliberações sociais são deliberações dos accionistas¹⁵. Contudo, é o conjunto de accionistas que, exercendo o seu direito de voto, formam a vontade social. Diz-nos MENEZES CORDEIRO que “A deliberação é uma proposição imputada à decisão de um conjunto de pessoas singulares ou seres humanos”^{16, 17}. Sucede precisamente que as sociedades formam a sua vontade através das deliberações sociais, por regra nas assembleias gerais, nas quais os accionistas participam presencialmente ou através de representação. Nesta lógica, a deliberação

¹³ MENEZES CORDEIRO por sua vez distingue entre direitos patrimoniais, participativos e pessoais. Salientamos aqui a sua definição de direitos participativos pela importância que estes têm para o nosso trabalho, ou seja, “a possibilidade reconhecida aos sócios, de ingressar no modo colectivo de gestão dos interesses, inserindo-se na organização social e actuando nos esquemas de cooperação neles previstos”, MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades I, Parte Geral*, 3ª edição ampliada e actualizada, Coimbra, Almedina, (2011) página 625 e seguintes.

¹⁴ No que se refere à afirmação de que os direitos de voto deveriam estar ligados ao interesse na sociedade, veja-se o ponto 4.2.1 do nosso trabalho.

¹⁵ Os órgãos sociais quando reúnem de forma colegial adoptam também deliberações, ora veja-se os artigos 410.º a 412.º CSC e o artigo 433.º CSC no que diz respeito ao Conselho de Administração, o artigo 423.º CSC quanto ao Conselho Fiscal e o artigo 445.º n.º 2 CSC quanto ao Conselho Geral e de Supervisão.

¹⁶ MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades I, Parte Geral*, 3ª edição ampliada e actualizada, Coimbra, Almedina, (2011) página 739.

¹⁷ Não vamos abordar aqui a discussão sobre a natureza jurídica da deliberação social como negócio jurídico ou como acto colegial, deixando somente a nota que tendemos a concordar com COUTINHO DE ABREU quando nos diz que, se parece que em regra as deliberações são negócios jurídicos, “actos jurídicos constituídos por uma ou mais declarações de vontade (votos), com vista à produção de certos efeitos sancionatórios pela ordem jurídica”, em muitas deliberações não é possível encontrar situações que constituam, modifiquem ou extingam relações ou posições jurídicas. COUTINHO DE ABREU, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume 1 (artigos 1.º a 84.º), Coimbra, Almedina (2010).

pode ser entendida como um acto unitário que integra todos os votos dos accionistas, formando-se quando seja alcançada a maioria de votos suficientes para a deliberação em causa ou, quando não seja alcançada essa mesma maioria (deliberação negativa¹⁸)¹⁹, materializando-se assim a vontade da sociedade.

Neste âmbito, cabe-nos fazer uma breve reflexão sobre o interesse da sociedade e o interesse dos accionistas e sobre a eventual coincidência entre o interesse destes com o interesse da sociedade, tal como a sua implicação no âmbito das deliberações sociais e o dever de lealdade dos accionistas.

A sociedade “goza de personalidade jurídica”²⁰ (artigo 5.º CSC) e a sua capacidade “compreende os direitos e as obrigações necessárias ou convenientes à prossecução do seu fim” (artigo 6.º n.º 1 CSC). Prefigura-se, assim, a sociedade como uma entidade autónoma mas que, como já referimos, não dispõe de uma vontade em sentido psicológico, sendo através das deliberações dos seus accionistas que a sociedade materializa a sua vontade. O n.º 1 do artigo 384.º estatui que “na falta de diferente cláusula contratual, a cada acção corresponde um voto”, esta subjacente neste artigo a ideia de que, o interesse da sociedade é coincidente com o interesse do accionista, o accionista que tem interesse no bom funcionamento da sociedade e no incremento do seu valor. O accionista, enquanto titular da participação social terá um claro incentivo para votar num sentido coincidente com o interesse da sociedade, é neste raciocínio que assenta a premissa “one share one vote”.

Por regra, o interesse dos accionistas nas sociedades abertas será de cariz económico e visa o proveito que poderá resultar da prossecução da actividade económica da sociedade. O interesse será à partida a realização de lucros como uma mais-valia resultante do capital investido na sociedade²¹, permitindo mais dividendos a distribuir e a valorização do capital social. Independentemente dos interesses individuais e por

¹⁸ Sobre a deliberação negativa veja-se PEDRO PAIS VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2ª edição, Almedina, (2006) página 114 e VASCO LOBO XAVIER, *Anulação de Deliberação Social e Deliberações Conexas*, Atlântida, Coimbra, (1976), páginas 328 e seguintes

¹⁹ Não podemos esquecer que as deliberações são actos internos da sociedade, e que em princípio não têm eficácia externa, carecendo de um outro acto executivo para que possuam essa mesma eficácia.

²⁰ É hoje praticamente unânime na doutrina que a sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição definitiva do título constitutivo no registo comercial.

²¹ Sendo que, por vezes, poderá estar também em causa a própria realização pessoal ou profissional do accionista. Para esta questão chama-nos a atenção MARQUES ESTACA, em *O Interesse da Sociedade Nas Deliberações Sociais*, Almedina, (2003), página 30 e seguintes.

vezes conflitantes dos accionistas pressupõe-se um interesse comum a todos – a maximização de lucros.

Entendendo o interesse como a relação existente entre uma necessidade e um bem susceptível de satisfazer tal necessidade²², é debatido se o facto de cada accionista seguir o seu próprio interesse será incompatível com a prossecução do interesse da sociedade. Não corresponderá o interesse social ao conjunto dos interesses da sociedade, com o interesse dos accionistas e também com o interesse de terceiros?

Existem, a este propósito, duas linhas doutrinárias distintas. A primeira de cariz contratualista²³ identifica o interesse social com o interesse comum dos accionistas, a segunda, de cariz institucionalista tende a separar o interesse da sociedade do interesse de cada um dos accionistas. As teorias contratualistas entendem o voto como um direito subjectivo do accionista, enquanto as teorias institucionalistas tendem a encarar o voto como um poder/dever dos accionistas para a formação da vontade da sociedade.

No âmbito das teorias contratualistas, e como já se referiu, tende-se a identificar o interesse da sociedade com o interesse comum dos sócios em que, através do contrato social, os contraentes estabelecem e terão interesses comuns e as prestações dos vários contraentes (accionistas) tem por objectivo a prossecução dessa finalidade ou desses interesses comuns. Através da natureza contratual do contrato de sociedade, os defensores desta teoria demonstram a natureza contratual do interesse social²⁴.

RAÚL VENTURA, no âmbito da antiga redacção do artigo 64.º do CSC²⁵ afirmou que “o interesse social é o interesse dos sócios, nesta qualidade, ou seja, o interesse que os levou a efectuar contribuições para o exercício comum de uma actividade, a fim de

²² Neste sentido veja-se LUÍS BRITO CORREIA, *Os Administradores de Sociedades Anónimas*, Coimbra, Almedina, (1993), página 532.

²³ Neste âmbito veja-se VASCO LOBO XAVIER, *Anulação de Deliberação Social e Deliberações Conexas*, Atlântida, Coimbra, (1976).

²⁴ Teoria defendida por FERRER CORREIA em *Lições de Direito Comercial*, Volume II, Lisboa, Lex (1968), pagina 10 e seguintes e RAUL VENTURA em *Associações à quota*, Cadernos de Ciência e Técnica Fiscal, n.º 65.

²⁵ Originariamente o artigo 64.º do Código das Sociedades Comerciais tinha a seguinte redacção:

“Artigo 64.º

(Dever de diligência)

Os gerentes, administradores ou directores de uma sociedade devem actuar com a diligência de um gestor criterioso e ordenado, no interesse da sociedade, tendo em conta o interesse dos sócios e o dos trabalhadores.”

partilharem os lucros”²⁶ e, BRITO CORREIA, a propósito do mesmo artigo refere que “a expressão interesse da sociedade quer apenas traduzir a ideia de (...) interesse comum dos sócios para cuja satisfação a sociedade foi constituída”²⁷ Uma outra corrente da teoria contratualista do interesse social identifica este como o resultado dos vários interesses individuais dos sócios²⁸.

COUTINHO DE ABREU, também no âmbito contratualista, tendo em atenção o interesse social no âmbito das deliberações sociais entende que existindo divergência é a maioria que define “qual o bem, qual o meio mais apto para conseguir o fim social, é ela que determina o interesse social em concreto”, contudo distingue o interesse da maioria do interesse social, esclarecendo que apesar de caber à maioria optar esta tem sempre de ter em conta os interesses comuns a todos os sócios que podem ser entendidos como a “relação entre a necessidade de todo o sócio enquanto tal na consecução de lucro e o meio julgado apto a satisfazê-la”²⁹.

As teorias institucionalistas, por sua vez, tendem a identificar o interesse social com o interesse da própria sociedade enquanto empresa ou pessoa colectiva, abstraindo-se dos interesses individuais dos sócios. PEREIRA DE ALMEIDA entende o interesse social como o interesse da empresa enquanto entidade colectiva que constitui a base da sociedade comercial³⁰, no mesmo sentido surge MARQUES ESTACA que identifica o interesse social com a conservação e rentabilidade da empresa³¹. Numa posição mais moderada surge OLIVEIRA ASCENSÃO que apesar de não identificar o interesse social com o interesse dos sócios distingue o interesse social do interesse da empresa, o que está em causa para este autor é o interesse da estrutura jurídica³².

²⁶ RAÚL VENTURA, *Sociedades por Quotas*, III, Coimbra, Almedina, (1996), página 150 e seguintes.

²⁷ LUÍS BRITO CORREIA, *Direito Comercial II, Sociedades Comerciais*, 4ª Tiragem, Lisboa, AAFDL, (2000), página 49 e seguintes.

²⁸ Veja-se sobre esta corrente MARQUES ESTACA, em *O Interesse da Sociedade Nas Deliberações Sociais*, Coimbra, Almedina, (2003), página 111 e seguintes.

²⁹ COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial, II Das Sociedades*, Coimbra, Almedina (2002), página 293 e seguintes.

³⁰ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais*, 3.ª edição, Coimbra, Coimbra Editora (2003), página 53 e seguintes.

³¹ MARQUES ESTACA, *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*, Coimbra, Almedina, (2003).

³² OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial IV, Sociedades Comerciais – Parte Geral*, Lisboa, (2000), página 68 e seguintes e OLIVEIRA ASCENSÃO, *Invalidez das deliberações dos sócios*, Estudos em

Da redacção actual do artigo 64.º do CSC, que se refere aos órgãos de administração e fiscalização das sociedades, podemos retirar que o interesse da sociedade não é coincidente com o dos sócios, quando se lê que os gerentes e administradores da sociedade devem observar “deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios (...)” (artigo 64.º n.º1 alínea b) CSC) e o mesmo se retira do artigo 58.º n.º1 alínea b) CSC que sanciona com anulabilidade as deliberações sociais que sejam apropriadas a satisfazer o propósito de um sócio em prejuízo da sociedade³³.

Da leitura destes artigos podemos retirar, em primeira análise, e não obstante a maioria da doutrina se inclinar para uma posição contratualista, que o Código das Sociedades Comerciais de alguma forma protege os interesses da Sociedade e que apesar de serem os accionistas que formam a vontade social, o CSC protege outros interesses que não o dos accionistas, tais como o interesse dos trabalhadores ou o interesse dos credores (64.º n.º1 alínea b) CSC *in fine*).

Para nós, em primeira linha, como interesse da sociedade está a rentabilidade económico-financeira da empresa, o lucro, o que tenderá a coincidir com o interesse dos accionistas. Contudo, não podemos por si identificar o interesse da sociedade com o interesse dos accionistas, ou só seriam de acordo com o interesse da sociedade as deliberações unânimes. Entendendo a deliberação como uma vontade colectiva e não como uma mera soma de votos, esta deve ter por função realizar e não definir o interesse social, tendo em consideração não só o interesse dos accionistas, mas também o interesse dos credores, dos trabalhadores e dos gestores. Entendemos o interesse da sociedade como o interesse comum a todos aqueles que de alguma formam participam na vida da sociedade e esse não pode ser outro se não o lucro, a conservação e a rentabilidade da sociedade.

Homenagem ao Professor Raúl Ventura, Faculdade de Direito de Lisboa, Coimbra, Coimbra Editora, (2003) página 17 e seguintes.

³³ O interesse da sociedade está ainda presente no mecanismo de exclusão de sócios e accionistas, veja-se o artigo 241.º e 242.º CSC no que diz respeito às sociedades por quotas, e também no que se refere ao direito à informação veja-se, quanto às sociedades anónimas, o artigo 290.º n.º2 e 291.º n.º 4 do CSC. O interesse da sociedade surge ainda separado do interesse dos sócios no que concerne ao direito aos lucros (217.º n.º 1 CSC para as sociedades por quotas e 294.º n.º1 CSC para as sociedades anónimas) e no caso de impedimento de voto por conflito de interesses (artigo 251.º CSC, 384.º n.º 6 e 7 CSC)

Independentemente do que se possa dizer, a teoria contratualista é maioritária na doutrina em Portugal, continuando-se a identificar o interesse da sociedade com o interesse do accionista, e entendendo-se o voto como um direito subjectivo do accionista. A implicação do interesse social no âmbito das deliberações sociais e o dever de lealdade dos accionistas serão desenvolvidos ao longo do nosso trabalho.

Sem esquecer as considerações que se façam sobre o interesse social, e independentemente destas, o paradigma de “one share, one vote” assenta na premissa de que o interesse da sociedade corresponde ao interesse do accionista e que o poder de voto é proporcional à titularidade das acções ou seja, ao interesse económico subjacente a estas, não podendo existir dissociação, ou destaque³⁴ entre essa titularidade e o poder de voto. Em consequência, o accionista exercerá o seu direito de voto no interesse no bom funcionamento da sociedade e no incremento do seu valor.

Ao longo do nosso trabalho mostraremos que o poder de voto tradicionalmente associado à titularidade das acções é um paradigma que se revela fraco nos dias de hoje, o que se deve em grande parte à revolução no mercado dos derivados que veio permitir a dissociação entre o interesse económico e o direito de voto de forma rápida e a baixo custo.

1.2 O destaque dos direitos de voto, “The New Vote Buying”.

A premissa de que a o direito de voto está intimamente ligado com o interesse económico na sociedade é hoje, como se disse, uma premissa que se revela bastante débil. A chamada “revolução dos derivados”, especialmente, através de equity swaps, short selling e outros mecanismos em OTC (Over-The-Counter), e também através dos *Hedge Funds*, tornaram fácil, rápido e económico destacar o direito de voto da titularidade das acções^{35,36}, através de mecanismos que desenvolveremos no capítulo seguinte.

³⁴ Usamos aqui a expressão de MARQUES ESTACA, em *O destaque dos direitos de voto em face do CVM*, Estudos Em Honra ao Professor Doutor José de Oliveira Ascensão, Volume II, Coimbra, Almedina (2008), página 1346 e seguintes.

³⁵ MARQUES ESTACA, em *O destaque dos direitos de voto em face do CVM*, Estudos Em Honra ao Professor Doutor José de Oliveira Ascensão, Volume II, Coimbra, Almedina (2008), página 1346 e seguintes, refere as possíveis formas de destaque dos direitos inerentes à participação social, a acção, sendo vários os mecanismos utilizados e referindo como direitos destacáveis os direitos de preferência de

Como causa primária para o surgimento dos derivados na década de 70 temos a cobertura de riscos³⁷, o que hoje nos parece relegado para plano secundário. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, menciona como técnicas de *hedging* “a cobertura de riscos com recurso a sofisticados mecanismos de engenharia financeira, em especial os futuros e os derivados”³⁸, concluindo que, se num primeiro momento estes instrumentos financeiros

subscrição de acções em aumentos de capital, as obrigações convertíveis em acções, as obrigações com warrants ou com direito de subscrição de acções, os direitos de subscrição e incorporação e ainda o direito aos dividendos de acções ou o direito aos juros em obrigações.

Este autor refere que é possível existir o destaque destes direitos desde que se tratem de direitos de conteúdo económico, que tenham uma estreita relação com os valores mobiliários quanto à sua constituição, e que sejam susceptíveis de negociação autónoma em mercado secundário. Refere ainda que nos termos da nova redacção do CVM é possível, no seu entendimento, o destaque de direitos sem cariz patrimonial, atendendo à alínea f) do n.º 1 do artigo 1.º que entende como Valores Mobiliários “Os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas alíneas a) a d) (entre as quais as acções), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série e esteja previsto no acto de emissão”. É neste sentido que o autor acaba por concluir pela possibilidade de destaque dos direitos de voto, conjugando a alínea f) do n.º 1 do artigo 1.º do CVM com o artigo 55.º n.º 3 alínea b) CVM, (que consagra os direitos de voto como direitos inerentes aos valores mobiliários) que à partida não têm uma expressão patrimonial directa, mas que permitem ao adquirente exercer o direito de voto de acordo com os interesses que possua em relação à sociedade emitente, acabando por acautelar outros interesses patrimoniais.

PAULO CÂMARA, em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª edição, Coimbra, Almedina (2011), página 129 e seguintes, refere que o princípio da indivisibilidade das acções, consagrado no artigo 276.º n.º 4, se aplica apenas ao que denomina de “direitos de conteúdo político”, como o direito de informação e o direito de voto, em contraposição aos direitos de conteúdo patrimonial que serão destacáveis e negociáveis separadamente, referindo a existência crescente de uma erosão deste princípio naqueles direitos de conteúdo político.

³⁶ No que diz respeito à admissibilidade de destaque dos direitos de voto, chama-mos aqui à colação o artigo 17.º n.º 3 alínea c) CSC que proíbe o que podemos chamar de *venda de votos*, apesar do artigo 17.º n.º 2 CSC permitir os acordos parassociais que digam respeito ao exercício do direito de voto. O accionista pode comprometer-se a votar em determinado sentido, mas não o pode fazer em contrapartida de *vantagens especiais*, patrimoniais ou não. MENEZES CORDEIRO, em *Direito das Sociedades I*, Parte Geral, 3ª edição ampliada e actualizada, Coimbra, Almedina, (2011) página 709, diz-nos que esta restrição à admissibilidade dos acordos parassociais se justifica “pela necessidade de fazer corresponder o risco à detenção do capital”, o que está igualmente em causa no que diz respeito à admissibilidade do destaque dos direitos de voto da titularidade das acções.

³⁷ A este propósito OLIVEIRA ASCENSÃO, *Derivados*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume IV, Coimbra, Coimbra Editora (2003), página 44 e seguintes.

³⁸ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Instrumentos Financeiros: Os Swaps*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Volume II, Coimbra, Almedina

foram utilizados como forma de cobertura de riscos, com a inovação financeira a sua utilização primária prende-se com operações de “alavancagem” e de especulação.

A “revolução dos derivados” veio permitir aquilo que HENRY T.C. HU E BERNARD BLACK designam como “*the new vote buying*”³⁹, realidade que chamaremos de “Tráfico de voto”.

O Tráfico de voto inclui a situação de esvaziamento de voto ou “*empty voting*”, em que alguém se encontra numa situação em que tem mais poder de voto do que acções, e a situação de propriedade oculta ou “*hidden ownership*”, ou seja, a situação em que alguém tem efectivamente a titularidade económica de um certo número de acções, mas essa titularidade económica não é alcançada pelas regras de divulgação. A figura da propriedade oculta surge-nos normalmente como um fenómeno que aqueles autores definem como “*hidden (morphable) ownership*”, e que aqui nos propomos a traduzir como “propriedade oculta mutável”, ou seja, a propriedade oculta é acompanhada de direitos de voto, mas estes não são possíveis de conhecimento por terceiros tendo em atenção as regras de divulgação vigentes.

Ao longo deste trabalho tentaremos mostrar as formas de tráfico de voto que tipicamente possíveis, apesar de não reguladas e de dificilmente conseguirmos verificar a sua ocorrência, e as suas consequências a nível de *corporate governance*. Centraremos a nossa análise no que poderemos chamar de esvaziamento voto e na sua apreciação jurídica, nomeadamente a sua eventual recondução à figura das deliberações abusivas.

³⁹ HENRY T.C. HU E BERNARD BLACK, *the new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, Southern California Law Review, Volume 79, California (2006).

2. O esvaziamento de voto

2.1 Definição de esvaziamento de voto; o Empty voting

Como já tivemos oportunidade de referir no capítulo anterior a “revolução dos derivados”, e a conseqüente realidade do Tráfico de Voto, tornou possível uma realidade usualmente designada por “*empty voting*”, e que aqui traduzimos como esvaziamento de voto, que ocorre quando alguém tem um poder de voto superior à sua exposição económica.

O termo esvaziamento de voto reflecte as várias manifestações possíveis desta realidade, consistindo fundamentalmente no destaque do direito de voto da exposição económica relacionada com a titularidade das acções e conseqüentemente no destaque do interesse no voto do interesse económico (na sociedade).

Como chamam a atenção HENRY T.C. HU E BERNARD BLACK⁴⁰ podemos ter situações limite em que um investidor poderá ter direito de voto e ter um interesse económico negativo, logo o investidor tem um incentivo para votar num sentido que leve à redução do valor das acções da sociedade.

Paralela à realidade e, em certo sentido, simétrica, de esvaziamento de voto encontramos a situação de propriedade oculta, ou “*hidden ownership*”, em que, diferentemente do que sucede no caso de esvaziamento de voto, tipicamente existe a exposição económica, mas não o correspondente direito de voto.

2.2 Os diferentes tipos de Esvaziamento de voto

São várias as situações possíveis em que poderá ocorrer uma situação de esvaziamento de voto.

Tendemos a separar estas situações em dois grupos. No primeiro grupo encontramos as situações em que por contrato é possível a uma parte obter ou exercer o direito de voto sem o interesse económico que tipicamente está associado à titularidade das acções. É neste grupo que incluímos o uso dos derivados e o recurso a técnicas de cobertura de risco, normalmente denominadas como técnicas de *hedging*.

Num segundo grupo tendemos a incluímos as situações em que o accionista vende as suas acções entre a data do registo de participação na assembleia geral e a data da

⁴⁰ HENRY T.C. HU E BERNARD BLACK, the new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership: *Taxonomy, Implications, and Reforms*, The Business Lawyer, Vol. 61, May (2006), página 1014.

assembleia geral⁴¹ ou, ainda as situações em que o accionista pretende vender as acções num período de tempo reduzido após a assembleia geral, tendo celebrado para o efeito um contrato promessa, por exemplo, não existindo por parte do accionista, em princípio, um interesse económico naquelas acções na momento em que se realiza a assembleia geral.

Na maioria dos países é grande o lapso temporal entre a data do registo e a data da assembleia geral é grande⁴², podendo dar origem a várias situações em que o titular do direito de voto já não tem interesse económico e já não está exposto ao risco tipicamente associado à posição de accionista.

Vendendo as acções que detém após a data do registo o accionista, na data da assembleia geral continua a exercer o seu direito de voto sobre acções de que já não é titular. O mesmo acontece quando o accionista pretende vender as suas acções logo após a assembleia geral. Apesar de ainda ser titular das acções e ainda ter o direito de voto associado a estas, já não existe um interesse económico⁴³.

Alguns autores salientam que a situação de esvaziamento de voto também ocorre quando o direito de voto é delegado a não accionistas ou, quando os intermediários que detêm as acções têm capacidade de votar sem que tenha de existir qualquer instrução expressa do accionista⁴⁴ ou ainda, quando o accionista vota de acordo com as instruções de uma terceira pessoa que pode ou não ser um accionista, contra o pagamento de uma certa quantia ou de determinada posição na sociedade.

⁴¹ Em Portugal, questão que analisaremos no próximo capítulo, a participação e votação na Assembleia Geral nas sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado está regulada no artigo 23.º -C do CVM, sendo que quem votará na assembleia geral é aquele que na data de registo (que ocorrerá às 0 horas (GMT) do 5.º dia de negociação anterior ao da realização da assembleia), for titular de acções que lhe confirmam, segundo a lei e o contrato de sociedade, pelo menos um voto.

⁴² Na Alemanha, por exemplo, decorrem 21 dias entre a data do registo e a data da Assembleia.

⁴³ Em bom rigor, esta situação poderá estar incluída no primeiro grupo de situações se estiver em causa por exemplo um contrato de futuro ou de opção de venda.

⁴⁴ Estas situações foram referidas pela MANIFEST, uma agência de voto do Reino Unido, na resposta a consulta pública levada a cabo pela European Securities and Market Authority (ESMA), disponível em http://www.esma.europa.eu/system/files/ESMA_Empty_Voting_Manifest.pdf, referindo que serão mais gravosas estas situações do que aquelas que resultam do uso dos derivados ou das técnicas de hedging. O accionista enquanto titular das acções é livre de com elas celebrar os negócios que tiver por convenientes, entendendo que será para ele mais vantajoso emprestar as suas acções para outrem votar do que ele exercer o seu direito de voto.

2.2.1 Os Hedge Funds e os instrumentos derivados

Tendo em atenção as inúmeras técnicas possíveis de esvaziamento de voto, iremos analisar com um pouco mais de detalhe alguns mecanismos utilizados pelos *Hedge Funds* e o recurso a instrumentos derivados que levam ao destaque dos direitos de voto da titularidade das acções.

Historicamente o primeiro *Hedge Fund* surgiu em 1949 criado por Alfred Winslow Jones. O que tornou diferente este fundo foi a forma da estratégia de investimento através do cruzamento de posições longas e curtas em várias sociedades⁴⁵, evitando desta forma o risco de mercado que resulta da detenção de acções por um longo período de tempo.

Tal como explicado por ENGRÁCIA ANTUNES⁴⁶, a estratégia de Alfred Wislow passava por encontrar por um lado, uma empresa em que as acções estariam sobreavaliadas (empresa A) e por outro, uma empresa cujas acções estariam sobrevalorizadas (empresa B). O *Hedge Fund* tomava de empréstimo algumas acções da empresa A numa altura em que aquelas estavam sobrevalorizadas e vendia-as, para posteriormente as comprar num momento em que o preço estivesse mais baixo, e aí entregava-as ao mutuante, tendo como lucro a diferença entre o preço de venda e preço de recompra das acções⁴⁷.

No mesmo momento o *Hedge Fund* aplicava os ganhos da actividade de *short selling* na aquisição de acções da empresa B para as vender no momento em que o preço subisse.

⁴⁵ As posições longas e as posições curtas, normalmente interligadas, são dois conceitos fundamentais neste tipo de instrumentos financeiros. As posições longas estão associadas à compra de investimentos, onde o titular terá ganhos se os preços ou cotação desses instrumentos subirem. Pelo contrário, nas posições curtas, associadas à venda de instrumentos ou de investimentos futuros, o titular terá ganhos se os preços ou cotações desses instrumentos descerem. Como refere DOMINGOS FERREIRA em *Instrumentos Financeiros, Rei dos Livros* (2011), página 228, a utilização dos derivados “tentará cobrir as situações de perdas. Ou seja, para defender uma posição curta do instrumento principal, terá de assumir uma posição oposta (longa) através de derivados”

⁴⁶ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os “Hedge Funds” e o Governo das Sociedades*, in AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IX, (2010), página 9 e seguintes.

⁴⁷ A este mecanismo chama-se de *short selling*, ou venda a descoberto, ou seja, as situações em que o alienante não tem, à data do negócio de venda a titularidade dos valores alienados, recorrendo a empréstimos ou outras formas de alavancagem para fazer face à liquidação de valores a transferir num outro momento.

Apesar dos *Hedge Funds*, tal como pensados por Alfred Wislow, terem surgido em 1949 foi no início da década de 90 com o aparecimento de novos instrumentos financeiros como os *swaps* e os futuros, e com a informatização de determinados procedimentos com a consequente facilidade de acesso à informação, que fizeram eclodir o que chamamos de “revolução dos derivados”. A “revolução dos derivados” veio permitir a existência de posições de accionistas, sem o risco típico associado a estas posições, através das técnicas de hedging, ou seja, da cobertura de riscos com o recurso a sofisticados mecanismos de engenharia financeira.

Como refere GABRIELA FIGUEIREDO DIAS⁴⁸ as razões que justificam o crescimento destes fundos são variadas, destacando-se a expectativa dos investidores de obterem lucros elevados num curto espaço de tempo.

Nos dias de hoje, os *Hedge Funds* evoluíram muito em relação ao modelo original, tanto a nível das estruturas jurídicas utilizadas, como a nível das estratégias de investimento aplicadas e aos instrumentos de alavancagem muito mais diversos e complexos do que em 1949.

Esta evolução torna difícil encontrar uma definição de *Hedge Fund*, não existindo uma definição unanimemente aceite, como refere PAULO CÂMARA, tal “constitui sinal de que a qualificação utilizada não é indício suficientemente seguro do grau de risco envolvido”⁴⁹

TIAGO BESSA define-os como “as estruturas organizativas de investimento privadas, que podem utilizar um conjunto alargado de técnicas e estratégias de investimento, na perspectiva de obterem um retorno absoluto, não relacionado com a conjuntura económica ou com a evolução dos mercados financeiros, num espaço de ampla liberdade regulatória”⁵⁰, e no mesmo sentido ENGRÁCIA ANTUNES que define estes como “estruturas organizativas de investimento colectivo legalmente atípicas, que recorrem a um conjunto muito diversificado de estratégias de investimento com um objectivo de retorno absoluto, num quadro de grande liberdade regulatória”⁵¹. Por seu

⁴⁸ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Regulação e Supervisão de Hedge Funds: Percurso, Oportunidade e Tendências*, in AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII (2008), página 65 e seguintes

⁴⁹ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, (2009), página 849.

⁵⁰ TIAGO BESSA, *Crise, Regulação e supervisão de hedge funds*, *Revista de Direito das Sociedades*, ano II, número 3-4, Coimbra, Almedina, (2010), página 860.

⁵¹ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os “Hedge Funds” e o Governo das Sociedades*, in AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IX, (2010), página 14.

turno GABRIELA FIGUEIREDO DIAS salienta que “o termo *hedge fund* de forma nenhuma descreve as diferentes estratégias de investimento dirigidas a um rápido crescimento descorrelacionado com as tendências de mercado (retorno absoluto), que permitem de facto alcançar retornos relativamente elevados, independentemente dos movimentos do mercado, mas que envolvem simultaneamente um risco acrescido de capital”⁵².

Com grande frequência, e como já se referiu, a gestão e a cobertura de riscos, nomeadamente através dos *Hedge Funds*, envolvem a utilização de instrumentos financeiros derivados, em especial através de futuros, *forwards*, opções e swaps.

Os derivados são regulados no Código dos Valores Mobiliários, a que o Código chama de “instrumentos financeiros derivados” (artigo 2.º CVM)⁵³. Estes instrumentos têm subjacente um risco financeiro e terão por base negócios a prazo.

Estes instrumentos chamam-se derivados, porque, e como refere OLIVEIRA ASCENSÃO, “se estruturam por referência a uma realidade primária, que está sujeita a oscilação financeira. A essa realidade sujeita a risco chama a lei o “activo subjacente” (artigo 258 n.º1 CVM)”⁵⁴, ⁵⁵. O essencial destes instrumentos será a oscilação financeira do activo subjacente, pois os derivados são estruturados tendo em conta a variação de valor desse activo, implicando, em consequência, os negócios a prazo.

⁵² GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, *Regulação e Supervisão de Hedge Funds: Percurso, Oportunidade e Tendências*, in AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII (2008), página 75.

⁵³ OLIVEIRA ASCENSÃO, *Derivados*, *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume IV, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra, Coimbra Editora (2003), página 41 e seguintes, diz-nos que a figura dos derivados terá surgido com as flutuações dos preços agrícolas, em que os agricultores vendiam a prazo uma parte da colheita por um preço que compensasse a totalidade das despesas realizadas, prevenindo-se assim de um possível aviltamento dos preços na época das colheitas. Estas operações permitiam assim realizar uma função muito aproximada de um seguro, garantindo a cobertura dos riscos, e que depois foram alargadas a um leque variado de situações, incluindo um accionista, que para prevenir o risco associado a uma evolução desfavorável das acções por si detidas celebra contractos de futuro prevenindo ou limitando as hipóteses dessa evolução desfavorável.

⁵⁴ OLIVEIRA ASCENSÃO, *Derivados*, *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume IV, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra, Coimbra Editora (2003), página 49.

⁵⁵ Um instrumento subjacente, ou de base, pode ser definido com uma base que determina o valor de liquidação de um derivado, como por exemplo a cotação de acções ou de índices de acções ou taxas de juro ou índices de taxas de juro.

Os derivados terão três objectivos⁵⁶ a gestão e a cobertura de risco (*hedging*), já desenvolvida, o investimento e a arbitragem. O investimento com recurso a estes instrumentos financeiros terá sempre associada a especulação na medida em que, o investidor assumirá riscos de perda com o objectivo de lucros elevados. A arbitragem por seu turno, consiste numa estratégia para obter lucros sem a existência de riscos, socorrendo-se da imperfeição dos mercados que atribui preços diferentes ao mesmo produto ou a produtos equivalentes.

Como exemplos de instrumentos derivados poderemos referir, pela sua importância, os futuros, as opções e os *swaps*.

Os futuros são instrumentos derivados cujo objectivo principal é o de fixar no presente preços que terão efeitos no futuro. Um contrato de futuro permite comprar ou vender uma determinada quantidade de um activo financeiro numa data futura e a um preço previamente fixado⁵⁷. Aqui o comprador assume uma posição longa, e o vendedor uma posição curta. Saliente-se que os futuros apenas são transaccionados em mercados organizados⁵⁸, consistindo num produto padronizado, com termos e condições prefixadas, dando mais segurança as partes envolvidas na operação⁵⁹.

As opções, por seu turno são contratos através dos quais a parte compradora assume o direito mas não a obrigação de comprar ou vender uma certa quantidade de um determinado instrumento financeiro a um determinado preço, numa data pré-determinada ou em qualquer momento até essa data. As opções dividem-se em dois grandes grupos as put options (opções de venda) e as call options (opções de compra).

⁵⁶ Neste sentido DOMINGOS FERREIRA em *Instrumentos Financeiros*, Rei dos Livros (2011), página 223 e ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Instrumentos Financeiros: Os swaps*, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Volume II, Coimbra, Almedina, página 45.

⁵⁷ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, (2009), página 199, refere que os futuros também podem ser diferenciais pelo que se o preço no momento da venda for superior ao acordado entre as partes o comprador pagará a diferença, sendo inferior a diferença é suportada pelo vendedor.

⁵⁸ Referira-se ainda os contratos de forwards, muito similares aos futuros mas negociados fora do mercado organizado, posicionando-se nomeadamente a nível do mercado interbancário e de OTC ou mercado de balcão.

⁵⁹ Existe uma contraparte central que define as cláusulas gerais do mercado, limitando-se os investidores a introduzir no sistema as suas ordens de compra ou de venda cujos preços devem estar compreendidos entre os limites máximos ou mínimos estabelecidos pela entidade gestora.

O titular da opção de compra tem uma expectativa de subida das cotações, obtendo ganhos se o preço for mais elevado (posição longa). O titular da opção de venda por sua vez terá uma expectativa na descida das cotações (posição curta).

Damos particular relevo aos contratos de *swap* em que as partes se obrigam a trocar entre si fluxos de tesouraria por um determinado período.

Os activos subjacentes aos *swaps* são variados podendo consistir em divisas, taxas de juro, obrigações, acções, matérias-primas e mercadorias, etc. Estes contratos pretendem cobrir as necessidades especificadas das entidades neles envolvidas e ocorrem em OTC com o objectivo de reestruturar activos e passivos em risco. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA⁶⁰, dá-nos a conhecer a definição de *swap* de BOULAT E CHABERT, que segundo este autor se mantem até aos dias de hoje, definindo-se os *swaps* como “uma família de contratos, pelos quais se estabelece entre as partes uma obrigação reciproca de pagar, de acordo com modalidades pré estabelecidas, na mesma divisa ou em diferentes divisas, certas quantias em dinheiro calculadas por referência aos fluxos financeiros ligados a activos e passivos monetários, reais ou físicos, ditos subjacentes”, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA salienta ainda que estes pagamentos podem ser periódicos ou em liquidação final, dizendo-se neste caso *swaps a coupon zero*.

Tem particular relevância para o nosso trabalho os *equity swaps*⁶¹, ou seja *swaps* sobre valores mobiliários e que implicam a troca de fluxos financeiros baseados em acções ou índices de acções (rendimentos variáveis) por fluxos de outros instrumentos com rendimentos fixos, como por exemplo taxas de juro.

Os *equity swaps* são utilizados para substituir o risco numa exposição a acções específicas, a índices de acções ou carteiras de investimento, detidas num longo período de tempo, por uma exposição a outros activos. Está neste âmbito presente sobretudo o objectivo de gestão do risco^{62,63}.

⁶⁰ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Instrumentos Financeiros: Os swaps*, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Volume II, Coimbra, Almedina, página 50 e seguintes.

⁶¹ Como refere ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Instrumentos Financeiros: Os swaps*, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Volume II, Coimbra, Almedina, os principais tipos de *swaps* são os *swaps* sobre taxas de juro (*interest rate swap*), os *swaps* cambiais sobre divisas (*currency swaps*), os *swaps* sobre mercadorias (*commodity swaps*) e os *swaps* sobre valores mobiliários (*equity swaps*).

⁶² DOMINGOS FERREIRA em *Instrumentos Financeiros*, Rei dos Livros (2011), página 357 e seguintes, diz-nos que podemos ter *Equity Swaps* em que o rendimento sobre acções de uma parte tem na outra parte,

Saliente-se que os *equity swaps* podem ou não envolver a aquisição das acções por uma das partes.

Refira-se ainda a figura dos *Credit Default Swaps* (CDS) em que uma das partes transfere para outra o risco associado a um activo subjacente, de que pode não ser titular, para uma outra parte sobre o pagamento de determinada importância, a qual assume o risco do incumprimento do crédito do activo subjacente.

Como já se referiu, há inúmeras formas de destacar os direitos de voto do interesse económico dos accionistas na sociedade, nomeadamente através dos mecanismos supra descritos, criando assim situações de esvaziamento de voto.

Pense-se na fórmula inicial pensada por Alfred Winslow e no mercado de empréstimo de acções. Aqui um accionista empresta a outrem, accionista ou não, as suas acções e estes estipulam entre si que o mutuário ficará detentor dos direitos de voto inerentes aquelas acções. O mutuário tem direito de voto mas não tem interesse económico, e o mutuante tem interesse económico mas não tem o direito de voto correspondente.

Pense-se também nos contratos de *equity swap* em que, e retomando o exemplo descrito supra a propósito desta figura, a ENTIDADE A, para cobrir o risco associado ao seu índice de acções, contrata com a ENTIDADE B, de forma a substituir a sua exposição económica. A ENTIDADE A cobrindo o seu risco continua a deter as acções e consequentemente o direito de voto mas não tem um interesse económico nestas acções, pelo menos no curto prazo. O mesmo pode suceder nos contratos de futuro, em que no caso de venda de acções poderemos até estar perante uma situação de interesse

como contrapartida, uma taxa fixa, podemos ter *Equity Swaps*, em que a contrapartida é uma taxa variável e *Equity Swaps* em que a contrapartida é um rendimento sobre acções.

⁶³ Tipicamente temos duas entidades, a ENTIDADE A, que tem o seu rendimento sujeito a um índice de acções, por exemplo, e a ENTIDADE B cujo rendimento está sujeito, por exemplo a uma taxa de juro fixa. De forma a cobrir o risco associado a exposição ao índice de acções a entidade A contrata com a entidade B de forma a substituir a sua exposição. Dessa forma, a entidade A entrega à entidade B, através de um intermediário (*Swap dealer*) o rendimento que retira do índice de acções e a entidade B entrega o rendimento que retira da taxa de juro, neste caso fixa.

O objectivo da entidade A é ter o seu risco coberto enquanto o objectivo da entidade B será tipicamente o investimento. O objectivo do *Swap Dealer* por seu turno que o rendimento que a entidade A lhe entrega seja superior ao rendimento que entrega à entidade B e que o rendimento que recebe da entidade B seja superior ao que tem de entregar à entidade A.

económico negativo. O titular das acções objecto do contrato de futuro terá interesse em que o preço das acções desça, pois é dessa forma que terá ganhos. Este raciocínio pode igualmente ser aplicado nas situações de opções de venda.

Contudo, o esvaziamento de voto poderá não ser negativo. Pense-se, por exemplo, nas situações de opções de compra em que aquele que detém a opção de compra, poderá tomar de empréstimo algumas acções da sociedade em causa contratando a transmissão do direito de voto de forma a tentar influenciar uma deliberação que implique a subida do valor das acções da sociedade. Estamos perante uma situação em que o esvaziamento de voto poderá ser positivo.

Como referem HENRY T.C. HU E BERNARD BLACK⁶⁴ o esvaziamento de voto nem sempre tem uma conotação negativa, ou seja, situações em que aquele que vota não tem qualquer interesse na sociedade exercendo o seu direito de voto de forma que possa prejudicar o interesse social tal como o definimos no capítulo anterior. Por vezes, o esvaziamento de voto pode levar a que aquele que vota tenha um *know how* de mercado maior do que o accionista com interesse económico e sujeito ao risco associado à sua posição de accionista, tomando aquele melhores decisões do que este.

2.3 Exemplos específicos de casos onde ocorreu o esvaziamento de voto

2.3.1 O caso Perry-Mylan

Em 2004 a Perry Corporation detinha sete milhões de acções na King Pharmaceuticals. A Mylan Labs acordou em fundir-se com a King Pharmaceuticals através de uma fusão através de troca de acções (stock-for-stock)⁶⁵ com um prémio de negociação muito significativo para a King Pharmaceuticals, sendo que a a Perry Corporation faria um lucro de \$28 milhões de dólares.

Com a publicitação da operação, o valor das acções da Mylan Labs reduziu-se drasticamente e era necessário a aprovação da operação em assembleia geral.

A Perry Corporation adquiriu 9,9% da Mylan Labs, para que a operação fosse aprovada, através do seu voto a favor da mesma. Ao mesmo tempo a Perry Corporation reduziu a

⁶⁴ HENRY T.C. HU E BERNARD BLACK, *The New Vote Buying: empty voting and hidden (morphable) ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, The Business Lawyer, Vo. 61, May (2006), página 1019.

⁶⁵ Neste tipo de fusões a sociedade adquirente propõe o pagamento à sociedade adquirida com acções suas em troca de acções da sociedade adquirente.

sua exposição económica recorrendo a técnicas de *hedging* através de *equity swaps* onde assumiu uma posição curta, recebendo um retorno económico equivalente ao das acções da Mylan e aqueles que assumiram as posições longas também recorram a técnicas de *hedging*.

Carl Icahn, accionista da Mylan Labs., opôs-se à fusão processando a Mylan Labs e a Perry Corporation com fundamento nas leis federais nomeadamente na secção 13(d) do Securities Exchange Act⁶⁶, alegando que a Perry Corporation e outro fundo adquiriram 19% dos votos na Mylan Lab sem terem qualquer exposição económica. O processo foi abandonado quando a Mylan Lab desistiu da fusão devido aos problemas financeiros da King Pharmaceuticals.

Neste caso tínhamos não só uma situação de esvaziamento de voto como inclusive um interesse económico negativo tendo em conta que quanto mais elevado fosse o preço da aquisição mais a Perry Corporation ganhava com o seu investimento na King Pharmaceutical.

2.3.2 O caso AXA-MONY

Em 2004 a seguradora Francesa AXA celebrou um acordo para adquirir a MONY. Para financiar a oferta a AXA emitiu obrigações convertíveis em acções da AXA com um desconto relativo ao preço das suas acções, mas apenas se a AXA adquirisse-se a MONY.

Para evitar a operação, titulares das acções da AXA e vendedores a descoberto⁶⁷ das obrigações da AXA adquiriram acções da MONY para votar contra a operação, enquanto os titulares das obrigações convertíveis adquiriram as acções para votar a favor da operação.

Estamos perante mais um caso de esvaziamento de voto, ambos os grupos tinha o direito de voto mas nenhum deles tinha o interesse económico nas acções ou na MONY, o seu interesse era somente a concretização ou não da operação. No que diz respeito ao risco económico associado à detenção das acções da MONY, supõe-se que muitos terão utilizado técnicas de *hedging* para cobrir estes riscos.

⁶⁶ Poderá ser consultado seu texto em <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

⁶⁷ Veja-se sobre as vendas a descoberto a cfr. ponto 2.2.1.

3. A regulamentação do Esvaziamento de voto

3.1 A ausência de regulamentação a nível da União Europeia

O esvaziamento de voto não está regulado ao nível da União Europeia. Contudo, o artigo 10.º da Directiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de Dezembro de 2004⁶⁸ (Directiva da Transparência) estende os deveres de notificação a qualquer pessoa ou entidade no seguinte caso: “b) Direitos de voto detidos por um terceiro por força de um acordo celebrado com essa pessoa singular ou colectiva em que se preveja uma transferência temporária e a título oneroso dos direitos de voto em causa;”. Neste artigo poderemos encontrar uma base para a necessidade de notificação de situações que se incluem naquele que definimos como o segundo grupo de casos de esvaziamento de voto, tal como se salienta no “Statement of European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions”^{69,70}. No documento supra referido, o European Corporate Governance Forum recomenda que seja estabelecida uma regra que obrigue, na votação em assembleia geral, o direito de voto a ser proporcional à exposição económica e consequentemente ao interesse económico. Desta forma torna-se o exercício do direito de voto transparente, mesmo nestas situações. Contudo, não aconselham a que, numa primeira fase, o esvaziamento de voto seja considerado nulo, referindo que: “Transparency in the first instance should be a useful indicator of the extent of problems and a spur to appropriate behaviour.”.

A União Europeia está consciente que o nível de regulação actual não é suficiente no que respeita a esta realidade do esvaziamento de voto pois não cobre todas as eventuais situações que podem levar ao tráfico de voto (estamos aqui a pensar no recurso aos instrumentos derivados) e também não protegem as situações de venda das acções após a data do registo mas antes da assembleia geral. Este constitui um tema a que o nosso legislador deu uma resposta (cfr. infra ponto 3.3).

⁶⁸ Consultada em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=oj:l:2004:390:0038:0057:pt:pdf>.

⁶⁹ Disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_empty_voting_en.pdf.

⁷⁰ O artigo 10.º da Directiva da Transparência que, como se referiu, estende os casos em que se considera pertencentes aos participantes em assembleia geral os direitos de voto, está reflectido no artigo 20.º do CVM.

Nos trabalhos desenvolvidos no âmbito das alterações à Directiva da Transparência, algumas situações de tráfico de voto, nomeadamente a situação de de esvaziamento de voto começam a ter algum destaque.

Das respostas à consulta da DG International Market and Services da Comissão Europeia sobre a modernização da Directiva da Transparência resulta que grande parte dos interessados não pretende uma regulamentação no que diz respeito à necessidade de divulgação das situações de esvaziamento de voto. As entidades envolvidas optam somente por uma diminuição do tempo que ocorre entre o registo e a participação na assembleia geral para 2 dias, à semelhança do que ocorre no Reino Unido ou para 3 dias à semelhança do que ocorre em França⁷¹, o que se retira da seguinte passagem: “A majority of the respondents to this question believed that a specific disclosure mechanism for holders of voting rights who do not hold shares after the record date for the shareholders general meeting would be neither useful nor effective to prevent empty voting practices. Such a disclosure requirement was seen as onerous, easy to circumvent and difficult to enforce as well as providing an implicit endorsement of empty voting practices. Also, it could result in a de facto share blocking, which would be counterproductive.”⁷².

3.2 A consulta pública da ESMA

A European Securities and Markets Authority (ESMA)⁷³ em Setembro de 2011, e no âmbito da sua actividade, deu início a uma consulta pública sobre o esvaziamento de voto⁷⁴.

⁷¹ Em França desde Outubro de 2010 que é necessário, três dias antes da Assembleia Geral, o registo, mesmo para situações de detenção de títulos de forma temporária, desde que exceda os 0,5% do capital social.

⁷² Veja-se as páginas 20 e seguintes http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/transparency-consultation-summary_en.pdf.

⁷³ A ESMA ou a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e do Mercado, é uma autoridade independente da União Europeia que contribui para a salvaguarda da estabilidade do sistema financeiro da União Europeia, assegurando o funcionamento integridade, transparência, e eficiência dos mercados de valores mobiliários, procurando melhorar a protecção dos investidores. Em particular, a ESMA promove a convergência da supervisão, entre os reguladores de valores mobiliários, e entre sectores financeiros, trabalhando em estreita colaboração com as outras Autoridades Europeias de Supervisão competentes no domínio da banca e de Seguros e Pensões Complementares.

No seu documento sobre esta realidade a ESMA começou por realçar que muitas vezes o esvaziamento de voto é usado de forma totalmente legítima mas que também pode ser usado para influenciar uma sociedade sem que se tenha qualquer interesse económico neste, podendo, inclusive, como já referimos existir, um interesse económico negativo, em que alguém tem direito de voto e o exerce contra o interesse da sociedade e/ou dos seus accionistas.

A ESMA veio ainda referir que será possível que estas questões sejam abrangidas pela Directiva da Transparência. Tanto o relatório da Comissão sobre o funcionamento da Directiva como a consulta da Comissão sobre a modernização da Directiva levantam uma série de perguntas no que diz respeito a esta realidade e ao seu impacto a nível do mercado. Se é verdade que se conclui que a maioria dos interessados entende ser preferível não apoiar novos mecanismos que aumentem a transparência de forma a abranger a ESMA tendo em atenção a importância crescente do tema procurou identificar não só as possíveis formas de regulação mas também identificar as situações em que ocorre o esvaziamento de voto e as eventuais falhas de mercado que podem surgir.

Independentemente dos objectivos da ESMA, os resultados não foram muito diferentes dos alcançados através da consulta pública da Comissão.

No que diz respeito as situações em que pode ocorrer o esvaziamento de voto, as respostas vão de encontro às situações já conhecidas, com mais ou menos destaque todas estas referem o uso de derivados e a venda das acções após a data do registo mas antes da data da assembleia geral.

Verificou-se também, uma grande dificuldade em encontrar exemplos específicos de situações na União Europeia em que se tenha verificado uma situação de esvaziamento de voto. A nível das consequências a maioria das entidades identifica como negativo o impacto a nível do corporate governance, por levar a uma realidade contrária ao princípio basilar de que a uma acção corresponde um voto e de que, consequentemente, aqueles que exercem o direito de voto têm um interesse económico positivo na Sociedade. Como consequência negativa surge também a eventual quebra de confiança

⁷⁴ Em <http://www.esma.europa.eu/consultation/Call-evidence-Empty-voting>, é possível ver todas as respostas dadas à consulta pública.

no mercado, devido à falta de veracidade nas informações do mercado e de resultados e também da transparência das condições de voto.

No que se refere à eventual regulamentação desta realidade, grande parte das respostas vai no sentido de reafirmar o princípio “one share, one vote”. Concluindo-se que não deve ser possível votar sem existir um efectivo interesse económico positivo que acompanhe o exercício do direito de voto, chamando-se igualmente à colação o princípio da lealdade dos accionistas.

Todavia, as várias entidades envolvidas, chamam igualmente à atenção para a necessidade de ponderação de qualquer medida a ser criada, pois nem todas as situações de esvaziamento de voto serão nocivas e para regulamentar esta realidade é necessário num primeiro momento identificar, com certeza, as situações em que o são.

3.3. O artigo 23.º-C do Código dos Valores Mobiliários

O artigo 23.º-C do CVM traz duas novidades relativamente à maioria dos países da União Europeia. A primeira, que já sucede em França e no Reino Unido e com um tempo mais curto, é a de estabelecer apenas cinco dias entre a data do registo e a data da assembleia geral (n.º1 do artigo 23.º-C). A segunda, plasmada no n.º 7 deste artigo é o facto de obrigar à comunicação da transmissão das acções que ocorram entre a data do registo e a data da assembleia, ao presidente da mesa e da CMVM, desde que tenha declarado a sua intenção de participar nos termos do n.º3 daquele artigo, dever que deve existir, mesmo que não tenha sido feita tal declaração. Da nossa parte, entendemos que aquele que transmitir as acções neste período deixa de ter direito de voto na assembleia geral, passando o novo titular das acções a exercer esse direito.

Neste sentido está também PAULO CÂMARA, referindo que da conjugação do n.º 2 e do n.º 7 o artigo 23-C do CVM, não poderá resultar outra interpretação que não seja a perda do direito de participar e de votar na Assembleia Geral pelo accionista alienante, até porque “o entendimento contrário implicaria, em termos sistemáticos um entorse ao art. 384.º n.º1 do CSC e abriria a porta a um esvaziamento de voto (*empty voting*) por vontade legislativa, o que deve ser recusado”⁷⁵.

⁷⁵ PAULO CÂMARA, em *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª edição, Coimbra, Almedina (2011), página 531 e seguintes.

Se o novo titular deve poder ou não exercer o direito de voto se não existiu declaração de intenção nos termos do n.º3 do artigo 23.º-C pelo antigo titular é uma questão que não nos cabe agora desenvolver, mas que tendemos a rejeitar tendo em conta a finalidade do prazo de registo, ou seja, e segundo a recomendação da CMVM sobre este artigo⁷⁶, “o prazo previsto (...) encontra-se estabelecido em ordem a permitir uma adequada organização dos trabalhos da Assembleia Geral por parte do Presidente da Mesa”. Para mais refere a mesma recomendação que “a titularidade das acções na data do registo é o princípio imperativo mais importante em sede de organização das assembleias gerais, não admitindo qualquer disposição convencional em contrário”. Questionamo-nos se o novo titular deve ser ou não prejudicado por uma decisão que não tinha, mas tendo em conta a finalidade do prazo de registo e tendo em conta o curto espaço de tempo que ocorre entre este e a data da assembleia geral no nosso direito, tendemos a recusar a possibilidade de o novo accionista exercer o seu direito de voto na assembleia, contudo, não lhe deverá ser recusada a possibilidade de estar presente.⁷⁷

⁷⁶Disponível

em

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Pages/Recomenda%C3%A7%C3%B5esdaCMVMemfacedoNovoRegimedadaParticipa%C3%A7%C3%A3onasAssembleiasGeraisdasSociedadescomAc%C3%A7%C3%B5esAdmitidasaoMercadoRegulamentad.aspx>

⁷⁷ A este propósito veja-se ainda MENEZES CORDEIRO, *Novas Regras sobre Assembleias Gerais: a reforma de 2010*, RDS II (2010), página 11 e seguintes e FRANCISCO MENDES CORREIA, Anotação às recomendações I.2.1 e I.2.2., em *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Coordenação de Paulo Câmara, Coimbra, Almedina (2011), página 68 e seguintes.

4. As consequências do esvaziamento de voto e a sua eventual recondução à figura das deliberações abusivas

4.1. As consequências do esvaziamento de voto

Identificando como elemento essencial de uma situação de esvaziamento de voto a existência de um direito de voto sem a exposição económica correspondente e tipicamente associada à qualidade de accionista, cumpre verificar quais as consequências desta realidade.

Como se disse, a relação proporcional entre o direito de voto e o interesse na sociedade derivada da exposição económica a que o accionista está sujeito, tem por base a ideia de que aquele que vota e que contribui para a definição da vontade social tem como objectivo aumentar o lucro da sociedade. Quantas mais acções um accionista detém, maior o seu incentivo económico e maior o seu poder de voto. Um accionista que detém 1% (um por cento) das acções de uma sociedade terá, em princípio⁷⁸, 1% (um por cento) do poder de voto e a sua exposição económica será inferior a que detém 30% (trinta por cento) das acções e 30% (trinta por cento) do direito de voto. As regras societárias e de *corporate governance*⁷⁹ assumem que aqueles que votam têm um interesse económico positivo na sociedade, procuram o seu crescimento e o incremento do seu valor a longo prazo.

As decisões societárias assentes na premissa “one share, one vote” conduzem ao crescimento e desenvolvimento da sociedade pois os accionistas, cientes que as suas decisões condicionam a actividade da sociedade, tomam as suas decisões no interesse

⁷⁸ Veja-se o artigo 384.º n.º 1 e 2 do CSC.

⁷⁹ O *corporate governance* ou o governo das sociedades é tradicionalmente definido como o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas, bem como um conjunto de relações entre a gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus accionistas e outras partes interessadas. Veja-se a este propósito, o “Livro Verde, O quadro da UE do governo das sociedades” disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf.

O Livro Verde da Comissão Europeia sobre “O Governo das sociedades nas instituições financeiras e as políticas de remuneração” diz-no que “o governo das sociedades engloba as relações entre a direcção de uma empresa, o seu conselho de administração, os accionistas e outras partes interessadas, como os empregados e seus representantes. Determina ainda a estrutura mediante a qual são definidos os objectivos de uma sociedade, bem como os meios para os atingir e para assegurar a monitorização dos resultados obtidos”. Este está disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:PT:PDF>.

desta. Se a sociedade ganha, o accionista ganha. Se a sociedade perde, o accionista perde.

Nos dias de hoje, com a revolução dos derivados, já não podemos confiar nesta premissa. O mesmo foi demonstrado pela crise financeira desencadeada pela falência do Banco Lehman Brothers em 2008. Alguém sem interesse económico na sociedade, ou com aquilo que chamamos de interesse económico negativo⁸⁰, pode votar na assembleia geral de uma sociedade condicionando as acções desta ou levando à aprovação de decisões que não correspondem ao interesse da sociedade.

Como resulta da nossa análise à consulta pública levada a cabo pela ESMA⁸¹, o esvaziamento de voto tem também um particular impacto na identificação dos accionistas, seja a nível da transparência, a nível do governo das sociedades ou a nível da possível distorção do resultado da deliberação.

No que diz respeito à identificação dos accionistas de uma sociedade saliente-se a importância dos emitentes, as sociedades, terem capacidade para identificar os seus próprios accionistas. Em questões relativas ao governo das sociedades é de grande importância a possibilidade e capacidade dos emitentes poderem comunicar directamente com os seus accionistas. Um melhor conhecimento dos accionistas permite contribuir para uma melhor gestão evitando a contestação das acções do órgão de administração por parte daqueles. Na nossa opinião, a capacidade de um emitente identificar e de se envolver com os seus membros é essencial para o bom governo da sociedade. É essencial que os accionistas se interessem por um retorno sustentável e pelo desempenho a longo prazo da sociedade e consequentemente que sejam mais activos em matéria de governo das sociedades, estabelecendo contacto com a sociedade e responsabilizando a administração pelo seu desempenho. É necessário um accionista que contribua para a viabilidade da empresa a longo prazo.

O mesmo se pode dizer quanto ao impacto a nível do governo das sociedades. Por um lado podemos ter sujeitos, accionistas ou não, a votar sem qualquer interesse económico na sociedade, por outro esses sujeitos podem controlar o órgão de administração, seja pela sua nomeação seja pela avaliação do seu desempenho, votando num sentido que não reflecte os interesses da sociedade no longo prazo.

⁸⁰ Relembre-se que neste caso aquele que vota poderá ter um incentivo para votar de forma a reduzir o valor das acções da sociedade.

⁸¹ Veja-se o ponto 3.2 do nosso trabalho.

O esvaziamento de voto leva, tipicamente, a que os accionistas tenham pouco interesse pela sociedade, e em consequência a sociedade assume riscos excessivos tendo em conta os seus objectivos de curto prazo. É importante para um bom governo da sociedade que o accionista não se mostre indiferente. É necessário que os accionistas controlem as decisões dos administradores tendo em conta a viabilidade financeira da sociedade no longo prazo⁸². Como se refere no Projecto de Código de Governo das Sociedades^{83,84} do Instituto Português de Corporate Governance (IPCG) “O envolvimento dos accionistas no governo societário constitui um factor positivo de governo societário, enquanto instrumento para o funcionamento eficiente da sociedade e para a realização do fim social.”.

Com o esvaziamento de voto e com as técnicas de cobertura de risco torna-se extremamente difícil identificar quem são os accionistas de uma sociedade, nomeadamente no mercado de empréstimo de acções. Torna-se igualmente difícil reconhecer se aquele que vota tem um real interesse na deliberação tomada, ou se existe somente um interesse no lucro, mesmo em prejuízo da sociedade e tipicamente a curto prazo.

Quanto à consequência da distorção dos resultados de voto pense-se nas situações em que devido ao esvaziamento de voto a decisão que seria tomada no interesse da sociedade não é aprovada, pois investidores de curto prazo têm no momento da deliberação a maioria do poder de voto. Veja-se neste âmbito o caso Perry-Mylan em que, devido ao esvaziamento de voto, se conseguiu manipular os resultados de voto e aprovar a fusão levando a grandes ganhos comerciais para a Perry, com prejuízo para a Mylan⁸⁵.

Assim, o esvaziamento de voto leva à situação em que aquele que exerce o direito de voto não está a agir no melhor interesse da sociedade, pois não têm um interesse a longo prazo no seu desenvolvimento, ou até tem um interesse económico negativo. Em ambos

⁸² As preocupações sobre a indiferença dos accionistas no governo das sociedades e as suas consequências já foram referidas no Livro Verde da Comissão Europeia sobre “O Governo das sociedades nas instituições financeiras e as políticas de remuneração”.

⁸³ Disponível para consulta em http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/projecto_ccg_maio_2012.pdf.

⁸⁴ O Projecto de Código do Governo das Sociedades foi apresentado pelo IPCG em 19 de Julho de 2012 e pretende ser um instrumento de promoção de boas práticas de governo societário

⁸⁵ Cfr. supra 2.3.1.

os casos, o interesse económico na sociedade não está reflectido no exercício do direito de voto.

Será, contudo, importante referir, mais uma vez, que o esvaziamento de voto nem sempre terá consequências negativas. Retome-se o exemplo em que um investidor, apesar de não ter um interesse económico de longo prazo na sociedade, vota em sentido que a beneficie. Este investidor tem, por vezes, um know how superior ao do accionista com direito de voto e com interesse económico a longo prazo na sociedade, levando à aprovação de decisões estrategicamente mais benéficas para o progresso da sociedade.

No nosso entender, porém, para garantir uma boa governação societária, o crescimento e a sustentabilidade das sociedades, bem como o lucro para os titulares das participações, o direito de voto deve estar alinhado com o interesse económico na sociedade, de preferência a longo prazo. O risco reside na hipótese do esvaziamento de voto pode levar a situações de deliberações abusivas e a situações em que a empresa não é controlada pelos seus verdadeiros beneficiários pois as suas decisões estão a ser tomadas por investidores externos ou por empresas concorrentes.

4.2 Das deliberações abusivas e do dever de lealdade dos sócios

4.2.1 O Voto

Como se disse as sociedades formam a sua vontade social através das deliberações sociais, por regra em assembleias gerais nas quais os accionistas exercem o seu direito de voto, Como refere PINTO FURTADO “a deliberação de sociedades comerciais é formada pela expressão unanime, ou ao menos maioritária, dos votos emitidos”⁸⁶. Seguindo o entendimento deste autor consideramos o voto, em sentido jurídico, como a aceitação ou rejeição pelo accionista da proposta feita em assembleia geral⁸⁷. O voto do accionista vai representar a sua vontade, aquilo que ele pretende que seja adoptado no âmbito da sociedade. Para aquele autor o voto consiste na “declaração (de vontade, de ciência ou de sentimento) emitida no âmbito de um processo deliberativo, pelo titular do

⁸⁶ PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina (2005), página 37.

⁸⁷ PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina (2005), página 38 e seguintes, salienta que este entendimento é contudo simplista pois podemos estar em situações em que o accionista é impedido de votar (veja-se o artigo 384.º n.º 6 do CSC) ou perante situações em que aquele, mesmo tendo legitimidade para o fazer, prefere abster-se (saliente-se que nos termos do artigo 386.º n.º1 CSC as abstenções não são contadas).

respectivo direito ou seu representante, a exprimir o sentido que deverá ter a deliberação, relativamente à proposta submetida a sufrágio”⁸⁸.

Tendemos assim a entender o voto como uma declaração do accionista, ou daquele que detém o direito de voto, com o intuito de formar uma deliberação para a obtenção de um determinado efeito jurídico. A doutrina tende a encarar o direito de voto como um direito subjectivo⁸⁹, “um poder de querer concedido em concreto pela ordem jurídica e dirigido à satisfação de um interesse”⁹⁰, ou “um poder de querer a realização de um interesse juridicamente tutelado”⁹¹.

Saliente-se que o facto de se entender o direito de voto como um direito subjectivo não quer significar que aceitamos a ideia de que o accionista pode votar em detrimento do interesse da sociedade. Apesar do accionista ser titular do direito de voto e agir no seu interesse existindo um conflito de interesses com a sociedade no assunto a deliberar e apesar de não deixar de ser titular do seu direito de voto este pode ser impedido de votar, de igualmente forma se o voto for em sentido contrário ao interesse da sociedade o mesmo pode ser nulo ou anulável.

O sócio ao votar contribui para a formação da vontade social, a função do direito de voto podemos dizer que é exactamente “permitir (ao accionista) participar activamente da produção da deliberação”⁹².

Discute-se na doutrina se o interesse tutelado no direito de voto é o interesse do accionista ou o interesse da sociedade, o se demonstra é bastante relevante para o nosso trabalho. Ou seja, se o interesse juridicamente protegido é o interesse do accionista,

⁸⁸ PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina (2005), página 43. PINTO FURTADO distingue três categorias de voto. Os votos de vontade, de conhecimento ou de sentimento. Ou seja, os votos que exprimem uma declaração de vontade (oferecendo como exemplos o querer ou não querer o aumento ou a redução de capital ou a transformação ou não da sociedade), os votos que contêm uma declaração de ciência (por exemplo a aprovação ou rejeição das contas de exercício nos termos do artigo 65.º n.º 5 do CSC) e os votos que integram “uma declaração de sentimento (de congratulação, ou de pesar)”, concluindo que, se os dois primeiros têm relevância jurídica o mesmo já não acontece com o voto de sentimento por ser um facto ajurídico.

⁸⁹ Veja-se LUÍS BRITO CORREIA, *Direito Comercial*, Lisboa, AAFDL, (1983) 2ª edição, página 403 e PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina (2005), página 58 e seguintes.

⁹⁰ PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina (2005), página 59.

⁹¹ PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina (2005), página 60.

⁹² PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina (2005), página 84

enquanto direito individual do accionista ou, se pelo contrário, o accionista terá de votar de acordo com o que quer que se entenda como interesse social.

Somos do entendimento, e acompanhando a maioria da doutrina, de que o voto corresponde a um direito do accionista na satisfação do seu interesse individual na concreta deliberação em que participa, sem outros limites para além dos que sejam impostos pela lei ou por contrato, contudo em algumas situações o sócio é impedido de votar⁹³ ou vê o seu voto anulado por exercício abusivo, porque na sua actuação o accionista deverá sempre ter em conta o interesse da sociedade. Voltaremos às situações de exercício abusivo do direito de voto.

4.2.2 A obrigação de lealdade dos accionistas

Como referimos uma das obrigações dos accionistas é a obrigação de lealdade⁹⁴. No âmbito da sociedade os accionistas relacionam-se entre si e com a sociedade, este relacionamento está sujeito ao principio da boa fé. Cada um dos sócios deve, entre si e para com a sociedade, agir em lealdade.

O dever de lealdade não foi tipificado entre as obrigações referidas no artigo 20.º do CSC, surgindo tipificado somente em 2006 e a propósito da obrigação de lealdade dos órgãos de administração das sociedades. Contudo, esta ausência de tipificação legal não significa que tal obrigação não exista ou que seja de menor importância que as restantes⁹⁵. Um dos principais vectores da obrigação da lealdade é o interesse social⁹⁶, a

⁹³ Como se disse a lei inibe o exercício do direito de voto pelo sócio em situações de conflito de interesses com a sociedade (384.º n.º 6 CSC quanto às sociedades anónimas e 251.º CSC quanto às sociedades por quotas). Neste caso existirá conflito de interesses quando o interesse do sócio só pode ser satisfeito com prejuízo para a sociedades. Veja-se PEDRO PAIS VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2ª edição, Coimbra, Almedina (2006) página 139 e seguintes e RAUL VENTURA, *Sociedades por Quotas, II*, Coimbra, Almedina (1989), página 296 e seguintes.

⁹⁴ Como nos diz MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades, II Volume, Das Sociedades Em Especial*, 2ª edição (revista e actualizada), Coimbra, Almedina (2007), páginas 571 e seguintes, inicialmente entendia-se que numa sociedade anónima não era possível existirem deveres de lealdade, porém esse entendimento foi ultrapassado através da figura da boa fé e dos votos abusivos.

⁹⁵ Como refere PEDRO PAIS VASCONCELOS, podemos dizer, contudo que “As relações de lealdade, no âmbito da sociedade são mais naturais, porque mais típicas, na sociedades em nome colectivo do que nas sociedades por quotas, e mais nesta do que na sociedade anónima”, PEDRO PAIS VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2ª edição, Coimbra, Almedina (2006) página 313.

⁹⁶ Já caracterizado supra no ponto 1.1.

obrigação de lealdade exige que o accionista não contrarie o interesse social no seu comportamento enquanto accionista.

Já aqui dissemos que o accionista terá o seu interesse próprio e que este poderá, em certas situações, colidir com o interesse social. A obrigação de lealdade leva a que, em caso de colisão de interesses, o accionista não deva agir de forma a contrariar o interesse social, ou submeter o interesse social ao seu interesse pessoal. Contudo, nem todo o desencontro entre o interesse do accionista e o interesse da sociedade é relevante, para ser relevante enquanto deslealdade social, este desencontro deve ser grave⁹⁷.

Uma das manifestações da relevância da obrigação de lealdade do accionista para com a sociedade surge nas situações reconduzíveis ao artigo 58.º n.º1 alínea b) e que a doutrina habitualmente reconduz à figura das deliberações abusivas. Estas consistem sumariamente numa deliberação apropriada a satisfazer um propósito do accionista, ou de o beneficiar pessoalmente ou a terceiro, em prejuízo da sociedade ou de outros accionistas. O que está em causa é o direito de voto exercido no interesse do accionista, contra o interesse da sociedade.

Salientamos que o facto de existir a obrigação de lealdade dos accionistas não significa que estes enquanto tal prescindam do seu interesse enquanto accionistas, tipicamente um interesse de cariz económico, como a obtenção de uma vantagem económica, quer através da distribuição de dividendos, quer num momento posterior pela alienação da sua participação social. Como refere PEDRO PAIS VASCONCELOS “O interesse social tem de ser respeitado, mas o interesse do sócio não tem de estar ausente”⁹⁸.

Não se torna ilícito o exercício do direito de voto de um accionista por votar no seu interesse social, é natural que assim suceda, contudo, é necessário que esse direito seja exercido nos limites do interesse social. O interesse do accionista deve ser compatível com o interesse social.

⁹⁷ Veja-se a este propósito o artigo 242.º n.º1 do CSC que refere a propósito da exclusão de sócio que refere a necessidade de “comportamento desleal ou gravemente perturbador do funcionamento da sociedade, lhe tenha causado ou possa vir-lhe a causar prejuízos relevantes”.

⁹⁸ PEDRO PAIS VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2ª edição, Coimbra, Almedina (2006) página 328

A obrigação de lealdade seria sem dúvida mais clara se existisse uma clara definição do que é suposto ser um comportamento leal⁹⁹. Chamamos aqui à colação a distinção feita por PEDRO PAIS VASCONCELOS entre o interesse do accionista em modo individual e o interesse em modo colectivo, que nos diz que “Uma coisa é o interesse de cada sócio no seu modo individual, e outra o interesse desse mesmo sócio em posição de sócio, em relação societária, no âmbito da participação social”. A posição do accionista enquanto tal, excluindo às sociedades unipessoais, nunca é puramente isolada, a posição do accionista enquanto tal terá sempre de ter em conta a sociedade e os restantes accionistas.

Resulta do exposto, que o dever de lealdade terá como principal vector o interesse social e que consistirá essencialmente na exigência de cooperação aos accionistas, para um fim comum (o interesse social), com a sociedade e com os demais accionistas. Sem prejuízo do seu interesse individual, o accionista deve ter em conta o interesse social.

4.2.3 Das deliberações abusivas

O Código das Sociedades Comerciais no artigo 58.º n.º 1 alínea b) prevê a anulabilidade das deliberações que “Sejam apropriadas para satisfazer o propósito de um dos sócios de conseguir, através do exercício do direito de voto, vantagens especiais para si ou para terceiros, em prejuízo da sociedade ou de outros sócios ou simplesmente de prejudicar aquela ou estes, a menos que se prove que as deliberações teriam sido tomadas mesmo sem os votos abusivos”.

Encontramos assim duas espécies de deliberações abusivas: as apropriadas para a satisfazer o propósito de alcançar vantagens especiais em prejuízo da sociedade e/ou dos sócios e as apropriadas somente para prejudicar a sociedade e/ou os sócios, as chamadas deliberações emulativas.

Tradicionalmente, nesta norma a doutrina identifica um critério subjectivo e um critério objectivo. O critério subjectivo prende-se com a necessidade de se provar o propósito do sócio em prejudicar a sociedade ou os outros sócios. O critério objectivo resulta da necessidade de se provar a adequação da deliberação em causar um prejuízo à sociedade ou aos outros accionistas. A maioria da doutrina tende a desconsiderar o critério subjectivo, fazendo uma leitura restritiva daquela preceito, o que acompanhamos, sendo

⁹⁹ Essas mesmas preocupações são visíveis em ROBERT COOTER e BRADLEY J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, New Yorker University Law Review, Vol.66, página 1045 e seguintes.

por isso suficiente que a deliberação seja apta a causar prejuízos à sociedade ou a outros accionistas. Por vantagens especiais poderemos entender todos os proveitos patrimoniais (directos ou indirectos).

O artigo em causa adveio do projecto de Coimbra sobre as sociedades por quotas e tem como base o §243(2) da lei alemã das sociedades anónimas^{100,101}.

¹⁰⁰ Como nos diz COUTINHO DE ABREU em *Do Abuso de Direito, Ensaio de um critério em Direito Civil e Nas Deliberações Sociais*, Coimbra, Almedina (2006), página 123 e seguintes, nesta norma (da lei alemã das sociedades anónimas) prevê-se a anulação das deliberações em assembleias gerais quando um accionista tenha procurado através do exercício do seu direito de voto obter para si ou para terceiros, vantagens especiais em prejuízo da sociedade ou de outros accionistas, sendo essas deliberações aptas a servir esse fim, não existindo anulação quando os outros accionistas tenham uma compensação adequada para o seu prejuízo.

COUTINHO DE ABREU identifica nesta norma pressupostos subjectivos e objectivos. Como pressupostos subjectivos teremos a intenção do accionista de obter para si ou para terceiros uma vantagem especial e, em prejuízo da sociedade ou de outros accionistas. Como pressuposto objectivo exige-se que a deliberação seja objectivamente apta para servir ou realizar a vantagem especial procurada.

A doutrina alemã tenderá a admitir que a vantagem em causa não tem de ter uma relação imediata com o prejuízo bastando que, “a vantagem especial procurada actue, nas suas consequências mediatas, ainda que distantes, danosamente para a sociedade ou para os seus ou alguns dos seus accionistas enquanto tais. Mas o dolo do accionista, isto é, a sua representação do curso das coisas, tem de abranger este efeito. Neste aspecto basta o dolo eventual” em *Do Abuso de Direito, Ensaio de um critério em Direito Civil e Nas Deliberações Sociais*, Coimbra, Almedina (2006), página 124, ou seja, no âmbito da legislação alemã para além de pressupostos enunciados se exige o dolo do accionista, pelo menos eventual.

Este autor acaba por concluir pela desnecessidade do dolo na qualificação de uma deliberação como abusiva, mesmo que eventual, afirmando que ao identificar-se o interesse social com o máximo lucro se um accionista utiliza o seu direito de voto como forma de obter uma vantagem à custa dos restantes, estaremos perante uma disfunção e portanto de uma deliberação abusiva. Afasta também a ideia de um juízo sobre o exercício singular dos direitos de voto entendendo que a análise deve ser feita de forma global tendo em conta, nomeadamente, a dificuldade de autonomizar os votos dentro do conjunto de votos que formaram a maioria.

¹⁰¹ O artigo 115 número 1 da Lei das Sociedades anónimas espanholas diz-nos que “*Podrán ser impugnados los acuerdos de las juntas que sean contrarios a la Ley, se opongan a los estatutos o lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad*”, dizendo-nos o número dois que neste caso as deliberações são anuláveis.

Ao contrário da lei alemã, a lei espanhola encara as deliberações como um todo, sem atender especificamente aos votos de que elas resultam e não requer qualquer elemento intencional. É somente necessário a lesão dos interesses da sociedade.

FERRER CORREIA tinha uma concepção bastante próxima da lei alemã afirmando que “Não basta, pois, o ter-se determinado o sócio por motivos extra-sociais; nem releva, só por si, o prejuízo da sociedade ou de outros sócios. Mas estas duas circunstâncias conjugadas definem o abuso do direito de voto”¹⁰². Também VAZ SERRA adoptou aquele entendimento, podendo ler-se na Anotação ao Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça (STJ) de 21/11/72 que “O abuso do direito de deliberações sociais verifica-se, diz ele, quando a deliberação, em vez de prosseguir um fim social, isto é, de ser tomada no interesse da sociedade, o é em proveito exclusivo dos sócios que a aprovam ou de terceiros, conferindo vantagens especiais a eles ou a terceiros, em prejuízo da sociedade ou de outros sócios”¹⁰³ e que “O direito de voto é atribuído aos sócios para a realização do fim ou objecto social, pelo que, se for exercido, não para esse fim ou objecto mas para a obtenção de vantagens especiais dos votantes ou de terceiros, em prejuízo da sociedade ou dos outros sócios, existe abuso de direito (Cód. Civil, art. 334.º) e, portanto, violação da lei, sendo anulável a deliberação”¹⁰⁴.

Neste mesmo sentido foi o projecto de Coimbra sobre as sociedades por quotas¹⁰⁵ que sancionava como anuláveis as deliberações “apropriadas para satisfazer o propósito de um dos sócios, de conseguir, através do exercício do direito de voto, vantagens especiais para si ou para terceiros em prejuízo da sociedade ou dos outros sócios, a menos que se prove que as deliberações teriam sido tomadas mesmo sem os votos abusivos”¹⁰⁶. Desta concepção parece resultar que é à maioria que compete governar e determinar o interesse económico e financeiro da sociedade e que aos tribunais apenas compete controlar o respeito pelo interesse social na medida que estejam subjacentes às deliberações intenções fraudulentas.

¹⁰² FERRER CORREIA, *Lições de direito comercial, Vol II – Sociedades Comerciais*, Coimbra (1968), página 364.

¹⁰³ VAZ SERRA, *anotação ao Ac. do STJ de 21-11-72*, na RLJ, ano 107.º, página 5 e seguintes.

¹⁰⁴ VAZ SERRA, *anotação ao Ac. do STJ de 21-11-72*, na RLJ, ano 107.º, página 7 e seguintes.

¹⁰⁵ FERRER CORREIA, VASCO LOBO XAVIER, MARIA ÂNGELA COELHO, ANTÓNIO CAEIRO, *Sociedade por quotas de responsabilidade limitada. Anteprojecto de lei – 2ª redacção e exposição de motivos*, na RDE, ano III, n.ºs 1 e 2 e ano V, n.º 1.

¹⁰⁶ FERRER CORREIA, VASCO LOBO XAVIER, MARIA ÂNGELA COELHO, ANTÓNIO CAEIRO, *Sociedade por quotas de responsabilidade limitada. Anteprojecto de lei – 2ª redacção e exposição de motivos*, na RDE, ano V, n.º 1, página 111.

Como se disse, a redacção do actual artigo 58/1 alínea b) segue este entendimento acrescentando contudo “...ou, simplesmente de prejudicar aquela ou estes...”, de forma a integrar os actos emulativos¹⁰⁷.

Para COUTINHO DE ABREU “Em regra uma deliberação é abusiva quando, sem violar específicas disposições da lei ou dos estatutos da sociedade, é susceptível de causar ao(s) sócio(s) minoritário(s) um dano – a que corresponde, ou uma não desvantagem, ou uma vantagem para o(s) sócio(s) maioritário(s) -, assim se contrariando o interesse social.”¹⁰⁸. COUTINHO DE ABREU entende que o juízo sobre o carácter abusivo deve ser feito na própria deliberação e não através da análise de votos singulares e julga ser desnecessário exigir-se a intenção ou dolo do accionista, posição que como já referimos tendemos a acompanhar. O que é essencial para este autor para que exista a qualificação de uma deliberação como abusiva é verificação do 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 pode dizer-se abusiva”¹⁰⁹,

Entendendo a sociedade como um conjunto de vários interesses, ou seja, o interesse da sociedade, dos accionistas e de terceiros e se em primeira linha temos a rentabilidade económico-financeira da sociedade, o lucro¹¹⁰, existindo uma deliberação que permita uma vantagem para um dos accionistas à custa dos restantes e/ou da própria sociedade¹¹¹ esta deliberação deve considerar-se abusiva, seja ou não essa a intenção do accionista que exerce o direito de voto.

MENEZES CORDEIRO entende, a propósito deste artigo, que não estamos perante uma situação de um verdadeiro abuso de direito (salvo o que se refere às deliberação

¹⁰⁷ Já antes do CSC a jurisprudência tendia a sancionar os votos abusivos com recurso à figura do abuso de direito. A título de exemplo, e como se refere no comentário ao artigo 58.º em ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, (Coordenação de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO), 2.ª edição, Coimbra, Almedina (2011) página 233 e seguintes, foi sancionada a deliberação de amortização de quotas por valor inferior ao real e a deliberação com finalidades extra-sociais.

¹⁰⁸ COUTINHO DE ABREU, *Do Abuso de Direito, Ensaio de um critério em Direito Civil e Nas Deliberações Sociais*, Coimbra, Almedina (2006), página 136.

¹⁰⁹ COUTINHO DE ABREU, *Do Abuso de Direito, Ensaio de um critério em Direito Civil e Nas Deliberações Sociais*, Coimbra, Almedina (2006), página 139.

¹¹⁰ Cfr. Ponto 1.1.

¹¹¹ Não esqueçamos aqui a ideia de que o prejuízo da sociedade tenderá a ser também um prejuízo para os accionistas.

emulativas) mas perante um recordar de que certos votos não podem seguir fins extra-sociais. Para que as deliberações se enquadrem numa situação de abuso de direito terão de ser contrárias à boa fé e devem enquadrar-se numa das situações típicas: o *venire contra factum proprium*, a *suppressio*, a *surrectio*, o *tu quoque* ou o exercício em desequilíbrio, reconduzindo-se nesse caso à alínea a) do artigo 58.^o ¹¹².

Para PEREIRA DE ALMEIDA basta que se prove o elemento objectivo, ou seja, que a deliberação é “apropriada para satisfazer o propósito de um dos sócios”, pois ao exigir-se que exista a intenção do sócio estaria em causa a negação do interesse da sociedade e do interesse das minorias. O que se deve ao facto de ser extremamente difícil provar o elemento intencional subjacente ao voto do sócio. Ainda no entendimento deste autor deve distinguir-se deliberação abusiva de abuso de direito pois este permite ainda o exercício do direito de forma egoísta desde que não colida com o interesse de terceiro, enquanto o voto deveria ser exercido tendo em atenção o interesse social. ¹¹³

Para PINTO FURTADO, existem “deliberações abusivas” e não “votos abusivos”, seguindo o entendimento de COUTINHO DE ABREU¹¹⁴ e BRITO CORREIA¹¹⁵ entendemos que os votos podem ser abusivos e que é de extrema importância a análise dos votos singulares para a percepção da ilicitude da deliberação, o que não quer dizer que não se entenda que é com referencia à deliberação que se deve fazer a análise de situação abusiva ou não. Como refere PINTO FURTADO “não pode haver votos autonomamente abusivos e isoladamente sindicáveis por abusivos: é de suma evidência que, se um for, todos os restantes, com o mesmo sentido, o serão também.”¹¹⁶.

¹¹² MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades*, I – Parte Geral, 3ª edição (ampliada e actualizada), Coimbra Almedina, (2011) página 787 e seguintes.

¹¹³ PEREIRA DE ALMEIDA, *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, Volume IV, página 651 e seguintes.

¹¹⁴ COUTINHO DE ABREU, *Diálogos com a Jurisprudência, I – Deliberações dos Sócios Abusivas e Contrárias aos Bons Costumes*, Direito Das Sociedades Em Revista, ano I, Vol. I, Semestral, Coimbra, Almedina (2009), página 44 e seguintes.

¹¹⁵ BRITO CORREIA, *Direito Comercial*, 3.º Volume – Deliberações dos Sócios, Lisboa, AAFDL, (1989), página 341 e seguintes

¹¹⁶ PINTO FURTADO *O Voto nas deliberações de sociedades*, Sep. de: Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura, Lisboa, Coimbra Editora (2003), página 213 e seguintes.

Para nós será sempre ilícita uma deliberação¹¹⁷ que não tenha em conta o interesse da sociedade. O accionista, como se disse¹¹⁸, no exercício do direito de voto satisfaz o seu interesse individual na concreta deliberação em que participa, sem outros limites para além dos que sejam impostos pela lei ou por contrato. Contudo, no exercício do seu direito este deve sempre ter em conta quer o interesse da sociedade, quer o interesse dos restantes accionistas. Se uma deliberação é utilizada, ainda que não intencionalmente (e aqui prescindimos do critério subjectivo das deliberações abusivas), para que os accionistas e/ou terceiros obtenham vantagens, em detrimento da sociedade e/ou de outros accionistas, há objectivamente uma disfunção na logica do funcionamento da sociedade e a deliberação deve ser considerada abusiva e por consequência anulável¹¹⁹. Como refere COUTINHO DE ABREU “a alínea b) do n.º1 do art. 58.º é aplicável aos casos de violação não somente de «disposições específicas da lei» mas também de princípios jurídicos com força equivalente ao das leis – nomeadamente os princípios da igualdade e da actuação compatível com o interesse social (ou da lealdade) »¹²⁰.

Chamamos aqui à colação o que dissemos a propósito do dever de lealdade¹²¹, que impõe que cada um dos accionistas não actue de modo incompatível com o interesse social ou com o interesse dos restantes accionistas.

4.2.3.1 Da recondução da figura do esvaziamento de voto às deliberações abusivas.

Chegados aqui, cumpre verificar se é ou não possível reconduzir a figura do esvaziamento de voto às deliberações abusivas.

¹¹⁷ Somos do entendimento que bastará a aptidão da deliberação para causar vantagens especiais para accionistas ou terceiros em prejuízo da sociedade o de outros sócios, mesmo que aquela deliberação por si só não seja suficiente para causar o prejuízo em causa.

¹¹⁸ Cfr. Ponto 4.2.1

¹¹⁹ A jurisprudência, tendo em conta a dificuldade de prescindir do critério subjectivo deste preceito tende a reconduzir as situações de deliberações abusivas à nulidade por ofensa aos bons costumes (artigo 56.º n.º1 alínea d) – que não exige dolo – e também ao artigo 334.º do CC que também não o exige. Veja-se a este propósito os vários casos relatados por COUTINHO DE ABREU em *Diálogos com a Jurisprudência, I – Deliberações dos Sócios Abusivas e Contrárias aos Bons Costumes*, Direito Das Sociedades Em Revista, ano I, Vol. I, Semestral, Coimbra, Almedina (2009), página 33 e seguintes.

¹²⁰ COUTINHO DE ABREU, *Diálogos com a Jurisprudência, I – Deliberações dos Sócios Abusivas e Contrárias aos Bons Costumes*, Direito Das Sociedades Em Revista, ano I, Vol. I, Semestral, Coimbra, Almedina (2009), página 46 e seguintes.

¹²¹ Cfr. Ponto 4.2.2.

Como referimos *supra*¹²², tendemos a reconduzir o esvaziamento de voto a dois grupos. Num primeiro grupo incluímos as situações que por contrato uma parte tem o direito de voto sem o interesse económico tipicamente associado à titularidade das acções. Num segundo grupo, incluímos as situações que o accionista vende, ou promete vender, as suas acções entre a data do registo de participação na assembleia geral e a data da assembleia geral.

Para que possamos considerar as situações de esvaziamento de voto como base para uma deliberação abusiva é necessário que aquele que vota exerça esse direito em prejuízo da sociedade e/ou dos restantes accionistas, não tendo em conta o interesse da sociedade, podendo estar ou não a violar o seu dever de lealdade, quer perante os sócios, quer perante os accionistas.

Reconduzir de forma efectiva uma situação de esvaziamento de voto a uma deliberação abusiva é algo que em abstracto é difícil de identificar e que, na prática será extremamente difícil de provar. Tenha-se em conta que muitas vezes a sociedade e os seus accionistas não se apercebem que estão perante uma situação de esvaziamento de voto, nomeadamente nas situações reconduzíveis ao primeiro grupo identificado.

Ainda assim, no nosso entendimento, se alguém votar numa assembleia geral, accionista ou não, poderá a deliberação ser considerada anulável, se esse voto, exercido sem o correspondente interesse económico, levar à aprovação de uma deliberação passível de provocar prejuízos para a sociedade ou para terceiros, considerando-se essa a deliberação abusiva. Veja-se situações como o caso Perry-Mylan¹²³, passíveis de reconduzir, sem grandes dificuldades, à figura das deliberações abusivas. A Perry Corporation exerceu o seu direito de voto na Mylan (sem o correspondente interesse económico, sendo que neste caso existia um interesse económico negativo), levando à aprovação de uma proposta em tudo prejudicial para a Mylan Labs, numa clara obtenção de uma vantagem para si em prejuízo da sociedade e dos restantes accionistas da Mylan.

Situações em que os accionistas recorrem a técnicas de cobertura de risco ou que o accionista vende as suas acções, ou promete vender, entre a data do registo e a data da assembleia poderão, no limite, também ser reconduzidas à figura das deliberações abusivas por violação do dever de lealdade para com a sociedade e para com os

¹²² Cfr. Ponto 2.2.

¹²³ Cfr. Ponto 2.3.1

restantes accionistas, como se referiu a alínea b) do artigo 58.º do CSC é também aplicável nas situações em que existe uma violação deste princípio. Verifica-se a violação do princípio da lealdade se o accionista ao votar tiver somente em conta os seus interesses a curto prazo em vez de um interesse no longo prazo no desenvolvimento da sociedade, numa clara violação do interesse social e desde que a sua actuação possa causar prejuízos para a sociedade ou para terceiros.

5. Conclusão

Como tentámos demonstrar ao longo do nosso trabalho é extremamente difícil identificar situações em que estamos perante o esvaziamento de voto.

Contudo, esta realidade tem uma importância crescente o que nos apercebemos não só pelos recorrentes apelos da União Europeia sobre a eventual necessidade de regulação, mas também pela crescente referência a este fenómeno na doutrina que o desconhecia (ou omitia) há menos de 10 anos atrás.

Da nossa parte, e pelos mecanismos que temos ao dispor no nosso direito, entendemos que somente é possível regular esta realidade através dos mecanismos das deliberações abusivas, quando se encontrem verificados os seus pressupostos, o que se torna uma tarefa difícil não só pela dificuldade de identificação das situações de esvaziamento de voto e a própria aplicação que os nossos tribunais fazem do regime das deliberações abusivas, normalmente reconduzindo estas situações ao artigo 56.º n.º1 alínea d) CSC ou mesmo ao artigo 334.º CC.

Ao estarmos perante uma situação de esvaziamento de voto somos da opinião que se deve indagar se esta é efectivamente prejudicial para a sociedade e se aquele que exerce o direito de voto, accionista ou não, o faz para o seu benefício e em prejuízo da sociedade e/ou dos accionistas e em eventual violação do dever de lealdade para com a sociedade e para com os restantes accionistas. Relembremo-nos que para a aplicação desta figura é necessário o dano.

Questionamo-nos se este mecanismo é suficiente, eficiente e até mesmo necessário, contudo pensamos que as respostas a estas perguntas irão depender da evolução que o próprio mercado dos derivados e o chamado tráfico de voto venha a ter nos próximos anos.

Pretendemos com este trabalho chamar a atenção para uma potencial solução perante uma situação de esvaziamento de voto no direito português. Constitui também nossa intenção chamar à atenção sobre a necessidade de um estudo mais dedicado a todas estas questões tendo em conta, nomeadamente, a distorção que o esvaziamento de voto pode trazer à concepção das sociedades comerciais e da sua governação, tal como as entendemos nos dias de hoje.

Bibliografia

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de

- *Do abuso de Direito*, Almedina, Coimbra, (1983);
- *Da Empresarialidade, As Empresas no Direito*, Almedina, Coimbra, (1996);
- *Diálogos com a Jurisprudência, I – Deliberações dos Sócios Abusivas e Contrárias aos Bons Costumes*, Direito Das Sociedades Em Revista, ano I, Vol. I, Semestral, Coimbra, Almedina (2009), 33-47;
- *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume I, Almedina, Coimbra, (2011);
- *Curso de Direito Comercial, II Das Sociedades*, Almedina, Coimbra, (2002);

ALBUQUERQUE, Pedro de

- *O Contrato de Swap, a imputação de direitos de voto e o regime das acções próprias*, Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Martim de Albuquerque, Vol. II, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, (2010), 619-630;

ALMEIDA, António Pereira

- *Instrumentos Financeiros: Os Swaps*, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Volume II, Almedina, Coimbra, 37-69;
- *Sociedades Comerciais*, 3ª edição, Coimbra Editora, Coimbra, (2003);
- *A relevância dos vícios do voto nas deliberações sociais*, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles, Volume IV;

ANTUNES, José Engrácia

- *Os Hedge Funds e o Governo das Sociedades*, AAVV, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. IX, (2010);

ASCENSÃO, José de Oliveira

- *Derivados*, Direito dos Valores Mobiliários, Volume IV, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, Coimbra, (2003), 41-68;
- *Invalidades das Deliberações dos Sócios*, Problemas do Direito das Sociedades, Almedina, Coimbra, (2002);

- *Direito Comercial IV, Sociedades Comerciais – Parte Geral*, Almedina, Lisboa, (2000);

BESSA, Tiago

- *Crise, regulação e supervisão dos Hedge Funds*, Revista de Direito das Sociedades, ano II, número 3-4, Almedina, Coimbra (2010);

CÂMARA, Paulo

- *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, (2009);

- *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª edição, Almedina, Coimbra, (2011);

- *Vocação e influência universal do corporate governance: Uma visão transversal sobre o tema*, O Governo das Organizações, A vocação universal do Corporate Governance, Almedina, Coimbra, (2011);

COOTER, Robert, Bradley J. Freedman

- *The Fiduciary Relationship: Its economic character and legal consequences*, New York University Law Review, Vol. 66.

CORDEIRO, António Menezes

- *A lealdade no direito das sociedades*, ROA, ano 66, Volume III, (2006);

- *Manual de Direito das Sociedades*, I Volume, Parte Geral, 3ª edição, Ampliada e Actualizada, Almedina, Coimbra (2011);

- *Manual de Direito das Sociedades*, II Volume, das Sociedades em Especial, 2ª edição revista e actualizada, Coimbra, Almedina (2007);

- *Da Boa fé no Direito Civil*, 4.ª Reimpressão, Coimbra, Almedina, (2011);

- *S.A.: Assembleia Geral e Deliberações Sociais*, reimpressão da edição de 2006, Coimbra, Almedina, (2009);

- *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Coordenação de António Menezes Cordeiro, 2ª edição, Almedina, Coimbra, (2011);

- *Novas Regras sobre Assembleias Gerais: a reforma de 2010*, RDS II (2010);

CORREIA, António de Arruda Ferrer

- *Lições de Direito Comercial*, Vol. I, reimpressão Lex, Lisboa (1973);

- *Lições de Direito Comercial*, Vol. II, reimpressão Lex, Lisboa (1968);

- *Lições de Direito Comercial*, Vol. III, reimpressão Lex, Lisboa (1975);

CORREIA, Ferrer, Vasco Lobo Xavier, Maria Ângela Coelho, António Caeiro

- *Sociedade por quotas e responsabilidade limitada. Anteprojecto de lei – 2ª redacção e exposição de motivos*, na RDE, ano II, n.ºs 1 e 2 e ano V, n.º1;

CORREIA, Francisco Mendes

- *Participação na Assembleia Geral*, Código do Governo das Sociedades Anotado, Almedina, Coimbra, (2012), 67-79;

CORREIA, Luís Brito

- *Os Administradores de Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, (1993);

- *Direito Comercial*, 2.ª edição, AAFDL, Lisboa, (1983);

CUNHA, Paulo Olavo

- *Direito das Sociedades Comerciais*, 4ª edição, Coimbra, Almedina, (2010);

DIAS, Gabriela Figueiredo

- *Regulação e Supervisão de Hedge Funds: percurso, Oportunidade e Tendências*, AAVV, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VIII (2008);

ESTACA, José Nuno Marques,

- *O Interesse da Sociedade Nas Deliberações Sociais*, Almedina, Coimbra, (2003);

- *O destaque dos direitos de voto em face do CVM*, Estudos em Honra ao Professor Doutor José de Oliveira Ascensão, Volume II, Almedina, Coimbra, (2008);

FERREIRA, Domingos

- *Instrumentos Financeiros*, Rei dos Livros, Lisboa, (2011);

FRADA, Manuel A. Carneiro da

- *Deliberações Sociais Inválidas no Novo Código das Sociedades*, Novas Perspectivas do direito Comercial, Almedina, Coimbra, (1988);

FURTADO, Pinto

- *Curso de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, (1986);
- *Deliberações dos sócios, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, (2005);
- *Deliberações de Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra (2005);
- *O voto nas deliberações de sociedades*, Separata de Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura, Coimbra Editora, Lisboa, (2003);

HU, Henry T.C. & Bernard Black

- *Equity Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, University of Pennsylvania Law Review, Volume 156, Number 3, (2008);
- *Debt and Hybrid Decoupling: An Overview*, The M&A Lawyer, Volume 12, (2008).
- *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No.56/2006, (2006);
- *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, Southern California Law Review, Volume 79, Number 4, (2006), 810-908;
- *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: taxonomy, implications and reforms*, The Business Lawyer, vol. 61, (2006);

KARMER, Roberta S.

- *Voting Power without Responsibility or Risk – How Should Proxy Reform Address the Decoupling of Economic and voting Rights?*, Brooklyn Law School Legal Studies, Research Papers No. 146, (2009);

MATHEWS, Richmond, Alon Brav

- *Empty Voting and the efficiency of corporate Governance*, (2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1108632>.

RESENDE, João Mattamouros

- *A imputação de direitos de voto no Mercado de Capitais*, Universidade Católica, Lisboa, (2010);

SERRA, Vaz

- *Anotação ao Ac. STJ de 21-11-72*, Revista de Legislação e Jurisprudência, ano 107.º;

- TEUBNER, Gunther

- *Corporate Fiduciary Duties and Their Beneficiaries, A Functional Approach to the Legal Institutionalization of Corporate Responsibility*.

VASCONCELOS, Pedro Pais

- *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2ª edição, Coimbra, Almedina (2006);

VEIGA, Alexandre Brandão da

- *Transmissão de Valores Mobiliários*, Reimpressão, Almedina, Coimbra, (2010);

VENTURA, Raul

- *Associações à quota*, Cadernos de Ciência e Técnica Fiscal, n.º65;

- *Sociedades por quotas*, III, Almedina, Coimbra, (1996);

WADDELL, Chris, Kendric Nguyen, Evan Epstein, Peter Conti-Brown, F. Daniel Siciliano, Joseph Grundfest,

- *Identifying The Legal Contours of The Separation of Economic Rights and Voting Rights in Publicly Held Corporation*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1695183>;

XAVIER, Vasco da Gama Lobo

- *Anulação de Deliberação Social e Deliberações Conexas*, Almedina, Coimbra, (1976);