

ANA CLÁUDIA MARQUES PIMENTEL

**O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas
sociedades anónimas.**

(versão final)

Orientadora: Professora Doutora Maria da Conceição Soares Fatela

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa

Faculdade de Direito

Lisboa

2024

ANA CLÁUDIA MARQUES PIMENTEL

**O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas
sociedades anónimas.**

(versão final)

Dissertação de mestrado defendida em provas públicas na Universidade Lusófona de Humanidades e Tecnologias no dia 08/10/2024, perante o júri, nomeado pelo Despacho de Nomeação Nº 891/2024, de 03 de julho de 2024, com a seguinte composição:

Presidente: Professor Doutor Filipe Cassiano dos Santos

Vogal: Professor Doutor (Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa) José Ferreira Gomes

Orientadora: Professora Doutora Maria da Conceição Soares Fatela.

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa

Faculdade de Direito

Lisboa

2024

Agradecimentos

Nesta singela página, expresso o meu agradecimento a todos aqueles com tenho tido o prazer de conviver, trabalhar e de partilhar experiências e que tem contribuído para o meu conhecimento, os amigos.

Manifesto o meu profundo agradecimento à minha Orientadora, Professora Doutora Maria da Conceição Soares Batela, que aceitou ser minha orientadora, pela sua incansável ajuda e sugestões apresentadas.

Por fim, o meu grande agradecimento aos meus pais, avós maternos e irmã pelo apoio prestado nesta caminhada.

Resumo

Nos últimos anos tem-se verificado uma grande evolução no direito societário com o aparecimento de novos agentes dentro da sociedade, cuja natureza e forma de atuação são dúbias, bem como o aparecimento de uma nova forma de compra do direito de voto.

A presente dissertação tem como intuito analisar esta nova forma de compra do direito de voto, principalmente, o seu exercício com uma participação económica reduzida (“*empty voting*”), em que situações ocorre, quais as suas implicações com o princípio da proporcionalidade entre o direito de voto e a participação social, bem como a finalidade do seu uso.

A par do estudo desta nova forma de compra do direito de voto abordar-se-á ainda na presente dissertação um dos fundos/particulares que tem vindo de forma abusiva a usar esta nova forma de compra do direito de voto e o qual a doutrina tem apelidado de *hedge funds*, cuja definição não é clara e por ser de natureza dúbia.

Palavras Chaves: voto, sociedade, voto vazio, sócio e *hedge funds*.

Abstract

In last years, there has been a great evolution in corporate law with the emergence of new agents within the company, whose nature and way of action are dubious, as well as the appearance of a new way of buying voting rights.

This thesis aims to analyze this new way of buying voting rights, mainly its exercise with a low economic participation ("empty voting"), in what situations it occurs, what are its implications with the principle of proportionality between the vote and social participation as well as the purpose of its use.

Alongside the study of this new way of buying voting rights, this thesis will also address one of the funds/individuals that has been, abusively, using this new way of buying voting rights, which the doctrine has called hedge funds, whose definition is not clear and the nature is dubious.

Keywords: Vote, Company, Empty voting, shareholders, hedge funds

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

Abreviaturas

Ac - Acórdão

CC- Código Civil

CE – Comunidade Europeia

Cfr - conforme

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

p.- Página

pp - páginas

OTC- *Over the Counter*

OECD - *Organization for Economic Co-operation and Development*

TRP – Tribunal da Relação do Porto

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

Índice

I.	Introdução	9
II.	Esvaziamento do voto	11
1.	Direito de Voto e a sua natureza	11
2.	Uma nova de forma de compra do Direito de Voto – <i>empty voting</i>	14
2.1	Participações Sociais e o princípio da proporcionalidade.	15
3.	Uma nova forma de exercício do direito de voto.	17
4.	Situações em que acontece o esvaziamento do voto	19
4.1	Empréstimo de ações durante o <i>record date capture</i>	19
4.2	O uso do esvaziamento do voto pela sociedade.	23
4.2.1	Ações próprias	23
4.2.2	A intervenção da sociedade nas deliberações sociais por meio de um terceiro. 24	
4.3	Instrumentos Financeiros Derivados.....	27
4.3.1	Futuros.....	33
4.3.2	Opções	37
4.3.3	<i>Swaps</i>	39
4.3.3.1	<i>Equity Swaps</i>	42
4.3.4	<i>Forward</i>	45
5.	Os não acionistas - Hedge Funds	48
6.	Os <i>Hedge Funds</i> e os outros investidores	50
7.	Diferenças entre os hedge funds e os outros investidores	51
8.	Estratégias e formas de atuação.....	54
8.1	Modo de atuação e teoria da agência.....	56
9.	Sócio controlador versus <i>hedge fund</i> como <i>empty voter</i>	59
10.	Interesses Sociais e interesses dos <i>hedge funds</i>	63
10.1	Teoria Contratualista e Teoria Institucionalista.....	65
III.	Caso <i>Telus vs Mason</i>	69
IV.	Conclusão	73

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

V.	Bibliografia	75
VI.	Jurisprudência	86

I. Introdução

A presente dissertação versará sobre uma nova forma de compra e exercício do direito de voto sem a parte económica da participação social, o risco, o que proporciona a desproporção entre o direito de voto e a participação social (*empty voting*) e que tem sido usada, de forma recorrente, por parte de alguns fundos/particulares (*hedge funds*), que podem: atuar dentro da sociedade como acionista ou como um terceiro; caracterizam-se por terem elevados conhecimentos e fazem uso desta estratégia e de outras mais complexas para a obtenção de um determinado fim, o lucro. Nas últimas décadas, este assunto tem tido maior destaque no seio das sociedades, principalmente nas sociedades anónimas, e nomeadamente com o surgimento e desenvolvimento dos instrumentos financeiros, principalmente com os *equity swaps*.

A relevância e pertinência deste tema deve-se, por um lado, ao facto de cada vez mais ser usual recorrer-se a estes fundos, tanto por sócios minoritários, ou individualmente por outras pessoas, que desejam o retorno dos seus investimentos. Por outro, relaciona-se com o facto de colocar desafios aos sócios e à própria sociedade, abalando princípios que se encontram assentes no Direito Societário e lançando desafios que levam países como os Estados Unidos, país onde nasceram os conceitos *empty voting* e *hedge funds*, e outros à tentativa de regular tais situações.

Este tema tem sido explorado por alguns autores portugueses, mas não com a mesma profundidade que alguns autores estrangeiros, como *Henry Hu* e *Bernard Black* que formularam os conceitos de *empty voting* e *hidden ownership* e se tornaram requisitados no meio, como no caso da empresa de telecomunicações canadiana *Telus vs Mason Capital*.

Esta dissertação explorará o direito de voto com uma expressão superior à parte económica da participação e o fundo que tem sido o seu maior usuário, expondo-se em primeira linha a nova forma de compra do direito de voto, fazendo-se uma breve

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

referência ao que se entende por direito de voto, e de seguida ao conceito de esvaziamento do voto e em que situações é que sucede. Após falar-se-á do conceito *hedge funds*, da sua forma de atuação e do que os diferencia dos outros investidores e sócios, bem como das problemáticas que tem causado nas sociedades anónimas, como os custos de agência, o controlo que poderão exercer junto dos órgãos de administração das sociedades e se os interesses destes correspondem ao interesse social.

Para melhor compreensão dos problemas que poderão acontecer quando se faz uso desta nova forma de compra, *empty voting*, e de intervirem no seio de uma sociedade fundos de cobertura (*hedge funds*) analisar-se-á o caso *Telus vs. Mason Capital*, que se sucedeu no Canadá, no qual se põe em causa a atuação da empresa americana *Mason* (*hedge fund*), quando esta convocou uma assembleia geral, e se a mesma atuou em todo o processo como um *empty voter*.

Por fim recorrer-se-á para a sua elaboração, dada a escassa jurisprudência, a doutrina estrangeira e portuguesa.

Para a elaboração da presente dissertação, quanto a citações, notas de rodapé e bibliografia será utilizada a norma *American Psychological Association* (APA), fazendo-se o uso correto das citações e referências bibliográficas ao abrigo desta norma.

II. Esvaziamento do voto

1. Direito de Voto e a sua natureza

Antes de se introduzir o tema da presente dissertação, é de todo pertinente compreender o que se entende por direito de voto no âmbito do direito societário, enquanto direito e quanto à sua natureza.

O direito de voto é um direito através do qual os sócios manifestam a sua declaração de vontade, em sede de deliberação, mas não se encontra taxativamente escrito no artigo 21.º do CSC como um direito do sócio, mas está de forma implícita quando este artigo se refere ao direito de participar na assembleia geral, estando previsto no disposto do artigo 55.º, n.º 3, al. b) do CVM¹, como sendo um direito daquele que for titular de um valor mobiliário.

Apesar do direito de voto não se encontrar previsto explicitamente no artigo 21.º do CSC, artigo este que contém um conjunto de direitos para os sócios de natureza diferente e de conteúdo variado, o direito de voto permite que o seu titular possa participar na vida da sociedade² e por sua vez, é classificado por alguns autores como um direito cooperativo pôr entenderem que a sociedade é uma cooperativa³.

Passando à breve análise do direito de voto, e não das formas como o mesmo pode ser exercido, por não ser objeto da presente dissertação, é um direito através do qual o sócio manifesta e expressa a sua vontade no seio da sociedade, classificando-se esse ato por parte do sócio como uma declaração⁴ que permite a este participar na vida da

¹Oliveira, Madalena Perestrelo. (2013). Instrumentos Financeiros com fins e exercício de direitos sociais. *Revista de Direito das Sociedades*, (v), 537–602. Almedina, consultado no dia 03-05-2023 <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas/ano-v-3>, p. 553.

²Correia, António Ferrer (1962). *A representação dos menores sujeitos ao pátrio poder na Assembleia Geral das Sociedades Comerciais*. Coimbra. p. 25 e 26.

³Correia, António Ferrer (1962). *A representação dos menores sujeitos ao pátrio poder na Assembleia Geral das Sociedades Comerciais*. Coimbra. p. 24.

⁴Correia, António Ferrer (1962). *A representação dos menores sujeitos ao pátrio poder na Assembleia Geral das Sociedades Comerciais*. Coimbra. p. 24.

sociedade.⁵ Contudo, logo se levanta a questão de como se classificará a emanação desta declaração, se será uma declaração de vontade ou de ciência⁶, sendo ambas diferentes. A primeira declaração consiste numa representação do seu destinatário, uma vez que expressa a sua vontade⁷ que o vinculará e, tem como objetivo a produção de um determinado efeito⁸, enquanto na outra, o sócio expressa uma declaração de aceitação ou não. PINTO FURTADO⁹ refere quanto a este ponto que o direito de voto poderá também ser uma declaração de sentimento, pelo facto por vezes ser um ato de vontade, que leva a que seja expressado este direito e com relevância jurídica.¹⁰ Conclui-se assim que a emissão do voto é uma declaração para a obtenção de um determinado efeito¹¹, mas não deve ser entendida como uma declaração de vontade ou de ciência nos termos da Teoria Geral do Direito Civil¹², uma vez que existe autonomia na vontade do sócio para a produção de

⁵Antunes, José Engrácia (2011) *Direito das Sociedades*. 2.º Ed. Porto. Universidade Católica, p. 383.

⁶Furtado, Jorge Henrique da Cruz Pinto, (março de 2005). *Deliberações de Sociedades Comerciais*. Departamento de Direito da Universidade Lusíada de Lisboa, para a obtenção do grau de Doutor, orientada pelo professor Doutor Inocêncio Galvão Telles. p. 17 e 18.

⁷Coelho, Eduardo de Melo Lucas (1987). *Direito de Voto dos Acionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades*. Rei dos Livros. p. 25.

⁸Furtado, Jorge Henrique da Cruz Pinto, (março de 2005). *Deliberações de Sociedades Comerciais*. Tese de Doutoramento apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Lusíada de Lisboa, para a obtenção do grau de Doutor, orientada pelo professor Doutor Inocêncio Galvão Telles. p. 26.

⁹Furtado, Jorge Henrique da Cruz Pinto, (março de 2005). *Deliberações de Sociedades Comerciais*. Tese de Doutoramento apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Lusíada de Lisboa, para a obtenção do grau de Doutor, orientada pelo professor Doutor Inocêncio Galvão Telles. p. 25.

¹⁰Furtado, Jorge Henrique da Cruz Pinto, (março de 2005). *Deliberações de Sociedades Comerciais*. Tese de Doutoramento apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Lusíada de Lisboa, para a obtenção do grau de Doutor, orientada pelo professor Doutor Inocêncio Galvão Telles. p. 25.

¹¹Furtado, Jorge Henrique da Cruz Pinto, (março de 2005). *Deliberações de Sociedades Comerciais*. Tese de Doutoramento apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Lusíada de Lisboa, para a obtenção do grau de Doutor, orientada pelo professor Doutor Inocêncio Galvão Telles. p.27.

¹²Na Teoria Geral do Direito Civil, o negócio jurídico tem como subjacente, um comportamento declarativo que é manifestado e exteriorizado através de uma declaração, mas, que cujos os efeitos na ótica de CARLOS MOTA PINTO poderão não ser na sua totalidade do conhecimento das partes, entendendo Savigny em sentido contrário e o qual refere que a declaração de vontade corresponde aos efeitos que decorrem do negócio jurídico celebrado pelas partes que o pretendiam, vinculando-as. (Pinto, Carlos Mota. (2005). *Teoria Geral do Direito Civil*. 4ª ed. Coimbra Editora. p. 379 e 380).

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

determinado efeito¹³, não se encontrando obrigado a expressar a sua vontade¹⁴ na assembleia geral.

Outra questão que se levantou no passado quanto ao voto, foi saber se era um direito ou um ónus jurídico, concluindo-se que é um direito dos sócios, que na perspetiva institucionalista deve ser exercido de forma a não por em causa o interesse social, e na ótica de alguns autores como um direito que se encontra coligado com um interesse comum institucional¹⁵, enquanto a vertente contratualista entendem que o direito voto é apenas um direito do sócio. A doutrina alemã tem divergido quanto a esta problemática, ou seja, alguns autores alemães entendem que o direito de voto é um direito de colaboração porque colabora na formação da vontade do sócio e na participação da vida societária¹⁶, enquanto a outra vertente entende como sendo um direito de formação na vontade coletiva.¹⁷

Apesar de se entender que o voto é um direito, há controvérsia de como deve ser entendido, isto é, há quem entenda ser um direito que visa a satisfação dos interesses do sócio, salvaguardando-se de que não deverá por em causa o interesse social e que confere liberdade ao acionista de poder ou não exercer o seu direito.¹⁸ Por outro lado, há quem refira que é um direito que além de ser subjetivo se encontra condicionado, pelo facto de

¹³Furtado, Jorge Henrique da Cruz Pinto. (março de 2005). *Deliberações de Sociedades Comerciais*. Departamento de Direito da Universidade Lusíada de Lisboa, para a obtenção do grau de Doutor, orientada pelo professor Doutor Inocêncio Galvão Telles. p. 28.

¹⁴A declaração de vontade do sócio não se equipara à declaração de vontade emitida no âmbito de um negócio jurídico (Furtado, Jorge Henrique da Cruz Pinto, (março de 2005). *Deliberações de Sociedades Comerciais*. Departamento de Direito da Universidade Lusíada de Lisboa, para a obtenção do grau de Doutor, orientada pelo professor Doutor Inocêncio Galvão Telles. p. 28).

¹⁵Coelho, Eduardo de Melo Lucas (1987). *Direito de Voto dos Acionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades*. Rei dos Livros. p. 27 e 28.

¹⁶Coelho, Eduardo de Melo Lucas (1987). *Direito de Voto dos Acionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades*. Rei dos Livros. p. 29.

¹⁷Coelho, Eduardo de Melo Lucas (1987). *Direito de Voto dos Acionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades*. Rei dos Livros. p. 30.

¹⁸Coelho, Eduardo de Melo Lucas (1987). *Direito de Voto dos Acionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades*. Rei dos Livros. p. 30.

apenas poder ser exercido quando haja deliberações¹⁹ e só modificará a esfera jurídica societária caso haja maioria²⁰, já quanto ao exercício do direito em si, o mesmo não se encontra condicionado, bem como não é um direito que termina, mas que apenas pode ser suspenso.²¹

Por fim, FERRER CORREIA²² classifica o direito de voto como um direito inderrogável²³ que apenas pode ser alterado quando haja a alteração do contrato de sociedade, é ainda um direito importante para o relacionamento entre a sociedade e o sócio²⁴, que pode ser limitado e abrange outros direitos, como por exemplo o de participar, apresentar e discutir as propostas apresentadas na assembleia geral.²⁵

2. Uma nova de forma de compra do Direito de Voto – *empty voting*

Nos últimos anos, nomeadamente, com o desenvolvimento dos instrumentos financeiros verificou-se, que o direito de voto tem sido usado de uma forma pouco convencional, ou seja, tem sido exercido sem ter a si associado de forma proporcional a

¹⁹Furtado, Jorge Pinto. (março de 2005). *Deliberações de Sociedades Comerciais*. Tese de Doutoramento apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Lusíada de Lisboa, para a obtenção do grau de Doutor, orientada pelo professor Doutor Inocêncio Galvão Telles. p. 32.

²⁰Furtado, Jorge Pinto. (março de 2005) *Deliberações de Sociedades Comerciais*. Tese de Doutoramento apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Lusíada de Lisboa, para a obtenção do grau de Doutor, orientada pelo professor Doutor Inocêncio Galvão Telles p. 32.

²¹Furtado, Jorge Pinto. (março de 2005) *Deliberações de Sociedades Comerciais*. Tese de Doutoramento apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Lusíada de Lisboa, para a obtenção do grau de Doutor, orientada pelo professor Doutor Inocêncio Galvão Telles p. 32.
de Sociedades Comerciais. Tese de Doutoramento apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Lusíada de Lisboa, para a obtenção do grau de Doutor, orientada pelo professor Doutor Inocêncio Galvão Telles. p. 33 e 34.

²²Correia, António Ferrer (1962). *A representação dos menores sujeitos ao pátrio poder na Assembleia Geral das Sociedades Comerciais*. Coimbra. p. 55.

²³ Correia, António Ferrer (1962). *A representação dos menores sujeitos ao pátrio poder na Assembleia Geral das Sociedades Comerciais*. Coimbra. p. 55.

²⁴Correia, António Ferrer (1962). *A representação dos menores sujeitos ao pátrio poder na Assembleia Geral das Sociedades Comerciais*. Coimbra. p. 63.

²⁵Antunes, José Engrácia. (2011) *Direito das Sociedades*. 2.º Ed. Porto. Universidade Católica. p. 390 e 391.

parte económica da participação social e ter uma expressão superior a essa participação²⁶, dizendo-se que o mesmo se encontra esvaziado de alguns direitos²⁷ que se encontram associados à ação e da respetiva titularidade económica, bem como tem sido recorrentemente usado por sócios e não sócios.

Mas, antes de se explanar esta forma de usar o direito de voto, importa fazer alusão a alguns conceitos e princípios societários que são postos em causa com esta nova forma de compra do direito de voto.

2.1 Participações Sociais e o princípio da proporcionalidade.

Nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 384.º do CSC é titular do direito de voto aquele que também é titular de uma ação, isto é, aquele que adquire uma participação social adquire um voto, excetuando-se as situações em que ficam de fora aqueles que são titulares de ações preferenciais sem direito de voto, ou para poderem exercer o seu direito de voto tem de possuir um determinado número de ações.²⁸ Não obstante as limitações que possam haver ao direito de voto, a aquisição de participação social nas sociedades anónimas leva a que aquele que a adquira passe a ser titular de direitos e obrigações e

²⁶ A palavra ação é um conceito amplo e polissémico, correspondendo a uma parte do capital social e que representa, por um lado um valor nominal e por outro uma contribuição feita pelo sócio na sociedade, sendo esta contribuição é um valor económico. Por outras palavras, a ação tem um valor nominal fixado e tem um valor económico real que varia consoante as flutuações do mercado e que faz aumentar ou diminuir o valor das ações, sendo que é este valor do qual aqueles que se fazem uso do esvaziamento do voto, pretendem aniquilar ou diminuir (Labareda, João (1988). *Das ações nas sociedades anónimas*. Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Direito. p.11), por ser um risco. Logo a participação económica corresponde a um rendimento associado à participação social que pode ser retirado diretamente da participação ou através dos de um ativo que se encontra acoplado a esta, isto é, retirado de forma indireta, tal como acontece com os instrumentos financeiros. Assim a titularidade económica significa que os sócios se encontram expostos à participação social, logo estão expostos ao risco. (Festas, David de Oliveira (2017). *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos. pp. 465 a 466).

²⁷ Oliveira, Madalena Perestrelo (2013). Instrumentos Financeiros com fins e exercício de direitos sociais. *Revista de Direito das Sociedades*, (v), 537–602. Coimbra. Almedina, consultado no dia 03-05-2023 <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas/ano-v-3>, p.550.

²⁸ Artigo 384, n.º 2, al a) e b) do CSC.

obtenha a qualidade de sócio²⁹, podendo ser sócio uma pessoa singular ou coletiva^{30/31}, como ainda estabelecerá com a sociedade uma relação duradoura e complexa³², a qual pode ser regulada através dos estatutos da sociedade ou que se encontra regulada na lei.³³

Contudo, dentro da sociedade anónima nem todos os sócios são tratados de igual forma, mas sim consoante o número de ações que possuem, tanto que ao número de ações que alguém possua corresponde número idêntico de direitos e deveres³⁴, ou seja, existe proporcionalidade entre o número de ações e os direitos e deveres. Assim, depreende-se do exposto no n.º 1 do artigo 384.º do CSC, que aquele que seja titular de ações tem o mesmo direito de participar proporcionalmente na vida da sociedade, apesar dos n.ºs 1 e 2 do artigo 379.º do CSC referirem que todos os acionistas têm direito a estarem presentes na assembleia geral, sendo que apenas podem participar aqueles que têm direito de voto. Todavia, o princípio da proporcionalidade aqui abordado, é, no entanto, entendido com um duplo sentido, ou seja, o acionista tem como objetivo a maximização dos lucros da empresa e, por outro lado, o direito de voto deverá corresponder ao interesse económico.³⁵ A proporcionalidade a que se refere o artigo 384.º do CSC refere que o sócio além de se encontrar legitimado a tomar decisões na sociedade, tem também de suportar o risco associado às participações sociais^{36/37} na mesma proporcionalidade, permitindo ver a

²⁹Antunes, José Engrácia. (2011). *Direito das Sociedades*. 2.º ed. Porto. Universidade Católica. p. 379.

³⁰Antunes, José Engrácia. (2011). *Direito das Sociedades*. 2.º ed. Porto. Universidade Católica p. 378.

³¹A aquisição da participação social poderá ser originária ou superveniente, por outras palavras, a sua aquisição poderá ser no momento da constituição da sociedade ou após este momento. (Antunes, José Engrácia. (2011). *Direito das Sociedades*. 2.º ed. Universidade Católica. p. 407)

³²Antunes, José Engrácia. (2011). *Direito das Sociedades*. 2.º ed. Porto. Universidade Católica. p. 378.

³³Antunes, José Engrácia. (2011). *Direito das Sociedades*. 2.º ed. Porto. Universidade Católica. p. 378.

³⁴Cabo, Débora Mestre (26 de fevereiro de 2021) *Loyalty shares: admissibilidade da figura das ações de lealdade nas sociedades anónimas*. Dissertação de mestrado para a obtenção do grau de mestre, orientada por José Ferreira Gomes. Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Consultada no dia 26-11-2023 e disponível em <https://repositorio.ul.pt/handle/10451/48078>. p. 10.

³⁵OECD (December 2007), *Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion*, Consultado no dia-13-11-2023 e disponível em <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/40038351.pdf>. p.6.

³⁶Ereio, Joana Torres (2016, 1 de outubro–31 de dezembro). One Share One Vote - Os tetos de voto e as alterações introduzidas pelo Decreto-lei n.º 20/2016. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, (44), pp. 96–106. retirado a 11-06-2023. <https://www.uria.com/en/revista/50>. p. 96.

³⁷Há por regra sempre uma correlação entre o direito de voto e o risco.

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

influência que o sócio tem na sociedade, uma vez que nas sociedades anónimas a atribuição do direito de voto depende do capital social detido.³⁸

Este princípio aplica-se igualmente aos dividendos. Apesar de ser um princípio basilar nas sociedades anónimas, cujo alguns autores defendem como sendo essencial para uma melhor governação da sociedade e por haver uma correspondência proporcional entre o direito de voto com o interesse económico³⁹, tem sido posto à prova com a nova forma de compra de votos (*new vote buying*), ou seja, no caso do direito de voto ser superior ao interesse económico⁴⁰ (*empty voting*) ou no caso do interesse económico ser superior ao direito de voto, existindo uma titularidade oculta⁴¹ (*hidden ownership*).

3. Uma nova forma de exercício do direito de voto.

A evolução dos mercados financeiros nos últimos anos, nomeadamente, com o aparecimento dos instrumentos financeiros tem levado ao aparecimento de casos que configuram situações de esvaziamento do voto que abalam os princípios pelos quais se rege o direito societário, principalmente por não haver proporcionalidade entre o direito de voto e a ação⁴² e que tem suscitado a preocupação de vários autores⁴³, por estar a ser usado por pessoas ou fundos que não são acionistas e para situações em que se possa ultrapassar impedimentos para participar e votar nas deliberações sociais. Por outras palavras, o esvaziamento do voto caracteriza-se por ser uma situação em que aquele que é titular do direito de voto tem um poder de voto superior ao interesse económico associado

³⁸ Pereira, Jorge Brito (2022). *O Voto Plural na Sociedade Anonima*. Coimbra. Almedina. p.160.

³⁹ Burkart, Michael., & Lee, Samuel. (2007). *The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective. Finance Working Paper N.º. 176/2007*, disponível em https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id987486.pdf e consultado no dia 14 de novembro de 2023. p.43.

⁴⁰ Pereira, Jorge Brito (2022). *O Voto Plural na Sociedade Anonima*. Coimbra. Almedina. p.241.

⁴¹ Pereira, Jorge Brito (2022). *O Voto Plural na Sociedade Anonima*. Coimbra. Almedina. p.241.

⁴² Artigo 384.º, n.º 1, al. a) do CSC.

⁴³ Ali, Paul, Ramsay, Ian., & Saunders, Benjamin. (2014). *Securities Lending, Empty Voting and Corporate Governance. Research Working Paper Series*, (23), 1–28. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2443217, consultado no dia 20-01-2023. p. 2.

à ação e que, consequentemente leva a que o titular do voto não tenha os mesmos direitos que um sócio quando é titular da ação e do voto, principalmente, alguns direitos que estão associados à ação.⁴⁴ No entanto, deve-se questionar o porquê de haver esta dissociação e por que é que é muito usada, sendo um dos motivos o risco ser quase nulo.

Esta dissociação, pode ser vista de três formas, como refere DAVID FESTAS, com um interesse positivo, neutro e negativo. Os dois primeiros interesses estão associados à total ou parcial cobertura do risco, havendo total cobertura do risco⁴⁵ quando o interesse é neutro, por não haver aqui qualquer incentivo, e parcial cobertura do risco quando estamos perante um interesse positivo pelo facto de haver uma diminuição do risco, recorrendo-se aos instrumentos financeiros para haver a cobertura parcial⁴⁶, passando o risco para um terceiro.⁴⁷ Já quanto ao interesse negativo há uma situação em que o direito de voto é usado em sentido contrário⁴⁸ o que poderá levar a uma situação de conflito de interesses.

Contudo, esta nova forma de compra do direito de voto é vista no sentido negativo, por ser utilizada para ultrapassar impedimentos de que o sócio seja objeto e a própria sociedade por se encontrar impedida de votar; de não se saber qual o interesse em causa daquele que o exerce; por poder provocar situações de agência, bem como ser uma forma de subjugar a administração.

⁴⁴ Artigo 21.º do CSC.

⁴⁵ O risco abordado tem haver com o risco associado à própria ação, do qual depende o seu valor.

⁴⁶ Festas, David de Oliveira (2017). *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos. p. 469.

⁴⁷ Festas, David de Oliveira (2017). *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos. p. 469.

⁴⁸ Festas, David de Oliveira (2017). *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos. p. 469.

Acresce dizer, que este fenómeno de compra do direito de voto (*new buy voting rights*), com surgimento nos Estados Unidos, apesar de ser muitas vezes apreciado no sentido negativo ainda assim mostra-se vantajoso por permitir a destituição da administração e ser um incentivo para os investidores.⁴⁹

Por fim, a sua regulação, apesar de não ser aqui estudada, mostra-se difícil devido à falta de transparência na prestação de informações, tal como exige a diretiva da Transparência⁵⁰, quanto aos instrumentos financeiros que deverão pautar-se pela prestação de informações de forma que haja um tratamento igualitário, tal como a publicação das mesmas.

4. Situações em que acontece o esvaziamento do voto

Para se compreender melhor o que é o esvaziamento do voto e como poderá ser usado, analisar-se-ão as três situações (*record date capture*, parqueamento de ações⁵¹ e instrumentos financeiros) em que o mesmo acontece e quais os efeitos que poderá causar na sociedade.

4.1 Empréstimo de ações durante o *record date capture*.

No Código dos Valores Mobiliários, no disposto no artigo 23.º C, do n.1º do CVM refere-se que tem direito a participar na assembleia geral aquele que à meia-noite do 5.º dia anterior à data da assembleia geral for o titular da participação social, o que à partida limita desde logo quem poderá participar e que nos leva assim, analisando só o que refere esta norma, a pensar que apenas poderão participar na assembleia aqueles que são titulares

⁴⁹Oliveira, Madalena Perestrelo (2013). Instrumentos Financeiros com fins e exercício de direitos sociais. *Revista de Direito das Sociedades*, (v), pp 537–602. Almedina, consultado no dia 03-05-2023 e disponível em <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas/ano-v-3>. p. 582.

⁵⁰Diretiva n.º 2013/50/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2013.

⁵¹Festas, David de Oliveira (2017). *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos. p. 518.

da participação social e do direito de voto, não podendo à partida participar aquele que adquira após os 5 dias a participação social. E se durante esse tempo o seu titular vender a ação a um terceiro será que este último não poderá votar na assembleia geral, ou será que existirão na data da assembleia duas pessoas, em que uma delas será o titular do direito de voto e a outra da ação? Diz o n.º 2 do referido artigo que aquele que transmite a participação social continuará a ter lugar na assembleia geral designada, originando-se assim uma situação de esvaziamento, pois não é o verdadeiro titular e irá exercer o direito de voto. Para estas situações o direito americano tem adotado as seguintes posições, a jurisprudência entende que aquele que é detentor da participação social, numa situação destas deverá fazer uso de intimações, de forma que a outra parte lhe possa atribuir uma procuração irrevogável, ou então, siga as suas instruções quanto ao modo de como deve exercer o seu direito de voto.⁵² Por outro lado, a autonomia privada entende que basta usarem procurações para que aquele que não tem a ação possa usar o direito de voto.⁵³

Contudo, além do que se sucede no artigo 23.º C do CVM, e que permite saber quem são os sócios, poderá acontecer que o titular do direito de voto e da ação, antes da data da assembleia geral faça um contrato de empréstimo de ações, isto é, celebre um contrato de empréstimo de ações antes do período que se encontra estabelecido no n.º 1 do artigo 23.º C do CVM e, adquiri-las após data da assembleia geral. Por outras palavras temos alguém que se encontra disposto a emprestar as suas ações e alguém que por um motivo estratégico de mercado⁵⁴ pretende ter aquelas ações por um período muito curto,

⁵²Festas, David Oliveira (2017). *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos p. 595.

⁵³Festas, David Oliveira (2017) *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos. p. 595.

⁵⁴ O detentor provisório das ações pode durante este período vender as ações, desde que na data em que tenha de devolver ao acionista tenha de ser na mesma quantidade. (Aluguel de ações: entenda a operação por trás da revolta dos pequenos investidores em Wall Street (14-09-2022), consultado no dia 5-12-2023, disponível em <https://www.infomoney.com.br/guias/aluguel-de-acoes/>.

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

mas que terminado o prazo tem de enviar a mesma quantidade ações à primeira parte⁵⁵, tendo durante esse tempo o direito de voto. Assim, se colocam as seguintes questões, ficará o titular das ações sem nenhum direito e em quem é que se verificará os efeitos produzidos na deliberação em causa?⁵⁶

Para alguns autores este empréstimo não é visto como um problema.⁵⁷ Por outras palavras, nestes casos transmitem-se os direitos e posteriormente os mesmos são devolvidos à primeira parte, em número correspondente.⁵⁸

Nestes casos de empréstimo, uma das partes terá uma posição curta (*short selling*) enquanto a outra parte tem uma posição longa (*long selling*)^{59/60}, sendo detentor da posição curta o titular do direito de voto, ou seja, o que tem provisoriamente as ações. Estas posições, curta e longa, serão abordadas na presente dissertação na parte referente aos instrumentos financeiros e *hedge funds*, e traduzem-se no seguinte: aquele que é detentor de uma posição curta acredita na desvalorização da ação para posteriormente poder comprá-la a um preço mais baixo no momento em que se vença, enquanto que a outra parte terá uma posição longa e vai ter de suportar o risco da queda do valor da ação,

⁵⁵ *Aluguel de ações: entenda a operação por trás da revolta dos pequenos investidores em Wall Street (14-09-2022)*, consultado no dia 5-12-2023 e disponível em <https://www.infomoney.com.br/guias/aluguel-de-acoes/>.

⁵⁶ Apesar de existir esta separação, a pessoa que provisoriamente detiver as ações tem de pagar uma taxa pelo empréstimo e o titular das ações tem alguns direitos, como o direito aos dividendos (*Aluguel de ações: entenda a operação por trás da revolta dos pequenos investidores em Wall Street (14-09-2022)*, consultado no dia 5-12-2023 e disponível em <https://www.infomoney.com.br/guias/aluguel-de-acoes/>).

⁵⁷ Oliveira, Ana Perestrelo. (2015) *Manual de Corporate Finance*. 2.ºEd. reimpressão. Coimbra. Almedina. p. 193.

⁵⁸ Culinovic-Herc, Editth; Zubović, Antonija, (2015), *Tackling Empty Voting in the EU: The Shareholders' Rights Directive and the Revised Transparency Directive*, consultado no dia 01-11-2022 disponível em www.academia.edu, p.4.

⁵⁹ Oliveira, Ana Perestrelo. (2015) *Manual de Corporate Finance*. 2.ºEd. reimpressão. Coimbra. Almedina. p. 192.

⁶⁰ Estas posições traduzem-se no seguinte: aquele que tem uma posição curta têm a perspectiva de que o valor do ativo suba, sendo que em caso de subida, o vendedor terá de pagar mais pelo ativo, enquanto o detentor da posição longa, pensa que se suceda o oposto, ou seja, que haja a descida do valor do ativo. (Antunes, José Engrácia (2014), *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina p.157).

considerando sempre que poderá haver o aumento do preço desta.⁶¹ Em ambas há sempre a possibilidade de se registarem perdas, tudo depende do valor da ação subir ou descer. Acontece ainda que aquele que é detentor da posição curta, como refere ANA PERESTRELO⁶², tem uma titularidade formal, ou seja, é detentor da ação e do direito de voto, mas não tem em si o interesse económico, tendo também de transmitir ao titular da posição longa os dividendos que venha a auferir.

A União Europeia aborda esta matéria na Diretiva da Transparência (diretiva 2007/36/CE) nomeadamente quanto ao exercício do voto por parte do acionista que adquiriu a ação. Refere o artigo 4.º da mencionada diretiva que todos os acionistas devem ser tratados de forma igualitária quanto à participação e ao exercício do voto, bem como no artigo 7.º refere nas alíneas do n.º 1 que os acionistas são livres de exercer o seu direito de voto sem qualquer constrangimento, e que poderão participar na assembleia geral, mesmo que tenham adquirido as ações entre o período da data de registo e a data da assembleia geral. Ainda assim, esta diretiva dá a liberdade aos Estados-membros de poderem fixar o prazo da data de registo, impondo que o mesmo não seja superior a 30 dias.

Conclui-se assim, que a data de registo é um marco importante, pelo simples facto de que é nesse momento que a sociedade sabe quem são os seus sócios e quem previsivelmente estará na assembleia⁶³. Porém, não impede que as ações sejam transacionadas, uma ou mais vezes, atendendo à volatilidade do mercado, apesar das sociedades poderem ter outros meios para saberem quem são os seus sócios.⁶⁴ Para que

⁶¹Glossário da Comissão de Mercados dos Valores Mobiliários, consultado no dia 02-09-2023 e disponível em <https://www.cmvm.pt/pt>.

⁶² Oliveira, Ana Perestrelo. *Manual de Corporate Finance*. 2.ª Ed. reimpressão. Coimbra. Almedina. p. 192.

⁶³Festas, David Oliveira (2017). *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos. p.606.

⁶⁴Festas, David Oliveira (2017). *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos. P. 606.

não ocorresse este tipo de situações poderia pensar-se num bloqueio quanto à transação das ações durante um determinado período, mas por outro lado poderia desincentivar possíveis investidores ou acionistas de adquirirem ações.

No entanto, esta prática põe em causa alguns princípios e abre precedentes a práticas não funcionais dentro da sociedade, como o exemplo do sócio que se encontra impedido de votar naquela deliberação acabar por fazê-lo por outro meio.

4.2 O uso do esvaziamento do voto pela sociedade.

4.2.1 Ações próprias

Antes de se proceder à análise de como decorre o esvaziamento do voto, quando há parqueamento de ações da sociedade, importa fazer uma breve referência ao que são as ações próprias, por quem e como são adquiridas.

Além dos sócios, as pessoas coletivas podem ser detentoras de ações, quer das suas próprias ações ou de outras sociedades, podendo ser de forma originária ou derivada, dependendo tudo do momento em que são adquiridas, isto é, se o são no momento da constituição da sociedade ou se o é em momento posterior⁶⁵. A aquisição de ações próprias pela sociedade não é feita de qualquer maneira, mas sim nas situações em que a lei prevê (artigo 316.º, n.º 1 do CSC).⁶⁶ RAUL VENTURA⁶⁷ refere que as ações próprias são as ações adquiridas pela sociedade que também as emite, mas que ao contrário das ações adquiridas pelos sócios, tem de permanecer no património social, no seio da sociedade⁶⁸, acrescentando ainda este autor que a aquisição destas ações pela sociedade pode ser com o intuito de as extinguir, sendo adquiridas para essa finalidade.⁶⁹

⁶⁵Rocha, Maria Vitória Rodrigues Vaz Ferreira da (1994). *Aquisição de ações próprias no código das sociedades comerciais*. Coimbra. Almedina. p. 11.

⁶⁶Artigo 317.º do CSC.

⁶⁷Ventura, Raúl (1992) *Estudos vários sobre as Sociedades Anónimas*. Coimbra. Almedina, p. 351.

⁶⁸Rocha, Maria Vitória Rodrigues Vaz Ferreira da (1994). *Aquisição de ações próprias no código das sociedades comerciais*. Coimbra. Almedina. p. 12 a 14.

⁶⁹Ventura, Raúl. (1992) *Estudos vários sobre as Sociedades Anónimas*. Coimbra. Almedina. p. 351.

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

Ainda quanto ao modo de aquisição, no que diz respeito às aquisições de ações, a título originário podem ser adquiridas, no momento da constituição da sociedade ou então quando há aumento de capital social por incorporação de reservas, enquanto na outra forma de aquisição, a derivada, as mesmas são subscritas posteriormente à sua e que são transmitidas por um outro titular.⁷⁰

4.2.2 A intervenção da sociedade nas deliberações sociais por meio de um terceiro.

No entanto, apesar das limitações impostas pelo artigo 316.º do CSC, o artigo 317.º do CSC prevê as situações em que pode ocorrer a aquisição de participações sociais. Mas, apesar de as sociedades poderem ter ações nos termos do artigo 317.º do CSC e serem titulares de ações de outra sociedade, podemos ter perfeitamente uma situação em que a sociedade, por se encontrar impedida de votar nas suas deliberações, transfira parte das suas ações para um terceiro, ficando apenas dissociada do poder de voto.⁷¹ Tal estratégia permite à sociedade interferir de forma indireta nas decisões tomadas nas deliberações sociais e que poderão ser favoráveis ao seu próprio interesse, concluindo-se assim que este terceiro agirá consoante as instruções da sociedade.

Atendendo à relação que existe nestes casos entre a sociedade e este terceiro, desde logo se questiona a que título será o relacionamento entre a sociedade e o terceiro,⁷² ou seja, estar-se-á perante um mandato ou então não há qualquer compromisso quanto ao

⁷⁰Rocha, Maria Vitória Rodrigues Vaz Ferreira. (1994), *Aquisição de ações próprias no código das sociedades comerciais*. Coimbra. Almedina. p. 31.

⁷¹Festas, David de Oliveira (2017). *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos. p. 516.

⁷²Festas, David de Oliveira (2017). *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos. p. 518.

direito de voto.⁷³ HENRY HU⁷⁴ defende que a sociedade tem o poder de determinar o sentido de voto, principalmente a título informal através de instruções e até de incentivos dados ao terceiro para votar a favor e conforme o pretendido pela sociedade. Assim é devido a esta relação que se entende que se pode estar perante a figura do mandato, colocando-se ainda a questão se será um mandato sem representação ou com representação.

À luz do Direito Civil, o mandatário nos termos do artigo 1161º do Código Civil terá de praticar os atos compreendidos no mandato⁷⁵ e segundo as instruções do mandante, havendo assim a execução de um ato, o que se depreende desta nova forma de atuação das sociedades. Já no que diz respeito ao momento em que são dadas as instruções, estas podem ser dadas no início ou então durante a execução do ato.⁷⁶

Atendendo ao facto de que a sociedade tem a intenção de gerir o sentido de voto do terceiro, leva a crer que estamos perante um mandato com representação, que se encontra previsto nos artigos 1178.º e seguintes do Código Civil. Ao abrigo desta figura o terceiro terá de agir segundo as instruções do mandante⁷⁷ e não por sua iniciativa, tendo o mandante conhecimento de com quem o mandatário está a contratar. Todavia, o mandante também tem algumas obrigações, nomeadamente, de lhe prestar todos os meios para que se execute o contrato, além de ter de pagar uma retribuição, que neste caso é considerado como um incentivo, e poderá ainda ter de indemnizar caso haja algum prejuízo⁷⁸, como ainda no final da execução o mandante tem de entregar ao mandatário o que recebeu durante esse período. Por outro lado, questiona-se em quem se verificam os

⁷³Festas, David de Oliveira (2017). *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos. p. 518 e 519.

⁷⁴Hu, Henry, & Black, Bernard (2008). *Debt, equity, and hybrid decoupling: Governance and systemic risk implications*. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1084075>, consultado em janeiro de 2019. p. 4.

⁷⁵Varela, Antunes & Lima, Pires (1997) *Código Civil Anotado*. 4.ª ed. Vol. II. Coimbra Editora. p. 715.

⁷⁶Varela, Antunes & Lima, Pires (1997) *Código Civil Anotado*. 4ª ed., Vol. II. Coimbra Editora. p. 715.

⁷⁷Varela, Antunes & Lima, Pires (1997) *Código Civil Anotado*. 4ª ed., Vol. II. Coimbra Editora p. 823.

⁷⁸Varela, Antunes & Lima, Pires (1997) *Código Civil Anotado*. 4ª ed., Vol. II. Coimbra Editora. p. 725.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

efeitos que advenham desta relação, se os mesmos se produzirão de imediato no seio da sociedade, ou se serão primeiramente transferidos para o terceiro e subsequentemente para a sociedade, enquanto que no mandato sem representação, o mandante adquire os direitos mas também assume as obrigações.⁷⁹ Numa situação de esvaziamento do voto questiona-se, se for gerada uma situação de impedimento ou de nulidade ou anulabilidade da deliberação social, em quem se irá verificar tal efeito.

Assim, conclui-se que a sociedade não perde o controlo recorrendo a terceiros e sócios, e tem a possibilidade de indiretamente votar na sua própria deliberação, podendo inclusive fazer uso dos *equity swaps*.

Uma ilustração desta situação de parqueamento de ações foi o caso da oferta pública de aquisição de ações⁸⁰ da Portugal Telecom realizada pela SONAE, em que a oferta pública de aquisição de ações foi efetuada por diversos motivos, principalmente o de atingir maior rentabilidade ao nível da gestão da PT e aproveitamento das sinergias operacionais, entre outros motivos. No entanto, as ofertas são uma incógnita pelo facto de não se saber qual vai ser a reação da sociedade alvo e se haverá um aumento do valor das ações tanto da sociedade alvo como também daquela que faz a oferta, isto quando nos encontramos perante uma OPA amigável.⁸¹ Já quando não é amigável, pode dar-se o caso de haver uma outra sociedade a fazer a oferta.⁸² O interesse da PT nesta OPA era negativo,

⁷⁹Varela, Antunes & Lima, Pires (1997) *Código Civil Anotado*. 4ª ed., Vol. II. Coimbra Editora p. 825.

⁸⁰As ofertas públicas de aquisição “(...) são propostas dirigidas ao público tendo em vista a aquisição de valores mobiliários, através de um processo estabelecido por lei.” (Câmara, Paulo (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª ed. Coimbra. Almedina. p. 595).

⁸¹Oliveira, Helena Maria dos Santos; Pereira, Cláudia Maria Ferreira, & Cunha, Carlos Alberto da Silva (2006, junho). *O jogo das estratégias nas OPA - caso Sonae/Portugal Telecom*. Research Gate. consultado no dia 12-07-2023 e disponível em *O jogo das estratégias nas OPA - caso Sonae/Portugal Telecom*. Research Gate. consultado no dia 12-07-2023 e disponível em https://www.researchgate.net/publication/332530558_O_jogo_das_estrategias_nas_OPA-caso_SonaePortugal_Telecom.

⁸²Oliveira, Helena Maria dos Santos; Pereira, Cláudia Maria Ferreira, & Cunha, Carlos Alberto da Silva (2006, junho). *O jogo das estratégias nas OPA - caso Sonae/Portugal Telecom*. Research Gate. O jogo das estratégias nas OPA - caso Sonae/Portugal Telecom. Research Gate. consultado no dia 12-07-2023 e disponível em https://www.researchgate.net/publication/332530558_O_jogo_das_estrategias_nas_OPA-caso_SonaePortugal_Telecom.

ou seja, não tinha interesse na sua realização e por isso celebrou um contrato de *equity swap* com a Barclays emprestando ações para que esta votasse em sentido contrário.⁸³ Em suma, compreende-se que neste caso houve parqueamento de ações, uma vez que a PT emprestou ações a um dos seus sócios com o intuito de não permitir a aquisição, controlando assim a atuação deste sócio quanto ao sentido do voto.

4.3 Instrumentos Financeiros Derivados

Nos últimos anos tem-se verificado uma grande evolução dos mercados, nomeadamente, quanto à volatilidade da transação de ações, assim como, à instabilidade dos mercados financeiros, no que concerne ao valor dos ativos⁸⁴, levando a que os investidores façam uso dos instrumentos financeiros derivados. Os instrumentos financeiros, principalmente os derivados, têm sido usados de forma intensiva nas situações de esvaziamento do voto, pelo facto de haver a redução do risco, que como já se verificou, potencia a desproporcionalidade entre o direito de voto e a participação social deixando de haver proporcionalidade.⁸⁵

Antes de se proceder à análise dos quatro tipos de instrumentos financeiros derivados (futuros, opções, *swaps* e *forwards*) importa referir que os instrumentos financeiros se encontram divididos em instrumentos complexos e não complexos. Os primeiros encontram-se previstos no artigo 2.º do CVM, caracterizam-se por terem um elevado retorno do investimento, mas em contrapartida têm o risco de perda do investimento, acrescido ainda da possibilidade de terem custos, dado que estes podem ter

⁸³Festas, David de Oliveira (2017). *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos, p. 522.

⁸⁴Ferreira, Domingos (2009). *Opções Financeiras, Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem*, 2ª edição, Revista e Aumentada. Lisboa. Edições Silabo. p. 17.

⁸⁵Antunes, José Engrácia (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*, IX. 9–70. Coimbra Editora. p. 11 e 12.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

uma tendência negativa^{86/87}, encontrando-se aqui inseridos os derivados. Os não complexos encontram-se previstos no disposto do n.º 1 do artigo 314.º D do CVM e do Regulamento da CMVM n.º 2/2012, e diferem dos anteriores pelo facto de não terem um elevado risco.^{88/89}

Apesar da diferenciação dentro dos instrumentos, não existe uma definição destes no Código dos Valores Mobiliários e na Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros (DMIF I)⁹⁰, mas há sim um conjunto de situações que se classificam como instrumento financeiro, existindo apenas uma definição do que se entende por instrumentos financeiros derivados no Regulamento da CMVM 2/2002, mais precisamente no n.º 2 do artigo 2.º do referido regulamento, que diz que os instrumentos financeiros derivados são aqueles que são “contratados isoladamente ou incorporados noutros valores, com ou sem liquidação financeira, tenham como ativo subjacente, real ou teórico, valores representativos de dívida ou direitos de crédito, bem como taxas de juro e divisas”⁹¹ (cfr. artigo 2.º, n.º2 do Regulamento da CMVM n.º 02/2002), por outras palavras têm-se subjacente uma determinada situação/realidade⁹², um ativo, que é independente, mas sobre o qual se irá basear até à cessação do contrato e que terá influência.⁹³

⁸⁶Um dos instrumentos financeiros são os *warrants*. (Caixa Geral de Depósitos, S.A. (03 de 04 de 2020) *Produtos financeiros Complexos: o que são?* Obtido em 14 de 11 de 2023, de Caixa Geral de Depósitos, S.A.: Consultado no dia 14-11-2023 e disponível em <https://www.cgd.pt/Site/Saldo-Positivo/o-banco-e-eu/Pages/produtos-financieiros-complexos.aspx>).

⁸⁷Caixa Geral de Depósitos, S.A. (03 de 04 de 2020) *Produtos financeiros Complexos: o que são?* Obtido em 14 de 11 de 2023, de Caixa Geral de Depósitos, S.A.: Consultado no dia 14-11-2023 e disponível em <https://www.cgd.pt/Site/Saldo-Positivo/o-banco-e-eu/Pages/produtos-financieiros-complexos.aspx>).

⁸⁸Almeida, António Pereira de (2022) *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*. Coimbra. Almedina. p. 85 e 86.

⁸⁹Banco Invest. *Riscos*. Consultado no dia 26 de novembro de 2023 e disponível no site <https://www.bancoinvest.pt/informacao/riscos>.

⁹⁰Diretiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004.

⁹¹Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, (2002) Regulamento da CMVM n.º 02/2002 - Versão consolidada, disponível <https://www.cmvm.pt>.

⁹²Esta realidade poderá ser um ativo financeiro (corpóreo ou incorpóreo) e o mercado subjacente (Mourato, Hélder. (2014) *O contrato de swap de taxa de juro*. Coimbra. Almedina. p. 19).

⁹³Rafael, Jorge S. (2015). Derivados financeiros: a cobertura do risco através de opções de compra. *Revista Portuguesa de Contabilidade*. Vol. V n.º 19. pp 373-396, p. 379.

Os derivados caracterizam-se por serem contratos a prazo, onde o elemento tempo é essencial para determinar o preço, cumprimento e a transmissão da titularidade do ativo⁹⁴. Têm ainda uma natureza contratual, onde existe uma proposta e uma aceitação da mesma que é mediada por uma entidade gestora do mercado⁹⁵, o que pressupõe que tem de haver consenso, no mínimo, entre duas partes⁹⁶, versam sobre um determinado objeto e caracterizam-se pelo facto de haver um hiato temporal quanto à produção dos efeitos jurídicos e a própria celebração do contrato.⁹⁷ Seguindo a linha de raciocínio de ENGRÁCIA ANTUNES⁹⁸ os derivados são contratos a prazo, que por regra não se encontram sujeitos a forma legal, salvo nos casos em que haja intermediação financeira, onde apenas há a declaração de vontade das partes sem ter de haver a transferência de propriedade do ativo subjacente, que pode ser corpóreo ou incorpóreo, como ainda gera obrigações para ambas as partes, é oneroso e caracteriza-se por ser um contrato cujo o risco e a incerteza que pairam são a causa do mesmo. Ademais e atendendo às características deste contrato, este não deve ser visto nos termos tradicionais.⁹⁹

Estes instrumentos financeiros têm como um de vários objetivos, a gestão de risco¹⁰⁰, e como existem duas partes, leva a que haja uma divisão da titularidade, ou seja, haverá como refere MADALENA PERESTRELO¹⁰¹, uma das partes que é o titular formal dos

⁹⁴Mourato, Hélder. (2014) *O contrato de swap de taxa de juro*. Coimbra. Almedina. p. 20.

⁹⁵As entidades gestoras de mercados são maioritariamente sociedades anónimas que se encontram reguladas no DL. 357-C/2007 de 31 de outubro (Almeida, António Pereira. (2022) *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*. Coimbra. Almedina. p.109).

⁹⁶Cada uma das partes assumirá uma posição, longa ou curta.

⁹⁷O elemento tempo, nos instrumentos financeiros é determinante, porque irá determinar o valor do objeto, que pode ser físico, como por exemplo o milho no qual são usados os contratos de futuros, ou financeiro, a ser pago num determinado momento futuro. (Cordeiro, António Barreto Menezes (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 199).

⁹⁸Antunes, José Engrácia (2014) *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p.145.

⁹⁹Antunes, José Engrácia (2014) *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p.146.

¹⁰⁰Cordeiro, António Barreto Menezes. (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. pp.205 e 206.

¹⁰¹Oliveira, Madalena Perestrelo. (Ano V 2013) Instrumentos Financeiros com fins e exercício de direitos sociais. *Revista de Direito das Sociedades*, (v), pp. 537–602. consultado no dia 03-05-2023, disponível em <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas/ano-v-3>, p.550.

direitos e a outra a titular da parte económica¹⁰², quer isto dizer que temos uma das partes que transfere o risco que tem associado à participação social para um terceiro, uma prática que tem sido adotada por alguns investidores, nomeadamente pelos *hedge funds*¹⁰³, pondo em causa o princípio da proporcionalidade e da indivisibilidade que existe entre o voto e a ação. HÉLDER MOURATO quanto ao risco refere que os instrumentos permitem “uma alavancagem do preço” (Mourato, 2014, p. 20)^{104/105}, ou seja, há um preço inicial, que é considerado nesse momento como um investimento, mas como há uma grande exposição ao risco, este valor no final poderá permitir àquele que investiu realizar um ganho superior ao feito inicialmente ou como ainda refere este autor como uma perda.¹⁰⁶

Além do seu objetivo, os utilizadores deste tipo de instrumentos classificam-se consoante o tempo que pretendem manter as suas posições, podendo haver uma das partes em que tem uma posição de longa duração, ao dia¹⁰⁷, ou até de minutos, dependendo do tempo que durará a sua posição, tal como os mercados financeiros que se se organizam consoante os ativos.¹⁰⁸

Antes de se abordar alguns dos instrumentos financeiros derivados, importa mencionar que o uso deste tipo de instrumentos também se deve ao que se apelida de

¹⁰²Oliveira, Madalena Perestrelo. (Ano V 2013) Instrumentos Financeiros com fins e exercício de direitos sociais. *Revista de Direito das Sociedades*, (v), pp. 537–602. consultado no dia 03-05-2023, disponível em <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas/ano-v-3>, p.550.

¹⁰³Oliveira, Madalena Perestrelo. (Ano V 2013) Instrumentos Financeiros com fins e exercício de direitos sociais. *Revista de Direito das Sociedades*, (v), pp. 537–602. consultado no dia 03-05-2023, disponível em <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas/ano-v-3>, p.550.

¹⁰⁴Mourato, Hélder M. (2014). *O contrato de swap de taxa de juro*. Coimbra. Almedina. p. 20.

¹⁰⁵O termo alavancagem, aqui referido, tem de ser visto de um ponto de vista financeiro, isto é, há por parte do investidor, um investimento monetário superior ao valor que este tem na conta, recorrendo para o efeito ao crédito cedido por uma corretora, para potenciar os seus ganhos, apesar de ao mesmo tempo ter de oferecer uma garantia que possa arcar com os custos. (Jehniffer, Jaíne. (2020, dezembro 16). Alavancagem, o que é? Como funciona, usos, vantagens e riscos. *Investidor Sardinha*. Consultado 27 de Novembro de 2023 <https://investidorsardinha.r7.com/aprender/alavancagem-bolsa-valores/>).

¹⁰⁶Mourato, Hélder M. (2014). *O contrato de swap de taxa de juro*. Coimbra. Almedina. p. 20.

¹⁰⁷O espetador, nestes casos, tira partido das variações do mercado durante o dia (Ferreira, Domingos. (2009). *Opções Financeiras, Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem*, 2ª edição, Revista e Aumentada, Lisboa. Edições Silabo. p. 33 e 34).

¹⁰⁸Ferreira, Domingos (2010) *Futuros e Outros Derivados, Ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC - Evitar rogue traders*. (2ª. Ed.) Lisboa. Edições Silabo. p. 79.

moderna teoria das finanças que se sustenta no estudo do comportamento de quem intervém nestas ações e na “afetação dos seus recursos no tempo e no espaço, arbitrando entre o consumo e investimento”(Ferreira, 2009, p 17 e 18).¹⁰⁹

Os derivados podem ainda diferenciar-se em regulados em mercado¹¹⁰ ou negociados em balcão¹¹¹, permitindo assim diferenciar os instrumentos financeiros derivados, a seguir estudados, devido às suas características e efeitos, nomeadamente, no caso de incumprimento.

Os instrumentos financeiros derivados regulados em mercado diferenciam-se dos negociados em balcão por serem contratos padronizados e em massa, isto é, são negociados em mercado ou noutros sistemas autorizados nos termos do disposto no n.º 3 do artigo 207.º do CVM.¹¹² São contratos padronizados que obedecem a cláusulas gerais que são estipuladas pelas entidades gestoras, nomeadamente, quanto ao objeto, quantidade, prazo das operações, quanto aos ajustes e ganhos e quanto à forma de liquidação (financeira ou monetária¹¹³), conforme o preceituado no n.º 2 do artigo 207.º do CVM¹¹⁴, excecionando-se o preço que não é pré determinado e que vai depender da oferta e da procura.¹¹⁵ Contudo, no que respeita à negociação há a sensação de que existem dois contratos, que são realizados pela entidade gestora, e que se traduz no

¹⁰⁹Ferreira, Domingos. (2009). *Opções Financeiras, Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem*, 2ª edição, Revista e Aumentada. Lisboa. Edições Silabo. p. 17 e 18.

¹¹⁰Cordeiro, António Barreto Menezes. (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 234.

¹¹¹Diferenciam-se dos anteriores, pelo simples facto de serem contratos onde há autonomia privada entre as partes, de forma a poderem moldá-lo ao gosto destes (Cordeiro, António Barreto Menezes. (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 209).

¹¹²Cordeiro, António Barreto Menezes. (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 234.

¹¹³Ferreira, Domingos. (2010) *Futuros e Outros Derivados, Ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC - Evitar rogue traders*. (2ª. Ed.) Edições Sílabo. Lisboa. p. 125.

¹¹⁴Cordeiro, António Barreto Menezes (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 234.

¹¹⁵Cordeiro, António Barreto Menezes. (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 234.

seguinte, na primeira fase de negociação é dada a ordem de compra por parte do investidor ao intermediário financeiro, que tem de ser membro desse mercado¹¹⁶, conforme consta do disposto no artigo 325.º do CVM, e este lançará a oferta em plataforma própria e, em segundo há a fase da negociação em que, além da proposta, há uma aceitação, dando-se assim a situação de cruzamento.¹¹⁷ Assim, o intermediário financeiro é quem organiza o mercado, sendo contraparte central¹¹⁸ com autorização para aceder às plataformas de negociação, fazendo-se a negociação com a adesão às condições gerais dos contratos constituídos pela entidade gestora da bolsa.¹¹⁹ Desta forma, pressupõe-se que estamos perante dois contratos¹²⁰, assumindo a entidade gestora uma posição de destaque nas transações/operações realizadas¹²¹, tendo posições diferentes nos dois contratos. Num dos contratos assume a posição de comprador e no outro contrato atua como vendedor, apesar do objeto ser o mesmo, mas sem nunca as assumir de forma isolada em cada um dos contratos, pelo facto de ambos se sucederem ao mesmo tempo.^{122/123}

Já os instrumentos financeiros derivados negociados em balcão, como é o caso dos *swap* e as opções, caracterizam-se por darem mais liberdade às partes para fixarem o seu conteúdo ao seu gosto¹²⁴, são contratos bilaterais que se caracterizam por serem

¹¹⁶Cordeiro, António Barreto Menezes. (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 236.

¹¹⁷Cordeiro, António Barreto Menezes. (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 236.

¹¹⁸Mourato, Hélder M. (2014) *O contrato de swap de taxa de juro*. Coimbra. Almedina. p.22.

¹¹⁹Mourato, Hélder M. (2014). *O contrato de swap de taxa de juro*. Coimbra. Almedina. p. 22 e 23.

¹²⁰Miguel Cunha refere que a existência de operações de futuros leva que haja a existência de dois contratos distintos celebrados com a entidade gestora (Cunha, Miguel. (1999). Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. Direito dos valores mobiliários I. pp. 63- 132. Coimbra. Coimbra Editora, p. 73 e 74).

¹²¹Cunha, Miguel. (1999). Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. *Direito dos valores mobiliários I*. pp. 63- 132. Coimbra. Coimbra Editora. p. 91.

¹²² Cunha, Miguel. (1999). Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. *Direito dos valores mobiliários I*. pp. 63- 132. Coimbra. Coimbra Editora. p.91 e 94.

¹²³A existência destas entidades gestoras mostra-se vantajosa, primeiro pelo facto de permitirem que não haja incumprimento, porque assume e garante o cumprimento dos contratos e permite o aumento de liquidez no mercado (Cunha, Miguel. (1999). Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. Direito dos valores mobiliários I. pp. 63- 132. Coimbra. Coimbra Editora. p.94 e 95).

¹²⁴Cordeiro, António Barreto Menezes. (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 209.

negociados caso a caso¹²⁵, cujos efeitos em caso de incumprimento se verificam nas partes e não na entidade gestora.

4.3.1 Futuros

Como a própria palavra indica, os futuros são contratos cujo ativo subjacente será pago por um determinado valor pré-fixado, numa determinada data, também ela pré-fixada^{126/127} mas que se caracterizam por serem contratos em massa¹²⁸ e padronizados face a outros instrumentos financeiros derivados e que se encontram previstos no artigo 2.º, n.º 1, al. e) do CVM. São contratos que se caracterizam por serem negociados em mercado regulado¹²⁹, padronizados, e onde as duas partes fixam desde logo o montante, assim como as condições no que respeita à dimensão da unidade de transação, os meses de negociação, o tipo de ativo a ser entregue e ainda a fixação dos preços de flutuação.¹³⁰ Esta padronização leva a que não haja autonomia por parte dos intervenientes, uma vez que se encontra explícito no contrato: o ativo, o modo de regularização se é monetariamente ou fisicamente, o montante e unidades do mesmo, as suas características, o mês de entrega, que poderá ser de vários meses e até a última transação, como ainda a variação de preços.¹³¹

Nestes contratos, as partes podem adotar posições curtas ou longas que se traduzem no seguinte, aquele que é detentor de uma posição curta, posição muitas vezes

¹²⁵Antunes, José Engrácia (2014), *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina p. 157.

¹²⁶Ferreira, Domingos. (2010). *Futuros e Outros Derivados, Ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC - Evitar rogue traders*, (2ª. Ed.) Edições Sílabo. Lisboa. p. 84.

¹²⁷Hull, John C.; *Fundamentals of futures and option markets*, seventh edition, Pearson, p.1.

¹²⁸Mourato, Hélder M. (2014) *O contrato de swap de taxa de juro*. Coimbra. Almedina. p. 21.

¹²⁹Antunes, José Engrácia (2014) *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p.162.

¹³⁰A entrega dos ativos pode ser feita monetariamente ou de forma física (Ferreira, Domingos (2010) *Futuros e Outros Derivados, Ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC - Evitar rogue traders*, 2ª. Ed. Edições Sílabo. Lisboa. p. 125).

¹³¹Ferreira, Domingos (2010) *Futuros e Outros Derivados, Ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC - Evitar rogue traders*, 2ª. Ed. Edições Sílabo. Lisboa. p. 136

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

adotada pelos *hedge funds* nestes contratos, têm a perspectiva de que o valor do ativo suba, enquanto o detentor da posição longa pensa que se suceda o oposto, ou seja, que o valor do ativo baixe.¹³²

No que diz respeito ao momento do cumprimento da obrigação, por regra o comprador tem a obrigação de proceder à compra do ativo (físico ou monetário), cujo o valor foi previamente fixado¹³³, e o vendedor tem a obrigação de vender o ativo no preço que foi anteriormente acordado, com a entrega do ativo caso o mesmo seja físico, ou então receber a diferença entre o preço do ativo e o preço do valor futuro.¹³⁴ Contudo, para que se verifiquem estas obrigações, o contrato em causa tem de estar em vigor. As partes não têm, como em alguns países, de aguardar pela data pré-fixada para a compra do ativo, podendo fechar as suas posições antes desta data, tendo para tal efeito de haver, por parte das partes, a adoção de uma posição contrária aquela que tinham no início do contrato¹³⁵ por ter uma data fixada. Por regra, no sistema europeu, estes contratos cessam na data pré-determinada, enquanto no sistema americano não necessitam de aguardar pela data, podendo terminar antes da mesma.¹³⁶

Por fim, no que respeita ao período negocial, estes contratos são negociados em bolsa, utilizando-se as plataformas digitais para a sua negociação, de forma que esta seja efetuada de forma contínua e sem paralelo, passando a existir aquilo a que os economistas designam de *trading pit virtual*¹³⁷, ou seja, é através de um computador que se irá proceder

¹³² Antunes, José Engrácia (2014), *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p.157.

¹³³ Antunes, José Engrácia (2014), *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p. 164.

¹³⁴ Antunes, José Engrácia (2014), *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p. 164.

¹³⁵ Antunes, José Engrácia (2014), *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p. 164.

¹³⁶ Normalmente adota-se essa posição quando se verifica que os mercados estão a ter um comportamento contrário aquilo que seria expectável, conforme refere Ferreira, Domingos. Refere este autor que quando tal opção é tomada mais perto do término do contrato, isto é, as posições são fechadas perto do dia que se encontrava estabelecido, há assim uma situação de reversão das posições (Ferreira, Domingos (2010). *Futuros e outros derivados, Ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC, Análise dos mercados financeiros de ações cambial e taxas de juro, mercados de crédito e dos sectores petrolífero, energia, aviação e metais preciosos e agricultura*. 2.ª ed. Lisboa. Edições Silabo. p. 144).

¹³⁷ Ferreira, Domingos (2010). *Futuros e outros derivados, Ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC, Análise dos mercados financeiros de ações cambial e taxas de juro, mercados de crédito e* Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

a toda a execução da operação, nomeadamente das ordens. No decorrer da execução do contrato há também a intervenção de um terceiro, a câmara de compensação que averiguará a legalidade, regularização e manutenção dos contratos até à sua execução, e por fim asseguram o cumprimento das obrigações.¹³⁸ Além deste sistema ainda existe um outro que, apesar de já se encontrar em desuso, continua a ser usado em alguns países, o chamado alta voz, em que as propostas de compra ou venda são feitas num determinado local¹³⁹, enquanto que no primeiro se sucede de forma imediata e não no mesmo sítio.¹⁴⁰

No que concerne à execução, e que tem interesse quanto ao risco, as partes terão de depositar um determinado valor¹⁴¹ (margem inicial), que irá fazer face às variações de mercado, isto é, permitirá aniquilar o risco, que será suportado por uma das partes, até à maturidade do contrato. A par desta margem, durante o período em que o contrato se mantenha em vigor, poderá ainda existir as chamadas margens de manutenção que cujos valores serão para os ajustes diários que tenham de ser feitos.¹⁴² Como se compreende, o elemento tempo/prazo é essencial, porque por um lado permitirá que com este hiato temporal exista uma maior disposição das obrigações das partes e por outro lado permitirá

dos sectores petrolífero, energia, aviação e metais preciosos e agricultura. 2.^a ed. Lisboa. Edições Silabo. p. 142.

¹³⁸ Ferreira, Domingos (2010). *Futuros e outros derivados, Ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC, Análise dos mercados financeiros de ações cambial e taxas de juro, mercados de crédito e dos sectores petrolífero, energia, aviação e metais preciosos e agricultura*. 2.^a ed. Lisboa. Edições Silabo. p. 143.

¹³⁹ Ferreira, Domingos (2010). *Futuros e outros derivados, Ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC, Análise dos mercados financeiros de ações cambial e taxas de juro, mercados de crédito e dos sectores petrolífero, energia, aviação e metais preciosos e agricultura*. 2.^a ed. Lisboa. Edições Silabo. p. 142.

¹⁴⁰ Ferreira, Domingos (2010). *Futuros e outros derivados, Ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC, Análise dos mercados financeiros de ações cambial e taxas de juro, mercados de crédito e dos sectores petrolífero, energia, aviação e metais preciosos e agricultura*. 2.^a ed. Lisboa. Edições Silabo. p. 142.

¹⁴¹ Este valor que é exigido às partes é fixado pela bolsa, tendo em conta o valor do contrato (Pinho, Carlos; Soares, Isabel (2007/2018). *Finanças mercados e instrumentos*. 3.^a ed. Lisboa. Edições Silabo. p. 195).

¹⁴² Pinho, Carlos; Soares, Isabel (2007/2018). *Finanças mercados e instrumentos*. 3.^a ed. Lisboa. Edições Silabo. p. 196.

confirmar as condições contratuais das partes, nomeadamente as que como refere MIGUEL CUNHA¹⁴³ interferem com o pagamento que as partes terão de realizar.

A padronização destes contratos permitirá que a entidade gestora possa impor as condições por si determinadas¹⁴⁴, como permitirá a imposição de limites máximos de variação de preços em cada dia. Não obstante às suas imposições, importa ainda referir que as margens iniciais destes contratos são essenciais para que a entidade gestora consiga exercer as suas funções, como ainda são calculadas de forma que a entidade possa fazer face a qualquer eventual incumprimento¹⁴⁵, tanto que a sua não transferência ou insuficiência poderá levar à cessação do contrato.¹⁴⁶

Estes contratos apenas produzem efeitos quando registados nos sistemas enunciados¹⁴⁷, ou seja, quando os dois contratos se casam dando origem aos contratos futuros.¹⁴⁸ Embora tenha de haver prestação de informações entre as partes, principalmente, entre cada uma das partes e a entidade gestora, questiona-se se há uma relação de mandato, uma vez que nestes contratos, apesar dos efeitos se produzirem na esfera do intermediário financeiro que atuará e executará as ordens sozinho, este tem de transferi-los para as partes¹⁴⁹, podendo ainda encontrar-se agrupados, consoante o ativo em causa, tanto que há contratos futuros sobre taxas de juro, ações ou índices de ações, cambiais e sobre as matérias-primas e mercados.¹⁵⁰

¹⁴³ Cunha, Miguel. (1999). Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. Direito dos valores mobiliários I. pp. 63- 132. Coimbra. Coimbra Editora. p. 77.

¹⁴⁴ Cunha, Miguel. (1999). Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. Direito dos valores mobiliários I. pp. 63- 132. Coimbra. Coimbra Editora. p.79.

¹⁴⁵ Cunha, Miguel. (1999). Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. Direito dos valores mobiliários I. pp. 63- 132. Coimbra. Coimbra Editora. p. 87.

¹⁴⁶ Cunha, Miguel. (1999). Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. Direito dos valores mobiliários I. pp. 63- 132. Coimbra. Coimbra Editora p. 98 e 99.

¹⁴⁷ Cunha, Miguel. (1999). Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. Direito dos valores mobiliários I. Coimbra Editora. p. 92 a 93.

¹⁴⁸ Cunha, Miguel. (1999). Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. Direito dos valores mobiliários I. pp. 63- 132. Coimbra. Coimbra Editora p. 92 a 93.

¹⁴⁹ Cunha, Miguel. (1999). Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. Direito dos valores mobiliários I. pp. 63- 132. Coimbra. Coimbra Editora p. 98.

¹⁵⁰ Cunha, Miguel. (1999). Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. Direito dos valores mobiliários I. pp. 63- 132. Coimbra. Coimbra Editora. p. 99.

4.3.2 Opções

Tal como os futuros, as opções são um instrumento financeiro, conforme consta do artigo 2, n.º 1, al. e) do CVM e é um contrato que também têm subjacente um ativo que será vendido num determinado dia já previamente fixado¹⁵¹ e por um valor que já se encontra também fixado.¹⁵² Este instrumento financeiro derivado, relativamente ao anterior, difere quanto à estrutura podendo ser bilateral ou trilateral, dependendo de quem são as partes neste contrato, isto é, trilateral quando envolve três partes, o beneficiário, o conducente e o intermediário financeiro no caso das opções reguladas em mercado organizado¹⁵³, ou bilateral quando é regulada em OTC (*over the counter*), em que não interfere o intermediário financeiro.¹⁵⁴

É um contrato único dentro dos instrumentos financeiros aqui abordados, pelo facto de haver a possibilidade ou não de compra (*put*) ou venda (*call*) do objeto, permitindo também uma maior liberdade às partes, pelo facto de serem assimétricos¹⁵⁵. Esta opção traduz-se no facto de conferir liberdade a uma das partes¹⁵⁶, ao comprador de ter o poder de compra ou venda, encontrando-se apenas impedido de exigir à outra parte, o vendedor, o seu cumprimento. Por outras palavras, o comprador tem a chamada *option holder* que se traduz no direito de pagamento pelo ativo, mas não pode exigir à outra parte que compre ou venda, e em contrapartida o vendedor concede ao comprador o direito de

¹⁵¹Oliveira, Luís Serrano, Luís & Inácio, Pedro Leite (2019). *Mercados e Instrumentos. Financeiros Fundamentos dos Mercados e dos ativos financeiros*. Lisboa. Edições Silabo. p. 101.

¹⁵²Antunes, José Engrácia (2014). *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p.165.

¹⁵³ Antunes, José Engrácia (2020); *Instrumentos Financeiros*, 4.º Edição revista atualizada, Coimbra. Almedina. p. 241 e 242.

¹⁵⁴Antunes, José Engrácia (2020); *Instrumentos Financeiros*, 4.º Edição revista atualizada, Coimbra. Almedina. p.242.

¹⁵⁵Santos, Hugo Luz (2022). *O Contrato de jogo, o contrato de aposta e o contrato swap de taxas de juro: incursões dogmáticas na zona de confluência inclusiva entre o direito civil, o direito administrativo, o direito do jogo e o direito dos valores mobiliários*. AAFDL. p. 520.

¹⁵⁶Esta opção é um direito que alguns autores classificam como sendo um elemento central que se encontra na esfera jurídica do beneficiário e que o exercício deste direito depende única e exclusivamente da vontade deste, o que por outro lado coloca a outra parte como dependente (Antunes, José Engrácia (2020); *Instrumentos Financeiros*, 4ª edição revista e atualizada. Coimbra. Almedina. p. 242).

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

comprar ou de vender mediante o pagamento de uma prestação.¹⁵⁷ Assim, verifica-se que a liberdade é apenas para um dos lados, ficando o vendedor numa posição mais frágil do que a do comprador, numa situação de sujeição.¹⁵⁸ Tendo em conta a sua posição frágil, o vendedor recebe um prémio quando realizar a transação¹⁵⁹, e caso seja uma opção de compra, pode perder o prémio caso as cotações desçam.¹⁶⁰ Do exposto retira-se que a execução, do contrato depende da vontade do comprador.¹⁶¹

Este instrumento financeiro apresenta algumas desvantagens, nomeadamente em caso de incumprimento, que no caso de ser regulado em mercado é assegurado pelo intermediário financeiro, devido ao mecanismo de compensação que também se aplica aos contratos de futuros, enquanto se for em OTC, o risco cai diretamente nas partes.¹⁶²

Já a execução deste contrato poderá acontecer de três formas, tudo depende do sistema que for adotado, isto é, no caso das opções americanas (sistema americano)¹⁶³ as partes podem executar antes da maturidade ou depois desta, enquanto nas europeias (sistema europeu) apenas pode acontecer no momento/data já prevista^{164/165}, também

¹⁵⁷Nestes casos há uma prestação a ser recebida pelo vendedor, mas por outro tem de haver por parte do comprador uma prestação a ser paga para que este possa adquirir uma opção, o que nos leva a referir que existem direitos e deveres que são diferentes (Banco de Investimento Global. (s.d.). *Manual de Opções. Banco de Investimento*, e consultado em 24 de Janeiro de 2023, disponível no site http://www.big.pt/pdf/Manual_de_Opcoes_Banco_BiG_2021.pdf. p. 3.

¹⁵⁸Oliveira, Luís; Laureano, Luís, & Inácio, Pedro Leite (2019). *Finanças o essencial, Mercados e Instrumentos, fundamentos dos mercados e dos ativos financeiros*. Edições. Lisboa. Edições Silabo. p.101 e 102.

¹⁵⁹Pinho, Carlos; Soares, Isabel. *Finanças mercados e instrumentos*. 3ª ed. Lisboa. Edições Silabo. p. 222.

¹⁶⁰Santos, Hugo Luz. (2022). *O Contrato de jogo, o contrato de aposta e o contrato swap de taxas de juro: incursões dogmáticas na zona de confluência inclusiva entre o direito civil, o direito administrativo, o direito do jogo e o direito dos valores mobiliários*. AAFDL. p. 521.

¹⁶¹Antunes, José Engrácia. (2014). *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p.168.

¹⁶²Antunes, José Engrácia. (2020). *Instrumentos Financeiros*, 4ª edição revista e atualizada. p. 242.

¹⁶³Antunes, José Engrácia. (2014). *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p.168.

¹⁶⁴Kolb, Robert. W.; *Futures, options and swaps*. University of Miami. p.361.

¹⁶⁵As opções americanas e as opções europeias são distintas entre si, quanto ao momento em que podem ser executadas como ainda quanto ao seu valor em circunstâncias específicas, nomeadamente as ações americanas poderão ter uma valoração maior mesmo que seja executada antes do tempo, porém nunca se pode suceder o contrário, ou seja valer menos do que a opção europeia (Kolb, Robert. W.; *Futures, options and swaps*. University of Miami. p. 361).

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

poder-se-á estar perante as opções bermudas cuja execução do contrato é em datas prefixadas¹⁶⁶, sendo a sua execução financeira ou física.¹⁶⁷

À semelhança dos futuros, este instrumento financeiro é usado pelos investidores profissionais para as operações mais complexas.¹⁶⁸

4.3.3 *Swaps*

À semelhança dos anteriores instrumentos financeiros derivados, os *swaps* são um instrumento financeiro derivado, que estão previstos no artigo 2, n.º 1, al. e) do CVM, cujo vencimento do contrato se dá numa data futura, com o pagamento recíproco¹⁶⁹ de uma determinada quantia que pode ser efetuado em moedas diferentes¹⁷⁰ e em datas também já previamente estabelecidas, tendo como objetivo a negociação de fluxos financeiros através de troca ou permuta.¹⁷¹

Estes contratos são bilaterais¹⁷² e não obedecem a forma legal apesar das partes recorrerem a cláusulas pré-estabelecidas^{173/174}, isto é, são contratos onde as partes têm maior autonomia privada quanto à fixação do seu conteúdo e são elaborados caso a caso, tendo apenas como limite a ordem pública e o princípio da boa-fé¹⁷⁵. As partes, tendo em conta sua complexidade, recorrem, por vezes, a modelos estabelecidos pela *International*

¹⁶⁶Antunes, José Engrácia (2014). *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p.150.

¹⁶⁷Antunes, José Engrácia (2014). *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p.149.

¹⁶⁸Kolb, Robert. *Futures, options and swaps*. University of Miami, p. 359.

¹⁶⁹Antunes, José Engrácia (2020). *Instrumentos Financeiros*, 4ª edição revista e atualizada. p.154.

¹⁷⁰Estes contratos apesar de serem onerosos, tem a especificidade das partes poderem ser compensadas monetariamente em moedas diferentes (Teixeira, Maria Emília (2017). *O Contrato de Swap - O credit default swap e o seguro de crédito*. Coimbra. Almedina. pp. 45 e 46).

¹⁷¹Teixeira, Maria Emília. (2017) *O Contrato de Swap - O credit default swap e o seguro de crédito*. Coimbra. Almedina p.26.

¹⁷²Antunes, José Engrácia (2014). *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p. 172.

¹⁷³Antunes, José Engrácia (2014). *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. p. 40.

¹⁷⁴Santos, Hugo Luz. *O Contrato de jogo o contrato de aposta e o contrato swap de taxas de juro: incursões dogmáticas na zona de confluência inclusiva entre o direito civil, o direito administrativo, o direito do jogo e o direito dos valores mobiliários*. AAFDL. p. 522.

¹⁷⁵Teixeira, Maria Emília. (2017) *O Contrato de Swap - O credit default swap e o seguro de crédito*. Coimbra. Almedina. p. 27.

*Swaps and Derivates Association*¹⁷⁶, cujos custos de elaboração não terão de ser suportados por estas^{177/178} e estes contratos classificam-se como atípicos.^{179/180} Face à liberdade contratual que as partes possuem, ROBERT KOLB¹⁸¹ refere que este contrato pode ter início através de um pedaço de papel e a partir daí ser dedicado às necessidades das partes, o que os caracteriza como sendo flexíveis. É também um contrato sinalagmático onde as partes emitem as suas declarações de vontade, proposta e aceitação¹⁸², e que por serem negociados em balcão têm a intervenção de um intermediário financeiro¹⁸³, tanto no momento da sua formação como na sua comercialização, principalmente, nos *swaps* de juro, que obedecem a forma legal.

Todavia, esta liberdade contratual das partes sofre algumas limitações, nomeadamente no que respeita à aceitação das condições da outra parte, dada as especificidades, como ainda são contratos em que qualquer alteração tem de ser previamente acordada entre estas.¹⁸⁴ Acresce ainda que quanto às obrigações para as duas partes, estas podem não ser iguais no momento da sua execução e até gerar esforço

¹⁷⁶Cordeiro, António Barreto Menezes. (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 217.

¹⁷⁷ Cordeiro, António Barreto Menezes. (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 219.

¹⁷⁸O ISDA é uma entidade especializada na elaboração destes contratos (Cordeiro, António Barreto Menezes. (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina p. 219).

¹⁷⁹Cordeiro, António Barreto Menezes, (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina p. 217.

¹⁸⁰Pedro Pais de Vasconcelos considera como atípicos os contratos que não são típicos, isto é, que não se encontram regulados na lei ou até na prática, mas refere que alguns dos contratos atípicos existem na prática. São contratos que se caracterizam pelas partes terem autonomia de fixarem o seu conteúdo conforme o disposto no artigo 405.º do Código Civil podendo estabelecer o seu clausulado dentro dos limites da boa-fé e que se diferenciam dos restantes contratos por não se encontrarem previstos na lei. (Vasconcelos, Pedro Pais. (1995) *Contratos atípicos*. Dissertação de Doutoramento. Coimbra. Almedina. p.207 e ss).

¹⁸¹Kolb, Robert. W., *Futures, options and swaps*. University of Miami. p. 6.

¹⁸²Convergindo a vontade das partes num único sentido (Teixeira, Maria Emília. (2017) *O Contrato de Swap - O credit default swap e o seguro de crédito*. Coimbra. Almedina. p. 41 e 42).

¹⁸³A existência dos intermediários financeiros é importante pelo facto de serem capazes de contrair empréstimos bancários com outras entidades bancárias e atuam na vez do cliente (Antunes, José Engrácia (2020). *Instrumentos Financeiros*. p. 248).

¹⁸⁴ Kolb, Robert. W., *Futures, options and swaps*. University of Miami. p. 661.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

económico para ambas.¹⁸⁵ Por fim, é um contrato que pode gerar vantagens para as partes, como também poderá gerar perdas, por ser um contrato com risco.¹⁸⁶

Por serem contratos que quase sempre envolvem um banco, são também classificados como um contrato bancário.¹⁸⁷ Quando tem a intervenção de um intermediário financeiro, este recebe uma prestação pelo seu serviço¹⁸⁸, que poderá ser paga pelas partes ou por um terceiro, desde que seja previamente acordado, conforme consta do disposto no n.º 7 do *Master Agreement International*, não retirando o seu carácter bilateral.¹⁸⁹

Concluindo e como define a jurisprudência portuguesa o:

“I- Contrato de *swap*, ou de permuta financeira, é o contrato através do qual uma parte transfere o risco económico inerente a um ativo para outra parte, em troca de uma remuneração; concretamente as partes obrigam-se (i) ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, (ii) na mesma moeda ou em moedas diferentes, (iii) numa ou várias datas predeterminadas, (iv) calculadas por referência a fluxos financeiros associados a um ativo subjacente, geralmente, a uma determinada taxa de juro. II - São seus caracteres o Serem contratos a prazo; consensuais, (não estando sujeitos a forma legal obrigatória, exceto nos casos em que se insiram em serviços de intermediação financeira com o público investidor), não reais (cuja formação requer a mera declaração das partes contratantes), sinalagmáticos (sendo fonte para ambas as partes de obrigações ligadas entre si por um nexo de reciprocidade), patrimoniais (onde está, em regra, afastado qualquer “*intuitu personae*”, sendo irrelevante a pessoa ou a qualidade dos contratantes), onerosos (envolvendo atribuições patrimoniais para ambas as partes) e aleatórios (no sentido em que é o risco e incerteza que fornece a própria causa e objeto contratuais). III - Quanto ao seu objeto, dividem-se em duas modalidades fundamentais: os swaps de dívidas (as partes acordam permutar ou trocar entre si quantias pecuniárias expressas em duas moedas diferentes, calculadas mediante a aplicação de uma taxa de câmbio predeterminada) e os de juros (as partes contratantes acordam trocar entre si quantias pecuniárias expressas numa mesma moeda, representativas de juros vencidos sobre um determinado capital hipotético,

¹⁸⁵Cordeiro, António Barreto Menezes, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 218.

¹⁸⁶Cordeiro, António Barreto Menezes, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 218.

¹⁸⁷Cordeiro, António Barreto Menezes, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina. p. 218.

¹⁸⁸Teixeira, Maria Emília. (2017). *O Contrato de Swap - O credit default swap e o seguro de crédito*. Coimbra. Almedina. p. 38.

¹⁸⁹Teixeira, Maria Emília. (2017). *O Contrato de Swap - O credit default swap e o seguro de crédito*. Coimbra. Almedina. p. 49.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

calculados por referência a determinadas taxas de juro fixas e/ou variáveis)” (Cfr. Ac. do Supremo Tribunal de Justiça)¹⁹⁰.

Os swaps podem ainda assumir diversas modalidades, ou seja, podem ser *swaps* de taxa de juro, *swaps* de divisas ou cambiais, *credit default swap* e *swaps* exóticos¹⁹¹ onde se encontram os *equity swaps*.

4.3.3.1 *Equity Swaps*

Como já previamente dito, os contratos *swap* podem assumir diversas modalidades, ou seja, podem ser *swaps* de taxa de juro, *swaps* de divisas ou cambiais, *credit default swap* e *swaps* exóticos¹⁹² onde se encontram os *equity swaps*.

No entanto, na presente dissertação apenas se abordará os *equity swaps*, que são utilizados como ferramenta de esvaziamento do voto. Passando à análise das suas características, os *equity swaps* são instrumentos financeiros derivados dentro dos *swaps* que têm como ativo subjacente as ações ou os índices de ações¹⁹³, e que tal como os *swaps* são contratos que têm duas partes que fazem a troca de fluxos monetários e do qual uma das partes recebe um rendimento que advém do ativo subjacente e a outra parte vê o seu rendimento derivar de uma taxa fixa ou variável.¹⁹⁴ Caraterizam-se por serem contratos sinalagmáticos, onerosos e de natureza consensual¹⁹⁵, cujo objeto pode ser uma liquidação financeira ou física, ou seja, está-se perante uma liquidação física quando há a transição de ações, enquanto que na transação financeira há apenas o pagamento em

¹⁹⁰Ac. do Supremo Tribunal de Justiça, datado de 10-10-2013, processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1. S1, relator Granja da Fonseca e disponível em www.dgsi.pt.

¹⁹¹ Teixeira, Maria Emília. (2017). *O Contrato de Swap - O credit default swap e o seguro de crédito*. Coimbra. Almedina. p.217.

¹⁹² Teixeira, Maria Emília. (2017). *O Contrato de Swap - O credit default swap e o seguro de crédito*. Coimbra. Almedina. p.217.

¹⁹³Teixeira, Maria Emília. (2017). *O Contrato de Swap - O credit default swap e o seguro de crédito*. Coimbra. Almedina. p. 226.

¹⁹⁴ Teixeira, Maria Emília. (2017) *O Contrato de Swap - O credit default swap e o seguro de crédito*. Coimbra. Almedina. p. 226.

¹⁹⁵ Antunes, José Engrácia (2018). “*Equity swaps*” e titularidade de participações sociais. *O Direito*. Ano 150.º (2018), I. Coimbra. Almedina. p. 21.

dinheiro.¹⁹⁶ Mas caso se verifique o aumento do valor do ativo subjacente entre a data de celebração do contrato e do seu cumprimento, o investidor é ressarcido do diferencial do valor, bem como dos dividendos que possam existir.¹⁹⁷ Na execução do contrato o intermediário financeiro tem de pagar as comissões e juros¹⁹⁸, bem como, assumirá o risco, tendo uma posição curta, enquanto que o investidor tem uma posição longa.¹⁹⁹

Tal como os outros instrumentos financeiros já enunciados, também este é usado para a redução do risco e até pode ser usado como forma de dissociação da titularidade²⁰⁰, sendo o mais usado pelos os *hedge funds* por permitir um aumento do poder de voto, podendo a parte que o detém votar na Assembleia Geral e permite aos sócios que estejam inibidos de passar o poder de voto para um terceiro.²⁰¹ Este tipo de *swap* têm a intervenção de um intermediário financeiro que seguirá as ordens de uma das partes, podendo haver

¹⁹⁶ Antunes, José. Engrácia (2018). “*Equity swaps*” e titularidade de participações sociais. *O Direito*. Ano 150.º (2018), I. Coimbra. Almedina. p. 21 e 22.

¹⁹⁷ Culinovic-Herc, Edita., & Zubović, Antonija (2015). *Tackling Empty Voting in the EU: The Shareholders’ Rights Directive and the Revised Transparency Directive*. Consultado no dia 01-11-2022 www.academia.edu.

https://www.academia.edu/37894275/Tackling_Empty_Voting_in_the_EU_The_Shareholders_Rights_Directive_and_the_Revised_Transparency_Directive?email_work_card=title.p.137.

¹⁹⁸ Culinovic-Herc, Edita., & Zubović, Antonija (2015). *Tackling Empty Voting in the EU: The Shareholders’ Rights Directive and the Revised Transparency Directive*. Consultado no dia 01-11-2022 www.academia.edu.

https://www.academia.edu/37894275/Tackling_Empty_Voting_in_the_EU_The_Shareholders_Rights_Directive_and_the_Revised_Transparency_Directive?email_work_card=title. p. 137.

¹⁹⁹ Culinovic-Herc, Edita., & Zubović, Antonija (2015). *Tackling Empty Voting in the EU: The Shareholders’ Rights Directive and the Revised Transparency Directive*. Consultado no dia 01-11-2022 www.academia.edu.

https://www.academia.edu/37894275/Tackling_Empty_Voting_in_the_EU_The_Shareholders_Rights_Directive_and_the_Revised_Transparency_Directive?email_work_card=title. p.137.

²⁰⁰ “São frequentemente utilizados como expediente jurídico de dissociação entre a titularidade jurídica (formal) e económica de participações sociais(...)” (Flavell, Richard, *Swaps and Other Derivates*. Em Antunes, José Engrácia (2014). *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina. nota de rodapé 396. p.225).

²⁰¹ Oliveira, Ana Perestrelo. (2018 reimpressão). *Manual de Governo das Sociedades*. Coimbra. Almedina. p. 148.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

aqui uma espécie de titularidade indireta^{202/203}, ou de mandato com representação que se encontra previsto no código civil²⁰⁴, havendo para o efeito uma conta de registo individualizado “onde constam de forma indistinta os valores mobiliários por conta de múltiplos investidores” (Pinto, 2018, p. 37).²⁰⁵ Assim conclui-se que estes contratos têm a intervenção de três pessoas, sendo que uma delas é um intermediário financeiro.²⁰⁶

Sobre esta matéria do relacionamento com o intermediário financeiro, o Supremo Tribunal de Justiça²⁰⁷ refere que quanto às ordens, as mesmas podem ser dadas por escrito ou oralmente, devendo inicialmente ser dadas por escrito, conforme o disposto no artigo 327.º, n.º 1 do CVM, devido ao princípio da transparência e da confiança e por ainda ser uma proteção quer para o intermediário, quer para os restantes.

Apesar de se atuar desta forma quanto nos *equity swap*, o que acontece é que os *swaps* levantam outros problemas, nomeadamente, quanto à manipulação do direito de

²⁰²Figueiredo, André. (novembro, 2011). *O Negócio Fiduciário perante Terceiros, com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*. Dissertação para a obtenção do grau de doutor Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, orientada por Rui Pinto Duarte, consultado a 11 de fevereiro de 2023, disponível em <https://run.unl.pt/handle/10362/7340>. P. 426.

²⁰³Esta titularidade como refere o Supremo Tribunal de Justiça é chamada de relação de clientela que permite regular a atuação do intermediário financeiro em relações futuras (Ac. do Supremo Tribunal de Justiça, datado de 07-06-2018, processo n.º 2393/09.5TVPRT.L2. S1, Relator Abrantes Geraldês, disponível em www.dgsi.pt).

²⁰⁴Santos, Hugo Luz dos, (2014). *O contrato de swap de taxas de juro e os instrumentos derivados financeiros à luz do recente acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 10 de outubro, de 2013: a “alteração anormal das circunstâncias” e as categorias doutrinárias norte-americanas da “unconscionability” e da “bounded rationality”: um “estranho caso” de aliança luso-americana?* Revista de Direito das Sociedades VI, consultado em 11-02-2023, disponível <http://www.revistadedireitodassociedades.pt>, p. 420.

²⁰⁵Pinto, Ana Laura Castro das Costa (junho 2018) *A publicidade das participações sociais em sociedades anónimas*. Dissertação de mestrado para a obtenção do grau de mestre. Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, orientada por Pedro Caetano Nunes, consultada no dia 08-10-2023 e disponível https://run.unl.pt/bitstream/10362/57494/1/Pinto_2019.pdf p. 37.

²⁰⁶Assim há um contrato de intermediação financeira entre o investidor e o intermediário financeiro, “relativo à prestação de uma atividade de intermediação financeira” (Ac. do Tribunal da Relação do Porto, processo 1647/16,9T8PVZ.P1, Relatora Lina Baptista, datado de 11-04-2018, disponível em www.dgsi.pt), encontrando-se nos artigos 321.º do CVM de que estes contratos obedecem a forma escrita bem como as informações que deverão ser prestadas pelo intermediário financeiro nos termos dos artigos 323.º do CVM e seguintes.

²⁰⁷Ac. do Supremo Tribunal de Justiça, datado de 07-06-2018, processo n.º 2393/09.5TVPRT.L2. S1, Relator Abrantes Geraldês, disponível em www.dgsi.pt.

voto, bem como provocar um conflito de interesses²⁰⁸, como aconteceu nos Estados Unidos com a farmacêutica americana *Mylon*, que em 2004 anunciou a sua pretensão de comprar as ações da farmacêutica *King* por um valor superior, sendo um dos sócios desta última sociedade a farmacêutica *Perry*. Sabendo a *Perry* do anúncio e manifestando interesse na aquisição das ações da *King*, sabia que para a sua realização teria de haver a aprovação do negócio por parte da administração, pelo que adquiriu cerca de 9,9% das ações da *Mylon*. Porém, dado o seu interesse na realização do dito negócio, e que a não realização seria desvantajosa para si, celebrou um contrato de *equity swap*, de forma a não ficar exposta ao risco. Caso houvesse a realização deste negócio aconteceria que a *Perry*, que é um *hedge fund*, iria em simultâneo ser sócia nas duas sociedades e ter acesso a qualquer informação, provocando uma situação de conflito de interesses.²⁰⁹

Este instrumento financeiro é para alguns autores considerado vantajoso devido à proteção que confere quanto ao risco que deriva das cotações; aumenta o poder na assembleia geral e é uma forma de ultrapassar impedimentos quanto ao voto.²¹⁰ Tais vantagens tornam-nos num dos instrumentos mais utilizados pelos fundos de cobertura (*hedge funds*), pelo facto de o risco ser quase nulo, permitindo a estes fundos terem um retorno sobre o seu investimento.

4.3.4 *Forward*

²⁰⁸Santos, Hugo Luz dos (2014). O contrato de *swap* de taxas de juro e os instrumentos derivados financeiros à luz do recente acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 10 de Outubro, de 2013: a “alteração anormal das circunstâncias” e as categorias doutrinárias norte-americanas da “*unconscionability*” e da “*bounded rationality*”: um “estranho caso” de aliança luso-americana?, *Revista de Direito das Sociedades VI*, consultado em 11-02-2023, disponível <http://www.revistadedireitodassociedades.pt>. p. 421.

²⁰⁹Santos, Hugo Luz dos (2014). O contrato de *swap* de taxas de juro e os instrumentos derivados financeiros à luz do recente acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 10 de Outubro, de 2013: a “alteração anormal das circunstâncias” e as categorias doutrinárias norte-americanas da “*unconscionability*” e da “*bounded rationality*”: um “estranho caso” de aliança luso-americana?, *Revista de Direito das Sociedades VI*, consultado em 11-02-2023, disponível <http://www.revistadedireitodassociedades.pt>. p. 422.

²¹⁰Oliveira, Ana Perestrelo (2015). *Manual de Corporate Finance*. 2.ªEd. reimpressão. Coimbra. Almedina. p.191.

Tal como os outros instrumentos financeiros, os *forwards* são também contratos parecidos com os futuros, por serem contratos onde já são pré-fixados alguns requisitos, isto é, as partes acordam previamente a venda ou compra de uma quantidade de um determinado ativo, por um determinado preço^{211/212} e numa determinada data, negociados em balcão.²¹³

Nestes contratos, cada uma das partes assume uma posição, o comprador assume uma posição longa e o vendedor assume uma posição curta.²¹⁴ Isto traduz-se no seguinte, aquele que assume uma posição curta tem o dever de entregar o bem, e fica ainda obrigado ao cumprimento das suas obrigações, que para a outra parte são direitos²¹⁵, como tem o desejo de que o preço do ativo suba, para o vender a um valor mais alto, não querendo que o mesmo baixe, porque teria de suportar a diferença entre os dois valores, o que se pressupõe que a posição do comprador será longa e tem como objetivo que o valor do bem desça, de forma a que na data futura possa comprá-lo a um valor mais atrativo.²¹⁶ Contudo, caso as partes pretendam fechar uma das suas posições antecipadamente, tem de se realizar uma inversão das posições, ou seja, se for o vendedor, este tem de tomar

²¹¹Nóbrega, José Alberto Alves (1997). *Contratos forward e futuros na cobertura de risco de preços na indústria portuguesa transformadora de soja: análise e eficiência*. Dissertação apresentada ao Instituto Superior de Gestão e Economia da Universidade Técnica de Lisboa para a obtenção do grau de mestre, orientada por João da Silva Ferreira, consultada no dia 15-07-2023, disponível em <http://hdl.handle.net/10400.5/14752>, p. 52.

²¹²Colina, Rafael Corzo de la; Balbi, Mauricio; *Los Instrumentos Financieros Derivados: Qué son, para que sirven y como funciona?* Revista de Derecho, Themis 54, consultado no dia 18-02-2023 e disponível em <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/8879>, p.210.

²¹³Antunes, José Engrácia, (2014) *Os Instrumentos Financeiros*. 2ª ed. Coimbra. Almedina. p. 185.

²¹⁴Nóbrega, José Alberto Alves (1997). *Contratos forward e futuros na cobertura de risco de preços na indústria portuguesa transformadora de soja: análise e eficiência*. Dissertação apresentada ao Instituto Superior de Gestão e Economia da Universidade Técnica de Lisboa para a obtenção do grau de mestre, orientada por João da Silva Ferreira, consultada no dia 15-07-2023, disponível em <http://hdl.handle.net/10400.5/14752>, p. 52.

²¹⁵Nóbrega, José Alberto Alves (1997). *Contratos forward e futuros na cobertura de risco de preços na indústria portuguesa transformadora de soja: análise e eficiência*. Dissertação apresentada ao Instituto Superior de Gestão e Economia da Universidade Técnica de Lisboa para a obtenção do grau de mestre, orientada por João da Silva Ferreira, consultada no dia 15-07-2023, disponível em <http://hdl.handle.net/10400.5/14752>, p. 52.

²¹⁶Analyst, I. G. (2018, novembro 15). *Posições longas e curtas*. IG. Consultado no dia 06-10-2023 e disponível em <https://www.ig.com/por/ig-academy/como-funciona-o-trading/going-long-and-short>.

uma posição longa, tendo sempre de contactar a parte contrária, para que assim haja a celebração de um novo contrato anulando assim as obrigações do primeiro.²¹⁷

Apesar dos futuros e *forwards* serem semelhantes, ambos se distinguem pelo facto de nos *forwards* ser conferida maior liberdade às partes para adaptá-lo às suas necessidades²¹⁸, isto é, pode estipular o bem ou tipo de serviço a ser prestado, a quantidade e a qualidade e quanto à data de vencimento²¹⁹, não permitindo conhecê-los, enquanto que os futuros são contratos padronizados.²²⁰ A flexibilização de estipulação quanto às obrigações²²¹ deve-se pelo facto de estes contratos serem concluídos fora da bolsa.²²² Diferenciam-se ainda pelo facto de não haver no momento da transação do ativo qualquer fluxo financeiro²²³ e por ter um número de ativos subjacentes mais limitado.²²⁴

Este instrumento financeiro derivado divide-se em duas modalidades, um contrato *forward* sobre taxas de juro ou sobre taxas de câmbio. No primeiro contrato estamos perante uma situação, tal como o próprio nome indica, que versa sobre o pagamento recíproco de uma taxa de juro relativa a um depósito a prazo, sendo o valor da taxa a ser pago calculado com base nas taxas de juro contratualmente previstas e a liquidar numa

²¹⁷ Nóbrega, José Alberto Alves (1997). *Contratos forward e futuros na cobertura de risco de preços na indústria portuguesa transformadora de soja: análise e eficiência*. Dissertação apresentada ao Instituto Superior de Gestão e Economia da Universidade Técnica de Lisboa para a obtenção do grau de mestre, orientada por João da Silva Ferreira, consultada no dia 15-07-2023, disponível em <http://hdl.handle.net/10400.5/14752>. p. 54 e 55.

²¹⁸ Apesar da liberdade dada às partes quanto ao contrato, estas podem também seguir determinados modelos estandardizados, como por exemplo o *British Bankers' Association* (Antunes, José Engrácia, (2020) *Instrumentos Financeiros*. 4ª Edição revista atualizada, Coimbra. Almedina p. 276).

²¹⁹ Cunha, Miguel. Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. *Direito dos valores mobiliários I*. pp. 63- 132. Coimbra. Coimbra Editora, p. 71.

²²⁰ ECON 252: Financial Markets (2011) Lecture 15 - *Forward and Futures Markets*, Universidade de Yale, consultado no dia 15-02-2023 e disponível em <https://oyc.yale.edu/economics/econ-252-11/lecture-15>.

²²¹ Cunha, Miguel. *Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. Direito dos valores mobiliários I*. pp. 63- 132. Coimbra. Coimbra Editora. p.71.

²²² Barbosa, Mafalda Miranda (2017). Entre a Gestão do risco e a especulação: reflexões a propósito de certos contratos de derivados de crédito. *Boletim de Ciências Económicas*. p.307–358. Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra p. 315.

²²³ Oliveira, Luís; Laureano, Luís, & Inácio, Pedro Leite. *Finanças o essencial, Mercados e Instrumentos, fundamentos dos mercados e dos ativos financeiros*. Lisboa. Edições Silabo. p. 83.

²²⁴ Antunes, José Engrácia, (2020) *Instrumentos Financeiros*. 4ª Edição revista atualizada, Coimbra. Almedina p. 277.

data futura já fixada pelas partes²²⁵, enquanto que no segundo recai sobre as taxas cambiais já previamente contratualizadas, e que tal como no primeiro há lugar ao pagamento recíproco de determinado montante. Ao contrário de outros instrumentos financeiros, o pagamento poderá ser em moedas diferentes, cuja liquidação será em momento futuro, previamente acordado.²²⁶

Em face do exposto depreende-se que os instrumentos financeiros derivados são contratos cuja base assenta na incerteza do risco que as partes possam atravessar, não sabendo estes sem a existência destes contratos o valor que iriam pagar na data acordada, concedendo assim às partes uma maior estabilidade, nomeadamente perante contratos cujos bens sejam agrícolas, salvaguardando-se que o ativo que está subjacente ao contrato é independente deste.

5. Os não acionistas - Hedge Funds

Antes de nos debruçarmos sobre quem são os hedge funds é fundamental referir, de forma breve, o que é um sócio e o que, por regra, um sócio pretende da sociedade, já que a sua posição é diferente daquela que é assumida por estes fundos ou privados²²⁷, para quem não há uma definição universal.

²²⁵Antunes, José Engrácia (2020) *Instrumentos Financeiros*. 4º Edição revista atualizada, Coimbra. Almedina. p. 278.

²²⁶Antunes, José Engrácia (2020) *Instrumentos Financeiros*. 4º Edição revista atualizada, Coimbra. Almedina. p. 278.

²²⁷Schneider, Marguerite, & Ryan, Lori Verstegen (2009). *A review of hedge funds and their investor activism: do they help or hurt other equity investors?* *Journal of Management & Governance*, 15(3), 349–374. consultado em março de 2023. <https://doi.org/10.1007/s10997-009-9113-x>, p.351

Para alguns autores, como RICARDO CORREIA²²⁸, a posição do sócio corresponde a alguém que é titular de uma participação social, que tem direitos²²⁹ e obrigações²³⁰, podendo ser até titulares de direitos de cariz especial. À luz do artigo 274.º do CSC, a qualidade de sócio nas sociedades anónimas é adquirida através da celebração de um contrato de sociedade ou quando há um aumento de capital, depreendendo-se da leitura do aludido artigo que aquele que pretenda adquirir a qualidade de sócio tem de comprar ações²³¹, independentemente do modo de como é feita a sua aquisição²³². E que ao contrário dos *hedge funds*, normalmente têm uma relação duradoura com a sociedade e não momentânea, ou a curto prazo, como se verifica com estes fundos.

Quanto aos *hedge funds*, apesar de terem atualmente maior visibilidade são um fenómeno que surgiu no fim da década de 40, nos Estados Unidos, com Alfred Winslow Jones de um modo muito rudimentar comparativamente aos dias de hoje, e até considerado marginal.²³³ Porém, o seu crescimento exponencial deu-se com o aparecimento e desenvolvimento dos instrumentos financeiros, principalmente a partir dos anos 90²³⁴, o que os torna atualmente uma parte essencial da área financeira²³⁵, gerando milhões.

²²⁸ Artigo 20.º do CSC.

²²⁹ Artigo 20.º do CSC.

²³⁰ Correia, Ricardo Serra (2013). Os Direitos Especiais à Luz Do CSC e do Direito da União Europeia – Algumas Reflexões. *Revista da Ordem dos Advogados*, (a.73 n.4), pp 1389–1422, consultado no dia 19-02-2023 e disponível em <http://www.oa.pt>. p. 1389 e 1390.

²³¹ Cordeiro, António Menezes (2007), *Manual de Direito das Sociedades. Das sociedades em Especial*, Vol. II, 2ª ed. revista e atualizada, Coimbra. Almedina, p. 569.

²³² Cordeiro, António Menezes (2007), *Manual de Direito das Sociedades. Das sociedades em Especial*, Vol. II, 2ª ed. revista e atualizada, Coimbra. Almedina, p. 569.

²³³ Bessa, Tiago. (2010). Crise, regulação e supervisão de *hedge funds*. *Revista de Direito Das Sociedades*, II (3/4), pp 849–919. Coimbra. Almedina. p. 853 e 855.

²³⁴ Bessa, Tiago. (2010). Crise, regulação e supervisão de *hedge funds*. *Revista de Direito Das Sociedades*, II (3/4), pp 849–919. Coimbra. Almedina. p. 855.

²³⁵ Baker, H. Kent., & Filbeck, Greg (2017). *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*. Oxford University Press. Copyright. p. 3.

Importa referir o que é que eles são, como atuam, quais os meios e o que pretendem, questionando-se se desde já se estes poderão ser considerados como sócios, e se seguem interesses que não sejam distintos do interesse social.

6. Os *Hedge Funds* e os outros investidores

No ordenamento jurídico português não existe uma definição de *hedge funds*²³⁶, entendendo alguns ordenamentos jurídicos de que se está perante um privado, enquanto outros entendem que é um investidor.²³⁷ TIAGO BESSA²³⁸ refere que os *hedge funds* podem assumir várias formas “jurídico-organizativas” (Bessa, 2010, p. 858)²³⁹ que apesar de serem atípicas, os investimentos feitos por si são legais²⁴⁰ e que se caracterizam por serem usados ou constituídos por investidores profissionais com grande conhecimento, apesar de puderem ser constituídos por outras pessoas e que a nível prático se diferenciam dos outros devido à carteira de investimento diversificada²⁴¹ tendo um risco reduzido.

Ademais, diferenciam-se pelo facto de terem liberdade, por não se encontrarem sujeitos a uma regulação apertada como os investidores profissionais, o que permite uma maior margem de manobra²⁴² na sua atividade, dado que o seu objetivo é o retorno

²³⁶ A CMVM classifica estes fundos como alguém que não é regulado ou sujeito a regras conforme outro investidor (Caixa Geral de Depósitos (28-05-2021), *Hedge funds*: será que o risco compensa? consultado no dia 15-07-2023, disponível em <https://www.cgd.pt/Site/Saldo-Positivo/o-banco-e-eu/Pages/hedge-funds.aspx>).

²³⁷ Schneider, Marguerite, & Ryan, Lori Verstegen (2009). *A review of hedge funds and their investor activism: do they help or hurt other equity investors?* *Journal of Management & Governance*, 15(3), 349–374. consultado em março de 2023. <https://doi.org/10.1007/s10997-009-9113-x>. p.351.

²³⁸ Bessa, Tiago. (2010). Crise, regulação e supervisão *de hedge funds*. *Revista de Direito Das Sociedades*, II (3/4), pp 849–919. Coimbra. Almedina p. 858.

²³⁹ Bessa, Tiago. (2010). Crise, regulação e supervisão *de hedge funds*. *Revista de Direito Das Sociedades*, II (3/4), pp 849–919. Coimbra. Almedina p. 858.

²⁴⁰ Antunes, José Engrácia. (2009). Os “*hedge funds*” e o governo das sociedades. *Direito dos valores mobiliários*. Vol. IX, pp. 9-70. Coimbra Editora. p.19

²⁴¹ Baker, B. Kent & Filbeck, Greg, *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*. Oxford University Press. Copyright. p.3.

²⁴² Dias, Gabriela Figueiredo (2008). Regulação e Supervisão dos *Hedge Funds*. revista *Direito dos Valores Mobiliários: Vol. VIII* (pp. 65–149). Coimbra. Coimbra Editora. p 74 e 75.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

absoluto.²⁴³ Estas organizações não têm de obedecer a uma determinada forma, adaptando-se ao regime que lhes for mais favorável a nível fiscal²⁴⁴, como ainda são constituídos por investidores que tem elevados conhecimentos e que se caracterizam por ter uma posição mais ativa ou até agressiva, não sendo passivos, e sendo considerados como aqueles que nunca dormem.²⁴⁵

Uma vez que não existe uma definição clara e global sobre o que se entende por *hedge funds* tem de se atender às suas características.

7. Diferenças entre os *hedge funds* e os outros investidores

Ao contrário dos investidores tradicionais, os *hedge funds*, como já referido, são constituídos por um ou mais investidores²⁴⁶ com altos conhecimentos na área financeira, e que se envolvem em esquemas de investimento coletivo altamente avançados e complexos, além de terem uma carteira de investimentos grande²⁴⁷, o que lhes permite uma redução do risco, como ainda operam em vários mercados explorando a ineficiência

²⁴³ Bessa, Tiago. (2010). Crise, regulação e supervisão de hedge funds. *Revista de Direito Das Sociedades*, II (3/4), pp 849–919. Coimbra. Almedina. p. 860.

²⁴⁴ Matos, Inês Serrano de (2014). *Hedge Fund: o acionista que nunca dorme?* *Boletim de Ciências Económicas, Homenagem ao Professor Doutor António José Avelãs Nunes, LVII -Tomo II*. Universidade de Coimbra, 2014, consultado no dia 18 de fevereiro de 2023 e disponível em <http://hdl.handle.net/10316.2/397842218>. p. 221.

²⁴⁵ Matos, Inês Serrano de (2014). *Hedge Fund: o acionista que nunca dorme?* *Boletim de Ciências Económicas, Homenagem ao Professor Doutor António José Avelãs Nunes, LVII -Tomo II*. Universidade de Coimbra, 2014, consultado no dia 18 de fevereiro de 2023 e disponível em <http://hdl.handle.net/10316.2/397842218>. p. 221.

²⁴⁶ Os *hedge funds* podem ser constituídos por investidores pessoas singulares (particulares) ou institucionais, diferenciando-se pelo seu património, pelo risco que são capazes de suportar e pela durabilidade dos investimentos. (Silva, Silvana Raquel Araújo Monteiro Ribeiro da. (2013). *A indústria de hedge funds: características, estratégias e divulgação de informação*. Dissertação para a obtenção do grau de mestre apresentada no Instituto Superior de Contabilidade e administração de Coimbra, orientada por Ana Paula Quelhas, consultada no dia 10-10-2023 e disponível no site <http://comum.rcaap.pt>).

²⁴⁷ Ganchev, Alexander. (sem data). *Hedge Funds, Evolution and perspective*. www.academia.edu. consultado a 2 de dezembro de 2022, e disponível no site https://www.academia.edu/24220675/HEDGE_FUNDS_EVOLUTION_AND_PERSPECTIVES p.1

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

destes.²⁴⁸ Já os investidores tradicionais têm um poder de atuação limitado devido à regulação apertada a que se encontram sujeitos, bem como quanto aos seus conhecimentos.²⁴⁹

Porém, importa saber o que os diferencia dos restantes, porque é que se tornam de certa forma tão especiais e têm levado a que o legislador tente regular a sua atuação, e porque é que são por vezes perigosos para as sociedades.

Prosseguindo com a análise das suas características, trata-se de uma organização que pode ser composta por pessoas coletivas e singulares dispostas a que os seus capitais sejam investidos²⁵⁰ e geridos por esta entidade²⁵¹, que se caracterizam por pretenderem a diminuição ou aniquilação do risco, fazendo uso das chamadas posições de *hending*, ou seja, através da variedade de estratégias^{252/253}, como a adoção de posições contrárias (longas e curtas). Desta forma há aniquilação do risco²⁵⁴ que costuma derivar das transações, chegando ao ponto de criar até as suas próprias condições²⁵⁵ com o uso dos instrumentos financeiros, principalmente dos *equity swaps*. Tais estratégias, devido à falta

²⁴⁸ Ganchev, Alexander. (sem data). *Hedge Funds, Evolution and perspective*. www.academia.edu. consultado a 2 de dezembro de 2022, e disponível no site https://www.academia.edu/24220675/HEDGE_FUNDS_EVOLUTION_AND_PERSPECTIVES, p. 6 e 7.

²⁴⁹ Bessa, Tiago (2020), Crise, regulação e supervisão de *hedge funds*. *Revista de Direito Das Sociedades*, II (3/4), pp 849–919. Coimbra. Almedina. p.863.

²⁵⁰ Matos, Inês Serrano. (2014). *Hedge Fund: o acionista que nunca dorme?* *Boletim de Ciências Económicas, Homenagem ao Professor Doutor António José Avelãs Nunes, LVII -Tomo II*. Universidade de Coimbra, 2014, consultado no dia 18 de fevereiro de 2023 e disponível em <http://hdl.handle.net/10316.2/397842218>. p. 218 e 219.

²⁵¹ A Caixa Geral de Depósitos quanto a estes fundos vem dizer que os mesmos poderão ser geridos por ou um gestor ou administrador (Caixa Geral de Depósitos, (28-05-2021) *Hedge funds: será que o risco compensa?*)

²⁵² Baker, B. Kent & Filbeck, Greg. *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*. Oxford University Press. Copyright. p. 3.

²⁵³ Estes fundos caracterizam-se por serem flexíveis nos seus investimentos, agressivos e por terem uma diversidade de ativos financeiros, ao contrário do mutual funds que seguem as condutas dos investidores tradicionais (Baker, B. Kent. & Filbeck, Greg. *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*. Oxford University Press. Copyright. p.3 e .4).

²⁵⁴ Os hedge funds fazem bastante uso das posições curtas a fim de evitar risco e obter o maior lucro possível (Bessa, Tiago. (2010). Crise, regulação e supervisão de *hedge funds*. *Revista de Direito Das Sociedades*, II (3/4), pp. 849–919.Coimbra. Almedina. p 863).

²⁵⁵ Dias, Gabriela Figueiredo.(2008). Regulação e Supervisão dos *Hedge Funds*. *Direito dos Valores Mobiliários: Vol. VIII* (p. 65–149). Coimbra. Coimbra Editora. p .76.

de regulação, são de difícil perceção, dado que estes fundos de cobertura têm grande liberdade e preferem países cujo regime fiscal não seja tão restrito²⁵⁶, e que não se encontrem sujeitos ao dever de transparência e informação, tornando a sua conduta um pouco engenhosa.²⁵⁷ Os investimentos tradicionais, por sua vez, caracterizam-se por serem compostos por acionistas passivos que se encontram relacionados com os mercados estando sujeitos a uma regulação mais apertada, como por exemplo na União Europeia com a Diretiva dos Mercados Financeiros II exige-se uma maior transparência, informação, e igualdade entre as partes, principalmente, entre os investidores e por causa da negociação algorítmica.²⁵⁸

Além da pretensão da diminuição do risco, os *hedge* caracterizam-se ainda por almejarem o retorno absoluto ou o maior lucro possível²⁵⁹, o que desde logo pode levantar a questão de se saber se estes seguem um interesse próprio ou o interesse social, o que pode gerar conflitos de interesse e impacto na sociedade.²⁶⁰ Por outro lado, o facto de pretenderem o retorno absoluto permite concluir que trabalham com um determinado objetivo.²⁶¹ Assim deduz-se que a sua estratégia e o foco na obtenção do lucro irão

²⁵⁶Na Europa o principado do Mónaco (Menéndez, Uría; Pappalardo, Bonelli Erede; Bredin Prat; Westbrook, De Brauw Blackstone; Mueller, Hengeler; May, Slaughte and (2012). *Understanding and dealing with hedge funds and shareholder activism across Europe: the impact of financial crisis*. Consultado no dia 03-12-2023 e disponível em https://www.uria.com/documentos/publicaciones/3388/documento/HEDGE_FUNDS.pdf?id=3925. p.7.

²⁵⁷Martins, Alexandre Soveral (outubro de 2018). DGFIA, *hedge funds* e governação das sociedades anónimas. *Direito das Sociedades Comerciais em Revista*, Vol.18, ano 9. Coimbra. Almedina. p. 131.

²⁵⁸Neste tipo de negociação a intervenção humana é mínima, por ser criado um algoritmo informático que irá estabelecer os aspetos da ordem. (DIRETIVA 2014/65/UE DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 15 de maio de 2014 relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE. (sem data). Europa.eu. Consultada no dia 14 de outubro de 2023, de <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065>.

²⁵⁹Dias, Gabriela Figueiredo. (2008). Regulação e Supervisão dos *Hedge Funds*. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. VIII. pp. 65–149. Coimbra. Coimbra Editora. p. 76.

²⁶⁰Tal impacto pode ser de tal forma que pode levar a qual haja um acerta apatia ou até mesmo a não participação de outros sócios na vida da sociedade (Martins, Alexandre Soveral. (outubro de 2018) DGFIA, *hedge funds* e governação das sociedades anónimas. *Direito das Sociedades Comerciais em Revista*, Vol.18, ano 9. Coimbra. Almedina. p 127 a 129).

²⁶¹Antunes, José Engrácia. (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*, IX, pp.9–70. Coimbra. Coimbra Editora. p. 49.

determinar a carteira de investimentos²⁶² e consequentemente a intervenção dentro de uma sociedade será ativa no que diz respeito à gestão. A intervenção destes fundos numa sociedade leva a que seja feito um estudo prévio, por exemplo dos balanços, havendo uma procura intensiva de informação em pouco tempo e ter uma conduta assertiva quanto ao investimento que pretendem fazer, atuando conforme a informação recolhida²⁶³. Ligada a esta característica, encontra-se a sua própria remuneração que depende da sua atividade, performance e comissões, ao contrário do que acontece com outros investidores tradicionais.^{264/265}

8. Estratégias e formas de atuação

Há uma questão que se coloca, quais serão as estratégias usadas por estes fundos? Procedendo à análise das estratégias usadas pelos *hedge funds*, uma das mais usadas tem sido as posições longas e curtas²⁶⁶, que se caracteriza por se basear na combinação das duas posições²⁶⁷, sendo que é através desta estratégia que conseguem prever se as ações

²⁶²Antunes, José Engrácia. (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*, IX, pp.9–70. p.49.

²⁶³Antunes, José Engrácia (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*, IX, pp.9–70. p. 76.

²⁶⁴Antunes, José Engrácia (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*, IX, pp.9–70. p. 50.

²⁶⁵As comissões que estes fundos possam vir a ter, são constituídas por uma parte fixa, mas também podem ter uma parte variável, uma vez que se encontram dependentes de si mesmo e que assim servem como um investimento (Antunes, José Engrácia (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*, IX, pp.9–70. Coimbra. Coimbra Editora. p. 50).

²⁶⁶Nas posições curtas ou a descoberto, o vendedor não é titular do valor mobiliário, quando há a execução da ordem (Oliveira, Madalena Perestrelo. (Ano V 2013) Instrumentos Financeiros com fins e exercício de direitos sociais. *Revista de Direito das Sociedades*, (v), pp. 537–602. consultado no dia 03-05-2023, disponível em <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas/ano-v-3>, p.565), mas fica obrigado a entregar ao comprador em obrigações equivalentes, como ainda aposta na descida do bem a ser entregue. Caso haja a descida o vendedor obtém lucro, podendo para que tal efeito se verifique provocar rumores falsos sobre a sociedade, de modo que haja a descida do valor do ativo subjacente. (Oliveira, Madalena Perestrelo, (Ano V 2013) Instrumentos Financeiros com fins e exercício de direitos sociais. *Revista de Direito das Sociedades*, (v), pp. 537–602. consultado no dia 03-05-2023, disponível em <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas/ano-v-3>, p. 566 e 567).

²⁶⁷Antunes, José Engrácia (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*, IX, pp.9–70. Coimbra. Coimbra Editora. p. 31.

terão um rendimento superior ou inferior.²⁶⁸ Contudo, para que tenham rendimento com este tipo de estratégia, o rendimento da posição longa tem de ser mais rentável do que as posições curtas²⁶⁹, apesar destas últimas terem como vantagem o facto de não ficarem expostos ao risco, pressupondo-se que da parte destes fundos existe previamente um estudo para a tomada de tais posições, já que desejam o retorno absoluto e que o mesmo é dependente do desempenho destes gestores.^{270/271}

Outra das estratégias usadas são as chamadas *events-driven*, que como classifica ENGRÁCIA ANTUNES²⁷², é a procura de investimentos, de âmbito económico ou empresarial, que ocorrem quando há fusões pretendendo-se com tal estratégia tirar vantagens com a ineficiência dos mercados, nomeadamente, com a avaliação destas situações.^{273/274} No entanto, esta estratégia, subdivide-se em outras sub-estratégias²⁷⁵ que são a *distressed securities*²⁷⁶ e *merger arbitrage* que tem a ver com a compra de ações das

²⁶⁸ Antunes, José Engrácia (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*, IX. pp.9–70. Coimbra. Coimbra Editora. p. 31.

²⁶⁹ Baker, Kent H & Filbeck, Greg; *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*. Oxford University Press. Copyright, p. 185.

²⁷⁰ Baker, Kent H & Filbeck, Greg; *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*. Oxford University Press. Copyright, p. 186.

²⁷¹ Neste tipo de estratégias pode haver um portfólio variado de estratégias (Baker, Kent H & Filbeck, Greg *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*. Oxford University Press. Copyright p. 186).

²⁷² Antunes, José Engrácia (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*. IX. pp.9–70. Coimbra. Coimbra Editora. p. 31.

²⁷³ Crystal Capital Partners. *Event-Driven Strategies*. (2022, Janeiro 28). <https://www.crystalfunds.com/insights/event-driven-strategy> consultado no dia 12 de setembro de 2023

²⁷⁴ Baker, Kent H & Filbeck, Greg. *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*. Oxford University Press. Copyright. p. 207.

²⁷⁵ Estas sub-estratégias assentam na fusão de sociedades, pelo facto de poder haver um aumento do valor das ações da sociedade que é alvo da fusão (Baker, Kent H & Filbeck, Greg. *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*. Oxford University Press. Copyright. p. 207 e 208).

²⁷⁶ No caso da chamada *distressed securities*, o investimento é feito em sociedades que se encontram numa situação de insolvência ou de reestruturação (Baker, Kent H & Filbeck, Greg. *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*. Oxford University Press. Copyright. p. 207 e 208), no qual a sociedade se encontra a enfrentar graves dificuldades financeiras, estando quase numa situação de insolvência, fazendo nestes casos a emissão de ações por não conseguir fazer face às suas obrigações financeiras, por exemplo se encontrar com um passivo mais alto que o ativo ou com problemas de caixa. Porém acontece que estas emissões de ações não são facilmente compradas ou vendidas devido ao risco que acarretam e, é devido a tal, que a sua compra é, principalmente, feita por fundos de cobertura, porque por um lado são detentores de um conhecimento especializado o que se exige nestas situações, e por outro, quando investem nestas sociedades fazem um escrutínio da mesma (Tramplin, True, BSc, & CEPF(r). (2023, agosto 9). *Distressed*

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

empresas que são alvo de fusões.²⁷⁷ Outras estratégias utilizadas por estes fundos são a arbitragem²⁷⁸ e a identificação de investimento a nível internacional em que tal como a *events-driven*, explora as ineficiências dos mercados para a compra de qualquer tipo de ativo²⁷⁹ e, por fim também utilizam como estratégia as posições curtas.²⁸⁰

8.1 Modo de atuação e teoria da agência

Apesar destas estratégias, o seu ativismo dentro das sociedades efetua-se junto do órgão de administração e nas assembleias gerais²⁸¹, sendo mal vistos por se acreditar serem os causadores das crises financeiras.²⁸²

Devido à forma de atuação bastante peculiar, principalmente, na característica que os diferencia dos outros acionistas, de serem ativos são, consequentemente grandes potenciadores de conflitos de interesses no seio da sociedade, nomeadamente, quando são detentores do direito de voto²⁸³, porque não se sabe em que sentido será usado o voto e

Securities. Finance Strategists. <https://www.financestrategists.com/wealth-management/stocks/distressed-securities/>, consultado no dia 17 de setembro de 2023).

²⁷⁷Antunes, José Engrácia. (2009) Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*, IX. Coimbra. pp.9–70. Coimbra Editora. p. 31.

²⁷⁸ A arbitragem consiste na compra e venda simultânea de ativos de forma a dissipar o risco e a obter lucro, através das imperfeições do mercado (Ferreira, Domingos. (2010). *Futuros e Outros Derivados, Ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC - Evitar rogue traders*. 2ª. Ed. Lisboa. Edições Sílabo. p. 90), por outras palavras, é uma das formas de atuação dos fundos de cobertura (*hedge funds*) em que fazem o uso simultâneo de posições curtas ou a descoberto, através do uso de diversos instrumentos financeiros derivados diferentes, que poderão não ser idênticos, mas que se correlacionam em mercados diferentes, com agravante de que estes fundos pretendem tirar proveito das ineficiências dos mercados (Farhi, Maryse (2016). Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. *Economia E Sociedade*, 8(2), 93–114. consultado no dia 14-09-2023 e disponível em <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643137>.

²⁷⁹ Antunes, José Engrácia. (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*, IX. pp.9–70. Coimbra. Coimbra Editora. p. 32.

²⁸⁰Antunes, José Engrácia. (2009) Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*. IX. pp.9–70. Coimbra. Coimbra Editora. p. 32 e 33.

²⁸¹Antunes, José Engrácia. (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*. IX. pp.9–70. Coimbra. Coimbra Editora. p. 52.

²⁸²Ganchev, Alexander. (sem data). *Hedge Funds, Evolution and perspective*. Academia.edu. Consultado no dia 2 de dezembro de 2022 e disponível em https://www.academia.edu/24220675/HEDGE_FUNDS_EVOLUTION_AND_PERSPECTIVES. p. 20.

²⁸³Os *hedge funds* são considerados como um fundo que é composto por pessoas coletivas e singulares. Estes fundos por vezes são detentores de pequenas participações, pertencentes a sócios minoritários, que cuja presença individual destes sócios na sociedade não são considerados como uma voz ativa ou

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

qual o interesse que se encontra subjacente. O ativismo adotado por estes fundos caracteriza-se pela pressão exercida sobre a administração, que tem como objetivo uma determinada finalidade, exercendo o direito de voto nesse sentido, resultando num cenário de submissão da administração²⁸⁴, mesmo que por um curto período, de forma a concretizarem os seus objetivos.^{285/286}

Contudo, e dada a sua forte posição, deduz-se que estes fundos terão acesso a informação que outros sócios não terão, a custos reduzidos ou nulos, e que desde logo se pode estar perante uma situação de agência. Para haver uma situação em que se aplica a teoria da agência, pressupõe-se que existam duas partes, em que uma delas se encontra dependente da outra e que haja uma situação de bem-estar económico que proporcione a obtenção de informação com custos que para os sócios controladores são quase reduzidos e ainda repartidos por todos os sócios, e que para um outro qualquer sócio é incomportável pagar tão elevado valor pela obtenção de informação²⁸⁷, porque é apenas suportado por

preponderante, mas que quando unidos poderão tornar o seu direito de voto efetivo (Antunes, José. Engrácia. (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*. IX. pp.9–70. Coimbra. Coimbra Editora. p. 66), e até usá-lo de forma abusiva, podendo causar danos à sociedade. Acresce ainda que além da forma abusiva, poderá a sua atuação ainda ter subjacente uma situação de interesses pessoais ou outras finalidades. (Triunfante, Armando Manuel (2004). *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas, Direitos de Minoria Qualificada, Abuso de Direito*. Coimbra Editora. p.403 a 411). Por fim estes poderão ainda ser detentores de votos não sendo detentores da participação social, ou seja, *empty voting*, ou até mesmo de um voto abusivo (Antunes, José Engrácia. (2019). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*, IX. pp.9–70. Coimbra. Coimbra Editora. p. 52, 66 e 67).

²⁸⁴Antunes, José Engrácia. (2009), Antunes, José Engrácia (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários*, IX. pp.9–70. Coimbra. Coimbra Editora. p. 66, 67 e 70.

²⁸⁵Ringe, Wolf-Georg. (2012). *Hedge funds and risk-decoupling – the empty voting problem in the European Union*. *SSRN Electronic Journal*. Consultado em janeiro de 2023 e disponível em <https://doi.org/10.2139/ssrn.2135489>. p. 1040.

²⁸⁶Raul Ventura refere que se deve usar o direito de informação com alguma cautela, pelo simples facto de poder ser exercido de forma prejudicial contra a sociedade (Ventura, Raul (1989). Em. Andrade, Margarida Costa (2021/2017). *Direito à informação. Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Coord. Jorge Coutinho de Abreu: Vol. I. Coimbra. Almedina. p. 361).

²⁸⁷Gomes, José Ferreira. (2020). *Da Administração à fiscalização das Sociedades, A Obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*. Coimbra. Almedina, p. 33.

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

si²⁸⁸ e o benefício retirado quase nulo.²⁸⁹ Demonstra-se assim que nem todos possuem acesso à informação equitativamente.

Porquanto, uma vez que o acesso à informação é um direito dos sócios, mesmo daqueles que não têm direito de voto²⁹⁰, este não é igual para todos, havendo sócios e não sócios que poderão fazer uso da sua posição no momento que entenderem por conveniente²⁹¹, dada a sua posição de controlo, que permite o acesso a informações, cujo benefício retirado supera o custo²⁹² e até a atribuição de benefícios especiais. Não obstante, as informações que venham a ser solicitadas à administração, esta poderá recusar caso a mesma seja prejudicial para a sociedade.²⁹³

Assim, atendendo ao posicionamento que estes fundos têm no seio da sociedade, os mesmos podem gerar uma situação de desconforto, uma vez que têm uma forma de atuação diferente de alguns sócios; poderão obter informações que os sócios possam não conseguir obter; pôr a administração numa posição frágil e poderão obter vantagens para si. Tal atuação destes fundos leva a questionar se não se deve aplicar a estes a culminação que se encontra prevista no artigo 83.º do CSC, que será analisado, isto é, se responderão tal como um sócio controlador.

²⁸⁸Gomes, José Ferreira. (2020). *Da Administração à fiscalização das Sociedades, A Obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*. Coimbra. Almedina p. 38.

²⁸⁹Gomes, José Ferreira. (2020). *Da Administração à fiscalização das Sociedades, A Obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*. Coimbra. Almedina. p. 34.

²⁹⁰O direito à informação poderá consubstanciar-se, num: direito *strictu sensu*, em que o sócio poderá questionar a própria sociedade; poderá ser um direito do sócio em que exige à sociedade que sejam exibidos determinados documentos ou então de vistoria, podendo usar o direito de informação na sua terceira manifestação os sócios que tenham pelo menos 1% do capital social (Andrade, Margarida Costa (2021/2017), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Coord. Jorge Coutinho de Abreu: Vol. I. Coimbra. Almedina. pp. 360 e 362), direito este que poderia assim ser usado pelos *hedge funds*, quando o direito de voto advenha das participações de minoria.

²⁹¹Gomes, José Ferreira. (2020). *Da Administração à fiscalização das Sociedades, A Obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*. Coimbra. Almedina. p. 35.

²⁹²Gomes, José Ferreira. (2020). *Da Administração à fiscalização das Sociedades, A Obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*. Coimbra. Almedina p. 38.

²⁹³Andrade, Margarida Costa. (2021/2017). *Direito à informação. Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Coord. Jorge Coutinho de Abreu: Vol. I. Coimbra. Almedina. p. 362.

9. Sócio controlador versus *hedge fund* como *empty voter*

Tal como já anunciado, a forte intervenção destes fundos na sociedade pode considerá-los como sócios controladores. Todavia as posições de domínio podem assentar numa situação de voto ou até de contratos celebrados com a própria sociedade²⁹⁴, exercendo assim uma posição de domínio sobre os órgãos da administração.²⁹⁵ Tal poderá levar à prossecução dos seus interesses²⁹⁶ em prejuízo até por vezes dos interesses sociais, pelo simples facto de ter o poder de orientação da administração e até de a eleger.²⁹⁷ Esta situação mostra-se nefasta para os outros sócios e até para a própria sociedade, defendendo-se que devem ser elaborados mecanismos preventivos²⁹⁸ pela assembleia geral, nomeadamente nas situações em que haja um negócio jurídico celebrado entre a sociedade e o sócio controlador²⁹⁹, de modo a estabelecer um maior equilíbrio entre os sócios.

Apesar da posição destes sócios não é garantido que o mesmo faça uso para eleger um membro e que corresponda à sua vontade³⁰⁰, mas em caso de usá-la nesse sentido poderá colocar a administração numa situação precária, pois tal como nomeia, também pode destituir o administrador, ficando este último numa situação periclitante, levando

²⁹⁴Ribeiro, Maria de Fátima (outubro de 2014). Responsabilidade nas relações de domínio. *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*. (p. 385-446). Coimbra. Almedina. p. 428.

²⁹⁵Ribeiro, Maria de Fátima (outubro 2014). Responsabilidade nas relações de domínio. *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*. p. 385-446). Coimbra. Almedina. p. 429.

²⁹⁶Gomes, José Ferreira. (2020). *Da Administração à fiscalização das Sociedades, A Obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*. Coimbra. Almedina. p. 56.

²⁹⁷Gomes, José Ferreira. (2020). *Da Administração à fiscalização das Sociedades, A Obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*. Coimbra. Almedina. p.57.

²⁹⁸Lopes, João Dias. (2013), *Governo da Sociedade Anónima, e negócios com acionistas de controlo*. *Revista de Direito das Sociedades*. A 5 n.º-2. Pp .77-165. Coimbra. Almedina. p.78.

²⁹⁹Lopes, João Dias. (2013). *Governo da Sociedade Anónima, e negócios com acionistas de controlo*. *Revista de Direito das Sociedades*. A 5 n.º-2. Pp .77-165 .Coimbra. Almedina. p. 79.

³⁰⁰Nem sempre há o não acatamento da vontade do sócio, pois caso não seja prejudicial para a sociedade a administração poderá cumpri-lo (Ribeiro, Maria de Fátima, outubro (2014). Responsabilidade nas relações de domínio. *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*.(p. 385-446) Coimbra. Almedina. p.44), apesar que é sobre esta última em quem pende os deveres do artigo 64.º do CSC.

inclusive a que adote ou pratique algum ato ilegal ou até mesmo a omissão, podendo resultar na sua responsabilização e do sócio nos termos do artigo 83.º do CSC.³⁰¹

Todavia, sobre a atuação dos administradores recaem alguns deveres que se encontram previstos no artigo 64.º do CSC, nomeadamente, o dever de cuidado e de lealdade no que diz respeito na prossecução do interesse social, devendo o administrador agir de boa-fé, o que por um lado faz pender sobre o sócio que os nomeia, a boa-fé para com a sociedade e para com os outros sócios, não nomeando apenas para a prossecução dos seus interesses. Estes deveres que os administradores devem cumprir protegem-nos da situação debilitante em que se encontram quando são nomeados por um sócio controlador, e coíbem a administração de praticar atos prejudiciais para com a sociedade.

Tal como a administração, também sobre os sócios controladores recaem nos termos do artigo 83.º do CSC, a responsabilidade de responder juntamente com a pessoa que elege mesmo que seja com culpa, conforme o disposto no n.º 1 e 3, ou no caso previsto no n.º 4 em que determina que alguém pratique um determinado ato ou omita um determinado ato, havendo em qualquer uma das situações responsabilidade solidária³⁰². Não obstante, este artigo não se aplica nas situações em que haja deliberação social³⁰³, podendo haver situações em que a existência destas deliberações seja provocada pelos próprios sócios e na ótica de FÁTIMA RIBEIRO³⁰⁴ deverá haver uma apreciação concreta do caso, bem como deverá haver também responsabilidade solidária nos termos das situações expostas pelo artigo 83.º do CSC. Além da responsabilidade prevista no CSC, os sócios também têm deveres, nomeadamente o dever de lealdade quanto à conduta

³⁰¹Morais, Luís Daniel David (22-Dez-2020). *A influência societária relevante*, dissertação apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, para a obtenção do grau de mestre, orientado por Ricardo Alberto Santos Costa, consultada a 12-03-2023 e disponível em <http://hdl.handle.net/10316/92753>. p. 42.

³⁰²Ribeiro, Maria de Fátima. (outubro 2014). Responsabilidade nas relações de domínio. *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*. (p. 385-446). Coimbra. Almedina. p. 451.

³⁰³Ribeiro, Maria de Fátima. outubro 2014). Responsabilidade nas relações de domínio. *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*. (p. 385-446). Coimbra. Almedina. p.452.

³⁰⁴Ribeiro, Maria de Fátima. outubro 2014). Responsabilidade nas relações de domínio. *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*. (p. 385-446). Coimbra. Almedina. p.452.

enquanto sócio, devendo pautar a sua atuação no sentido de agirem consoante o interesse social e não consoante os seus interesses.

Face ao exposto, nos termos dos n.ºs 1, 2 e 3 do disposto artigo 83.º CSC, o sócio incorre numa *culpa in elegendo*³⁰⁵, respondendo solidariamente com a administração que nomeou, o que exige a este um dever criterioso de seleção da administração. Poderá haver um certo receio do gerente ser destituído e de prática de algum ato ilícito, havendo também neste caso e nos termos do n.º 4 do artigo 83.º do CSC a responsabilidade do sócio. A par do dever criterioso de seleção do gerente também há o dever de lealdade³⁰⁶ do sócio, tanto para com os restantes sócios como para com a sociedade, sendo uma salvaguarda para estes últimos no não abuso da sua posição perante a administração.³⁰⁷

A existência deste tipo de sócios dentro de uma sociedade, implica a alteração do funcionamento da mesma, pelo simples facto de ter o poder de reduzir os interesses desta em detrimento dos seus³⁰⁸ tal como proceder à sua fiscalização.³⁰⁹ Destarte, atendendo à posição fragilizada da administração perante este sócio, não é estranho que a mesma prossiga os interesses do sócio³¹⁰. Face ao exposto, quanto aos sócios controladores, e principalmente quanto à sua posição dentro da sociedade e de até poder determinar as decisões desta, pode referir-se que neste ponto existe uma grande semelhança com os

³⁰⁵Morais, Luís Daniel David. (22-Dez-2020). *A influência societária relevante*. Dissertação apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, para a obtenção do grau de mestre, orientado por Ricardo Alberto Santos Costa, consultada no dia 12-03-2023. <http://hdl.handle.net/10316/92753>. p. 39.

³⁰⁶Nestas situações faz-se uma extensão dos deveres dos administradores consagrados no artigo 64.º do CSC.

³⁰⁷Morais, Luís Daniel David (22-Dez-2020). *A influência societária relevante*. Dissertação apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, para a obtenção do grau de mestre, orientado por Ricardo Alberto Santos Costa, consultada no dia 12-03-2023. <http://hdl.handle.net/10316/92753>. p. 40 e 42.

³⁰⁸Ana Perestrelo de Oliveira in António Menezes Cordeiro, Código das Sociedades Comerciais. Em Lopes, João Dias. (2013): Governo da Sociedade Anónima, e negócios com acionistas de controlo. *Revista de Direito das Sociedades*. a 5 n.1-2. pp. 77-165. Coimbra. Almedina. p.85 e 86.

³⁰⁹Gomes, José Ferreira. (junho de 2021) *Conflito de Interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador*, In AA.VV. Conflito de interesses no direito societário e financeiro. Um balanço a partir da crise Financeira, Coimbra: Almedina. p.16.

³¹⁰Gomes, José Ferreira. (junho de 2021) *Conflito de Interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador*, In AA.VV. Conflito de interesses no direito societário e financeiro. Um balanço a partir da crise Financeira, Coimbra: Almedina. p.17.

fundos de cobertura, uma vez que estes últimos trabalham de forma afincada para um determinado objetivo tornando-os ativos no seio da sociedade. Contudo, o seu ativismo poderá ser visto como uma forma de poder influenciar a sociedade, mas ao contrário dos sócios controladores, uma vez que estes fundos não são sócios, não se aplica o regime de responsabilidade previsto no artigo 83.º do CSC.

Tendo em conta ainda a posição que estes sócios têm no seio da sociedade, à qual se iguala a dos *hedge funds* pelas suas estratégias, poderá acontecer que decorram benefícios especiais para estes. FERREIRA GOMES³¹¹ refere que os benefícios poderão ser obtidos através da celebração de contratos com a sociedade, fora do mercado, cujas vantagens apenas serão para si.³¹² Outra consequência nefasta é o facto da possibilidade de celebração com a sociedade através dos seus órgãos, de negócios jurídicos, que permitem a obtenção de vantagens económicas, e que se comprove uma desproporcionalidade quanto à participação social.³¹³

Em suma, mesmo que os sócios tenham esta posição deverão pautar o seu comportamento pelo dever de lealdade e a sua atuação deve ser sempre em função do interesse social, tanto que sempre que o mesmo não seja cumprido pelo sócio e seja ultrapassado o princípio da boa-fé, pode a sociedade expulsar o sócio³¹⁴, tal como

³¹¹ Gomes, José Ferreira. (junho de 2021) *Conflito de Interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador*, In AA.VV. *Conflito de interesses no direito societário e financeiro. Um balanço a partir da crise Financeira*, Coimbra: Almedina. p.17 e 23.

³¹² Porém além dos contratos, existem outros mecanismos em que o sócio controlador poderá ter benefícios, como o uso de mecanismos abusivos de compensação dos administradores através dos quais estes acionistas conseguem retirar riquezas da sociedade, dado aos cargos que têm e tirarem proveito dos bens que a sociedade tenha, usando-os como se fosse parte da remuneração, como ainda, poder ter acesso a qualquer informação e até mesmo a qualquer negócio (Gomes, José Ferreira. (junho de 2021) *Conflito de Interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador*, In AA.VV. *Conflito de interesses no direito societário e financeiro. Um balanço a partir da crise Financeira*, Coimbra: Almedina. p. 23).

³¹³ Lopes, João Dias. (2013). *Governo da Sociedade Anónima, e negócios com acionistas de controlo*. *Revista de Direito das Sociedades*. N.ºa.5 n.1-2. pp. 77-165. Coimbra. Almedina. p. 87.

³¹⁴ Pontes, Catarina. (2022). *Da irresponsabilidade dos sócios na prossecução do interesse social*. *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Manuel Pita Luís Vasconcelos Abreu*. 1.ª ed., pp. 141–168. Coimbra. Almedina. p. 142.

defendido por alguns autores, fazendo-se a extensão do regime aplicado às sociedades em nome coletivo e por quotas³¹⁵, por decisão unilateral, por forma a defender o fim para o qual a sociedade foi constituída. CATARINA PONTES³¹⁶ explana que tal posição se justifica pelo simples facto de um dos sócios não ter procedido de forma correta ao uso das suas obrigações, sendo que nestes casos são excedidas. Por outras palavras, o sócio não cumpriu com um conjunto de deveres a que se encontrava obrigado.

Não obstante, este posicionamento que poderá ser adotado pela sociedade, e como já foi referido de forma leve, o Código das Sociedades Comerciais prevê a responsabilidade destes sócios no artigo 83.º do CSC, que por terem a posição que têm, e por poderem nomear os membros da administração sem a presença dos restantes sócios, responderão solidariamente com o membro que designarem, quando este não cumpra com os deveres a que se encontra obrigado, o que se poderia estender aos *hedge funds*³¹⁷ e até mesmo em caso de situação de *empty voting*.

10. Interesses Sociais e interesses dos *hedge funds*

O modo de atuação dos *hedge funds* e dos *empty voters* suscitam algumas dúvidas, uma vez que se desconhece o seu interesse perante a sociedade e os restantes sócios, ou seja, se os seus interesses coincidem ou não com o interesse social, uma vez que são estranhos à sociedade e poderão não apresentar as mesmas características dos sócios, principalmente na durabilidade da relação com a sociedade, como ainda acontece que

³¹⁵Pontes, Catarina. (2022). Da irresponsabilidade dos sócios na prossecução do interesse social. *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Manuel Pita Luís Vasconcelos Abreu*. 1.ª ed., pp. 141–168. Coimbra. Almedina. p.145.

³¹⁶ Pontes, Catarina. (2022). Da irresponsabilidade dos sócios na prossecução do interesse social. *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Manuel Pita Luís Vasconcelos Abreu*. 1.ª ed., pp. 141–168. Coimbra. Almedina. p. 145.

³¹⁷O objetivo/finalidade destes investidores é o retorno absoluto do investimento que fizeram, tendo uma posição bastante ativa junto da sociedade e com uso dos instrumentos financeiros derivados, em que o que acontece é não haver de todo uma proporcionalidade, nos termos do artigo 381.º, n.º 1 do CSC, entre a participação social e o direito de voto (Festas, David de Oliveira. (2022). Artigo 381.º CSC. Em Cordeiro, António Menezes. *Código das Sociedades Comerciais Anotado e Regime jurídico dos procedimentos administrativos de dissolução e liquidação de entidades comerciais*. 5.ª edição. Coimbra. Almedina. p. 1282).

alguns dos sócios se identificam com o interesse social por terem estado na constituição da sociedade, apesar de que esse interesse se pode modificar. A atuação destes fundos, tal como tem sido frisado, pauta-se pela obtenção do maior lucro possível, num tempo reduzido, o que por si só poderá demonstrar que os interesses destes poderão não coincidir com o interesse social, pelo que importa saber o que é o interesse social pelo qual os sócios se devem reger.

Porém, antes de se abordar tal problemática, importa mencionar que o conceito de interesse é um conceito que se pode aplicar a qualquer área³¹⁸ mas que no Direito Societário, não é uno, ou seja, podemos estar perante o interesse social, o interesse dos sócios e interesses extra-societários.

Passando à análise do que se entende por interesse social, levanta-se logo a seguinte questão, será um interesse de todos os sócios ou interesse da sociedade como pessoa com personalidade jurídica. Nesta matéria, tanto na doutrina como na jurisprudência não tem havido consenso quanto ao que se entende por interesse social, existindo duas posições quanto a esta questão, contratualista e institucionalista, que serão aqui abordadas. Importa ademais referir que não há uma definição no Código das Sociedades Comerciais, mas apenas demonstrações do interesse social, como por exemplo o artigo 64.º do CSC.

Todavia, importa referir que a sociedade é constituída por um conjunto de pessoas, os sócios que têm como objetivo obter lucro através desta³¹⁹, mas quanto a este problema o Supremo Tribunal de Justiça³²⁰, entende que o interesse social vai muito mais além do

³¹⁸Fernandes Proença, João Guilherme Dias de Carvalho (7 de abril de 2023,) *O interesse da Sociedade e o (Re)agrupamento das Ações*, dissertação de mestrado para a obtenção do grau de mestre, apresentada no Departamento de Economia Política do Instituto da Universidade de Lisboa. Orientado por António Henrique Barbosa Pereira de Almeida, consultada no dia consultado no dia 7 de abril de 2023 e disponível em <https://repositorio.iscte-iul.pt>. p. 6

³¹⁹Abreu, Jorge M. Coutinho (2016). *Do abuso de direito*. Coimbra. Almedina. Obra original publicada em 1999. p.105.

³²⁰Ac. do Supremo Tribunal de Justiça, processo n.º 1195/08,0TYLSB, Relator Fonseca Ramos e datado de 30-09-2014.

que o interesse dos sócios, dos administradores e da sociedade, e que não é a obtenção do lucro, referindo que a vida da sociedade deve pautar-se por critérios de honestidade e transparência.

Antes de se iniciar a análise das duas teorias, importa referir: que apesar de haver o interesse social, não invalida que os sócios também tenham os seus próprios interesses³²¹, como ainda dever-se-á dizer que a sociedade é constituída para um determinado fim, apesar que esta também pode ter outros interesses³²² diferentes do interesse social.

10.1 Teoria Contratualista e Teoria Institucionalista

Analisando as duas posições adotadas pela doutrina, contratualista e institucionalista, quanto ao que se deve entender por interesse social, a teoria contratualista, refere que o interesse social é um interesse de todos os sócios, comum e coletivo³²³, por outras palavras, é um interesse que na sua conceção deve ser visto como um interesse de todos os sócios, ou seja, aqueles que estes consideram como comuns, desde que fundaram a sociedade e ao qual se vincularam³²⁴, referindo RAUL VENTURA que tal interesse deve ser prosseguido mesmo que os sócios não tenham já os mesmos interesses societários.³²⁵ COUTINHO DE ABREU³²⁶, também defensor desta teoria, vem dizer que os sócios terão de ser titulares de participações sociais³²⁷, baseando-se ainda

³²¹Estaca, João Nuno Marques. (abril de 2003). *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*. Coimbra. Almedina. p. 75.

³²²Estaca, João Nuno Marques. (abril de 2003). *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*. Coimbra. Almedina. p. 93.

³²³Abreu, Jorge. M. Coutinho, (/2016). (2016). *Do abuso de direito*. Coimbra. Almedina. Obra original publicada em 1999. p. 112.

³²⁴Ventura, Raul & Correia, Luís Brito (1970) *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades Anónimas e dos Gerentes de Sociedades por Quotas, Estudo Comparativo do Direito Alemão, Francês, Italiano e Português*, separata do Boletim do Ministério da Justiça, n.º 192, 193, 194 e 195. Lisboa. p.102.

³²⁵Ventura, Raul & Correia, Luís Brito (Lisboa, 1970) *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades Anónimas e dos Gerentes de Sociedades por Quotas, Estudo Comparativo do Direito Alemão, Francês, Italiano e Português*, separata do Boletim do Ministério da Justiça, n.º 192, 193, 194 e 195. p.102.

³²⁶Abreu, Jorge Manuel Coutinho (2016). *Do abuso de direito*. Coimbra. Almedina. Obra original publicada em 1999. p.112.

³²⁷Estaca, João Nuno Marques (abril de 2003). *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*. Coimbra. Almedina p. 107.

esta teoria na obtenção do lucro³²⁸, entendimento também de JOSÉ RÉGIO³²⁹, que defende que o interesse social encontra-se implicitamente ligado com o contrato de sociedade, porque é aquele a que os sócios se associam para o exercício de uma determinada atividade e que cuja a finalidade é o lucro ou até mesmo a distribuição deste.³³⁰ Tendo em conta a posição desta teoria pergunta-se, abarcará esta teoria os sócios futuros, ou só aqueles que constituíram a sociedade? Alguns autores entendem que esta teoria se aplica aos sócios futuros³³¹, enquanto outros entendem que apenas se aplica só aos atuais sócios.³³²

Ainda quanto a esta teoria, uma vez que o interesse social é o interesse dos sócios e que até se confunde com este, conclui-se que em situação de deliberação social tem de haver uma votação unanime ou de maioria, por outro lado, levanta-se de imediato as seguintes questões, quando os sócios votam em sentido contrário ao interesse da sociedade; existirem sócios cujas participações sociais não tem direito de voto³³³ e, por fim quando estes atuam naquele momento como terceiros perante a sociedade.³³⁴ COUTINHO DE ABREU critica avidamente esta teoria por entender que o interesse social não é o interesse de todos, isto é, não corresponde ao interesse da maioria, dando o exemplo prático das deliberações sociais, em que caso haja maioria se poderia pensar que a mesma seria o interesse social, como ainda refere que em algumas sociedades essa

³²⁸ Abreu, Jorge Manuel Coutinho de (abril de 2003). *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*. Coimbra. Almedina. p.112.

³²⁹ Regêncio, João. (2013); *Interesse Social. Revista de Direito das Sociedades*, n.º 4. Coimbra. Almedina. p. 805.

³³⁰ Regêncio, João. (2013); *Interesse Social. Revista de Direito das Sociedades*, n.º 4. Coimbra. Almedina. p. 805.

³³¹ Abreu, Jorge Manuel Coutinho (2016). *Do abuso de direito*. Coimbra. Almedina. Obra original publicada em 1999. p.113.

³³² Estaca, João Nuno Marques. (abril de 2003). *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*. Coimbra. Almedina. p. 108.

³³³ Abreu, Jorge Manuel Coutinho de, (abril de 2003). *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*. Coimbra. Almedina. 114 e 115.

³³⁴ Estaca, João Nuno Marques. (abril de 2003). *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*. Coimbra. Almedina. p. 87.

maioria é determinada pelo capital social³³⁵, o que desde logo nos permite concluir que estes sócios poderão ter o controlo da sociedade.³³⁶

Já outra parte da doutrina, defende uma posição institucionalista, em que o interesse social se encontra associado à empresa, como pessoa jurídica que é, apesar dos sócios se considerarem os titulares desses interesses³³⁷, levando-nos a pensar que só estes direitos é que são protegidos. Não obstante ser esta a posição geral daqueles que a defendem, existe dentro desta teoria posicionamentos divergentes quanto ao interesse social, existindo autores que reconduzem o interesse social ao conceito de empresa, por ser uma pessoa jurídica, com personalidade jurídica e com interesses próprios tal como os sócios, que poderão também não colidir com os interesses dos sócios³³⁸, impondo assim aos sócios limites no exercício do direito de voto, por ser um interesse superior ao destes³³⁹. Outra vertente defende que a sociedade é um organismo vivo e que atua através dos seus órgãos³⁴⁰, assim o interesse social seria algo que resultaria do conjunto de interesses de todos aqueles que a coordenam.³⁴¹ Por fim quanto à última vertente defendida pelos institucionalistas, entendem outros autores que os sócios deverão estar subordinados à sociedade, por esta ser uma instituição.³⁴²

Conclui-se assim que o interesse social é, como refere JOSÉ RÉGIO, um interesse de todos e comum aos sócios, porém limitativo quanto ao poder de atuação dos sócios,

³³⁵Abreu, Jorge Manuel Coutinho. (2016). *Do abuso de direito*. Coimbra. Almedina. Obra original publicada em 1999. p. 114 e ss.

³³⁶Abreu, Jorge Manuel Coutinho. (2016). *Do abuso de direito*. Coimbra. Almedina. Obra original publicada em 1999. p.116.

³³⁷Abreu, Jorge Manuel Coutinho. (2016). *Do abuso de direito*. Coimbra. Almedina. Obra original publicada em 1999. p. 114.

³³⁸Abreu, Jorge Manuel Coutinho. (2016). *Do abuso de direito*. Coimbra. Almedina. Obra original publicada em 1999.p.114.

³³⁹Abreu, Jorge Manuel Coutinho. (2016). *Do abuso de direito*. Coimbra. Almedina. Obra original publicada em 1999. p.108.

³⁴⁰Estaca, João Nuno Marques, (abril de 2003). *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*. Coimbra. Almedina. p.116.

³⁴¹Estaca, João Nuno Marques. (abril de 2003). *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*. Coimbra. Almedina. p.116.

³⁴²Estaca, João Nuno Marques. (abril de 2003). *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*. Coimbra. Almedina. p. 117.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

não podendo estes atuar de forma livre, dizendo-lhe de certa forma o que podem ou não fazer.³⁴³

³⁴³Regêncio, João. (abril de 2003). *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*. Coimbra. Almedina. p. 814.

III. Caso *Telus vs Mason*

Para melhor análise do tema aqui estudado quanto ao esvaziamento do voto e fundos de cobertura apresenta-se o caso *Telus vs Mason*, que surgiu no Canadá, em que foi solicitado pela sociedade *Mason* a convocação de uma assembleia geral na sociedade *Telus*. A *Mason* é uma empresa *hedge fund* americana que tinha ações nesta sociedade canadiana, mas cujos interesses eram de cariz duvidoso. Devido à complexidade do caso, foram solicitados dois pareceres a dois professores americanos.

Prosseguindo para a análise, a empresa *Telus* é uma empresa de telecomunicações do Canadá que detinha dois tipos de ações, ações com direito de voto e ações sem direito de voto, sendo estas últimas uma forma de permitir que houvesse investimento por parte de investidores estrangeiros. Contudo, em 2012, a empresa *Telus* anunciou que pretendia fazer a junção das duas ações, que apesar de idênticas se diferenciavam quanto ao direito de voto.³⁴⁴

A empresa anunciou tal medida pelo facto de pretender o bem-estar da mesma³⁴⁵ e aumentar a sua liquidez, tendo para tal efeito constituído um Comité no início de 2012 para a avaliação do impacto que poderia causar a unificação das ações. Com o anúncio desta medida, um dos seus investidores estrangeiros, a *Mason Capital*, que apenas detinha ações sem direito de voto, opôs-se e decidiu adotar uma estratégia mista de aquisição dos dois tipos de ações, tendo assim aumentado o seu poder junto da *Telus*, e adquirido mais votos do que participação económica, o que parece ser uma situação de esvaziamento de voto dada a desproporcionalidade entre o direito de voto e a participação económica, uma

³⁴⁴*In the Supreme Court of British Columbia - About TELUS*. (sem data). Yumpu.com. Consultado no dia 20 de julho de 2023, disponível em <https://www.yumpu.com/en/document/view/16786436/in-the-supreme-court-of-british-columbia-about-telus>.

³⁴⁵Tingle, Bryce (5 de novembro de 2012). *Empty Voting*. ABlawg | University of Calgary Faculty of Law Blog. Consultado no dia 04/08/2023, e disponível em <https://ablawg.ca/2012/11/05/empty-voting/>.

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

vez que se desconhecia o seu interesse e tais aquisições foram feitas durante esse período.³⁴⁶

Mas, antes de avançar para o problema suscitado pelas sociedades junto dos tribunais canadianos é importante referir que a *Mason* é um *hedge fund* americano, o que desde logo coloca algumas questões quanto ao seu método de trabalho e quanto ao seu real interesse.

Retomando a análise do caso em questão, verifica-se que antes desta decisão, a *Telus* detinha dois terços das suas ações com direito de voto e um terço das outras ações sem direito de voto, dos quais eram titulares sócios estrangeiros³⁴⁷. Contudo, a *Mason* pretendia que se concretizasse a junção das ações, mas de modo vantajoso para os acionistas que eram detentores de ações com direito de voto, mas uma vez que não foi essa vontade da *Telus*, por entender que deveria haver uma boa governança e ainda entender que assim haveria maior liquidez financeira.³⁴⁸ Uma vez que a decisão não foi do agrado da empresa americana, esta solicitou que alguns sócios votassem desfavoravelmente.³⁴⁹

Colocam-se por isso algumas questões, se a *Mason* estaria a atuar como um *empty voter* e se o interesse desta coincidia com o interesse social da *Telus*. Este caso foi submetido por cada uma das sociedades à apreciação de dois professores, HENRY HU e BERNARD BLACK. Na ótica de BERNARD BLACK³⁵⁰ não há um esvaziamento devido ao

³⁴⁶Tingle, Bryce (5 de novembro de 2012). *Empty Voting*. ABlawg | University of Calgary Faculty of Law Blog. Consultado no dia 04/08/2023, disponível em <https://ablawg.ca/2012/11/05/empty-voting/>.

³⁴⁷Tingle, Bryce (5 de novembro de 2012). *Empty Voting*. ABlawg | University of Calgary Faculty of Law Blog. Consultado no dia 04/08/2023, disponível em <https://ablawg.ca/2012/11/05/empty-voting/>.

³⁴⁸Tingle, Bryce (5 de novembro de 2012). *Empty Voting*. ABlawg | University of Calgary Faculty of Law Blog. Consultado no dia 04/08/2023, disponível em <https://ablawg.ca/2012/11/05/empty-voting/>.

³⁴⁹*In the Supreme Court of British Columbia - About TELUS*. (sem data). Yumpu.com. Consultado no dia 20 de julho de 2023, disponível em <https://www.yumpu.com/en/document/view/16786436/in-the-supreme-court-of-british-columbia-about-telus>. p. 13.

³⁵⁰ *In the Supreme Court of British Columbia - About TELUS*. (sem data). Yumpu.com. Consultado no dia 20 de julho de 2023, disponível em <https://www.yumpu.com/en/document/view/16786436/in-the-supreme-court-of-british-columbia-about-telus>. p. 95.

facto da *Mason* ainda ter interesse económico, e porque o conceito de esvaziamento do voto não é tão claro que permita dizer que se está perante tal situação, defende ainda este autor que apesar destes fundos poderem ser apenas detentores de direito de voto, que lhe foram transferidos, tem como objetivo e benefício controlar a gestão da sociedade³⁵¹. Já o professor HENRY HU entende que há uma situação de esvaziamento do voto, pelo facto do poder de voto superar o interesse económico, com o fundamento do aumento da posição que a *Mason* veio a adquirir³⁵², defendendo ainda este autor que a posição da *Mason* é em sentido negativo, pelo facto de que pretendia destruir os outros acionistas, fazendo a comparação da riqueza detida por esta relativamente aos outros demais.³⁵³

Para além da apreciação feita pelos dois professores, este caso foi submetido à apreciação de dois tribunais canadianos, tendo a primeira decisão do *Court of Appeal for British Columbia* versado sobre o pedido de convocatória por parte da *Mason* para a realização da assembleia geral³⁵⁴, bem como acrescentou que não estaria em condições para proceder à avaliação da situação de esvaziamento de voto e ainda apela a uma mudança na regulação quanto a situações de esvaziamento, por estarem a ser postos em causa alguns princípios,³⁵⁵ o que no nosso ponto de vista, atendendo a que estamos perante um fundo ou particular poderá não ser fácil detetar as situações em que ocorre *empty voting*, bem como os interesses que se encontram subjacentes à sua atuação. Neste caso, a *Mason Capital* tinha interesse em que fosse feita a junção dos dois tipos de ações

³⁵¹ Ringe, Wolf-Georg. (Março 2013). *Empty voting revisited: The Telus saga*. Legal Research Paper Series, Paper n. °18/2013, consultado no dia 20-07-2023 e disponível em <https://papers.ssrn.com/abstract=2230528>, p. 4.

³⁵² *In the Supreme Court of British Columbia - About TELUS*. (sem data). Yumpu.com. Consultado no dia 20 de julho de 2023, disponível em <https://www.yumpu.com/en/document/view/16786436/in-the-supreme-court-of-british-columbia-about-telus>, p. 97.

³⁵³ *In the Supreme Court of British Columbia - About TELUS*. (sem data). Yumpu.com. Consultado no dia 20 de julho de 2023, disponível em <https://www.yumpu.com/en/document/view/16786436/in-the-supreme-court-of-british-columbia-about-telus>, p. 97.

³⁵⁴ Ringe, Wolf-Georg. (Março 2013). *Empty voting revisited: The Telus saga*. Legal Research Paper Series, Paper n. °18/2013, consultado no dia 20-07-2023 e disponível em <https://papers.ssrn.com/abstract=2230528>, p. 3.

³⁵⁵ Ringe, Wolf-Georg. (Março 2013). *Empty voting revisited: The Telus saga*. Legal Research Paper Series, Paper n. °18/2013, consultado no dia 20-07-2023 e disponível em <https://papers.ssrn.com/abstract=2230528>, p. 4 e 5.

de forma que não lhe fosse prejudicial. Para tal comprou ações dos dois tipos e adotou posições longas e curtas para eliminar o risco.³⁵⁶

GEORGE WOLF³⁵⁷, refere ainda que nestes casos as autoridades deveriam estar aptas a impor restrições ao mercado, nomeadamente quanto ao voto e aos acionistas³⁵⁸, de modo que houvesse mais transparência por parte destes novos acionistas³⁵⁹, mas consequentemente limitaria a liberdade dos acionistas para transacionarem as ações.

³⁵⁶ Ringe, Wolf-Georg. (Março 2013). *Empty voting revisited: The Telus saga. Legal Research Paper Series, Paper n. °18/2013*, consultado no dia 20-07-2023 e disponível em <https://papers.ssrn.com/abstract=2230528>, p. 2.

³⁵⁷ Ringe, Wolf-Georg. (Março 2013). *Empty voting revisited: The Telus saga. Legal Research Paper Series, Paper n. °18/2013*, consultado no dia 20-07-2023 e disponível em <https://papers.ssrn.com/abstract=2230528>, p. 8.

³⁵⁸ Ringe, Wolf-Georg. (Março 2013). *Empty voting revisited: The Telus saga. Legal Research Paper Series, Paper n. °18/2013*, consultado no dia 20-07-2023 e disponível em <https://papers.ssrn.com/abstract=2230528>, p. 8.

³⁵⁹ Ringe, Wolf-Georg. (Março 2013). *Empty voting revisited: The Telus saga. Legal Research Paper Series, Paper n. °18/2013*, consultado no dia 20-07-2023 e disponível em <https://papers.ssrn.com/abstract=2230528>, p. 8.

IV. Conclusão

Nas últimas décadas tem sido notável a grande evolução no direito societário, principalmente com o aparecimento e desenvolvimento dos instrumentos financeiros, o que permitiu o aparecimento de novas formas de compra do direito de voto e o desenvolvimento de fundos/particulares que já existiam e colocam em causa alguns princípios do direito societário, nomeadamente quanto ao exercício do direito de voto e o relativo ao relacionamento entre as partes, entre os sócios e com a sociedade.

Na presente dissertação foi realizada a análise desta nova forma de compra do direito de voto, esvaziamento de voto; as situações em que acontece, e por quem é feito, concluindo-se que há muito que algumas regras e princípios que se encontravam assentes no Direito Societário deixaram de existir ou foram postos em causa, como o princípio da proporcionalidade, o princípio da boa-fé, da transparência e o interesse social.

O aparecimento do esvaziamento do voto veio permitir que o seu uso não fosse só feito por pessoas singulares e fundos, mas também por pessoas colectivas, nomeadamente pelas sociedades, como forma de ultrapassarem os limites que lhes são impostos quanto à participação nas deliberações sociais, permitindo assim não só a sua participação de forma indireta bem como a interferência na decisão tomada. Contudo, o seu uso tem sido feito, principalmente por fundos de cobertura (*hedge funds*), que apareceram na década de 40 nos Estados Unidos, e que atualmente movimentam elevadas quantidades de dinheiro, e que se diferenciam dos restantes pelas formas de atuação, que são desconhecidas e complexas, onde o objetivo é a obtenção do lucro, ou seja, possuem elevados conhecimentos e estudam as sociedades.

O objectivo e forma de atuação destes fundos de cobertura suscitam alguma desconfiança junto de outros atores da sociedade, nomeadamente nos sócios, pelo facto da sua aparição e intenções ser duvidosa, bem como o seu interesse nestas. Por outras palavras, não se sabe qual é o seu real interesse na sociedade e se o mesmo respeita o interesse social, dado que para atingirem os seus objetivos são extremamente ativos,

podendo controlar a administração das sociedades e assim levar a que sejam tomadas decisões a seu favor. Os *hedge funds* também se caracterizam por serem fundos com uma carteira diversificada de investimento; serem constituídos por pessoas com altos conhecimentos; com bastante experiência, e constituídos por um vasto património com um enorme volume de operações, o que permite que tenham um risco mais diversificado.³⁶⁰

Em suma, o aparecimento desta nova forma de compra do direito de voto e o surgimento destes fundos, apesar de colocarem em cheque alguns princípios societários, também são capazes de se mostrar benéficos e até de incentivar os outros sócios, principalmente os mais passivos.

Uma demonstração da pertinência destas situações que envolvem *empty voting* e *hedge funds* foi o caso que envolveu a empresa de telecomunicações canadiana *Telus* e o *hedge fund* americano *Mason Capital*, acionista da *Telus*, cuja atuação foi avaliada e alvo de decisão judicial quando a *Telus* pretendeu fazer a unificação dos dois tipos de ações, na qual a *Mason* manifestou interesse, em que tal fosse feito de forma a que fosse beneficiada, adquirindo ações dos dois tipos. Se tal tivesse ocorrido tal como a *Mason* pretendia, poder-se-ia perfeitamente cair numa situação de agência e de benefícios especiais para esta sociedade.

³⁶⁰Silva, Silvana Raquel Araújo Monteiro Ribeiro (2013). *A indústria de hedge funds: características, estratégias e divulgação de informação. Dissertação para a obtenção do grau de mestre*, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra, orientada por Ana Paula Quelhas, consultada no dia 10-1-2023 e disponível no site <http://comum.rcaap.pt>. p. 17 e 18.

V. Bibliografia

- Abreu, Jorge. M. Coutinho. (1999/ 2016). *Do abuso de direito*. Coimbra. Almedina.
- Abreu, Jorge. M. Coutinho. (2017). Código das Sociedades Comerciais em Comentário: Vol. I. Coimbra. Almedina.
- Ali, Paul & Ramsay, Ian, & Saunders, B. (2014). *Securities Lending, Empty Voting and Corporate Governance. Research Working Paper Series*, (23), 1–28. Consultado 20-01-2023 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2443217.
- Almeida, António Pereira de (2022). *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*. Coimbra. Almedina.
- Aluguel de ações: Entenda a operação por trás da revolta dos pequenos investidores em Wall Street (14-09-2022), consultado no dia 05-12-2023 e disponível em <https://www.infomoney.com.br/guias/aluguel-de-acoes/>.
- Analyst, I. G. (2018, novembro 15). *Posições longas e curtas*. IG. Consultado no dia 6-10-2023 e disponível em <https://www.ig.com/por/ig-academy/como-funciona-o-trading/going-long-and-short>.
- Andrade, Margarida Costa (2021/2017). Direito de Voto. *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Coord. Jorge Coutinho de Abreu: Vol. I. Coimbra. Almedina.
- Antunes, José Engrácia (2009). Os «*hedge funds*» e o governo das sociedades. *Direito dos Valores Mobiliários, IX*, pp.9–70. Coimbra. Coimbra Editora.
- Antunes, José Engrácia (2011) *Direito das Sociedades*. 2.º Ed. Porto. Universidade Católica.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

Antunes, José Engrácia (2014). *Os Instrumentos Financeiros*. 2ªed. Coimbra. Almedina.

Antunes, José Engrácia (2018). *Equity swaps* e titularidade de participações sociais. *Revista O Direito*. Ano 150.º Vol. I. Coimbra. Almedina.

Antunes, José Engrácia (2020); *Instrumentos Financeiros*. 4ª Edição revista atualizada, Coimbra. Almedina.

Banco de Investimento Global. (s.d.). *Manual de Opções*. Banco de Investimento. http://www.big.pt/pdf/Manual_de_Opcoes_Banco_BiG_2021.pdf, consultado em janeiro de 2023.

Banco Invest. *Riscos*. Consultado no dia 26-11-2023 e disponível no site www.bancoinvest.pt.

Barbosa, Mafalda Miranda. (2017). Entre a Gestão do risco e a especulação. *Boletim de Ciências Económicas*, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. pp. 307–358.

Baker, H. Kent., & Filbeck, Greg (2017). *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*. Oxford University Press. Copyright.

Bessa, Tiago (2010). Crise, regulação e supervisão de *hedge funds*. *Revista de Direito Das Sociedades*, II (3/4), pp. 849–919.

Burkart, Michael., & Lee, Samuel. (2007). *The One Share - One Vote Debate: A Theoretical Perspective*. Finance Working Paper N°. 176/2007, disponível em https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id987486.pdf e consultado no dia 14 de Novembro de 2023

Cabo, Débora Mestre (26 de fevereiro de 2021). *Loyalty shares: admissibilidade da figura das ações de lealdade nas sociedades anónimas*. Dissertação de mestrado para a obtenção do grau de mestre, orientada por José Ferreira Gomes. Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Consultada no dia 26-11-2023 e disponível

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

em <https://repositorio.ul.pt/handle/10451/48078>.

Câmara, Paulo (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.^a ed. Coimbra. Almedina.

Caixa Geral de Depósitos, S.A. (03 de 04 de 2020). Produtos Financeiros Complexos: o que são? Obtido em 14 de 11 de 2023, de Caixa Geral de Depósitos, S.A.: Consultado no dia 14-11-2023 e disponível em <https://www.cgd.pt/Site/Saldo-Positivo/o-banco-e-eu/Pages/produtos-financeiros-complexos.aspx>.

Caixa Geral de Depósitos, (28-05-2021,) *Hedge funds: será que o risco compensa?* Consultado no dia 15-07-2023 e disponível em <https://www.cgd.pt/Site/Saldo-Positivo/o-banco-e-eu/Pages/hedge-funds.aspx>.

Coelho, Eduardo Lucas (1987). *Direito de Voto dos Acionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades*. Rei dos Livros.

Colina, Rafael Corzo de la; Balbi, Mauricio; *Los Instrumentos Financieros Derivados: Qué son, para que sirven y como funciona?* *Revista de Derecho*, Themis 54, pag.210, consultado no dia 18-02-2023 e disponível em <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/8879>.

Cordeiro, António Barreto Menezes (2016). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra. Almedina.

Cordeiro, António Menezes (2007). *Manual de Direito das Sociedades, Das Sociedades em Especial*. Vol.II Coimbra. Almedina.

Correia, António Ferrer. (1962). *A representação dos menores sujeitos ao pátrio poder na Assembleia Geral das Sociedades Comerciais*. Coimbra.

Correia, Ricardo Serra (2013). Os Direitos Especiais à Luz Do CSC e do Direito da União Europeia – Algumas Reflexões. *Revista da Ordem dos Advogados*, (a.73 n.4), 1389–1422. <http://www.oa.pt> consultado no dia 19-02-2023, pp 1389 e 1390. Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

Comissão de Mercado dos Valores mobiliários (2002), Regulamento da CMVM, n.º 02/2002 disponível em <https://www.cmvm.pt>.

Crystal Capital Partners. *Event-Driven Strategies*. (2022, Janeiro 28). Consultado no dia 12-09-2023 e disponível em <https://www.crystalfunds.com/insights/event-driven-strategy>.

Culinovic-Herc, Edita; Zubović, Antonija (11-1-2016). *Tackling Empty Voting in the EU: The Shareholders' Rights Directive and the Revised Transparency Directive*. Consultado no dia 01-11-2022 www.academia.edu.
https://www.academia.edu/37894275/Tackling_Empty_Voting_in_the_EU_The_Shareholders_Rights_Directive_and_the_Revised_Transparency_Directive?email_work_card=title.

Cunha, Miguel. (1999). Os futuros de bolsa: Características Contratuais e de Mercado. Direito dos valores mobiliários I. Coimbra Editora, pp. 63-132.

Dias, Gabriela Figueiredo (2008). Regulação e Supervisão dos *Hedge Funds*. *Direito dos Valores Mobiliários: Vol. VIII* (p. 65–149). Coimbra. Coimbra Editora.

ECON 252: *Financial Markets* (2011). *Lecture 15 - Forward and Futures Markets*, Universidade de Yale, consultado no dia 15-02-2023 e disponível em <https://oyc.yale.edu/economics/econ-252-11/lecture-15>.

Ereio, Joana Torres (2016). *One share, one vote* – os tetos de voto e as alterações introduzidas pelo Decreto-lei n.º 20/2006. *Actualidad Jurídica Uriá Menéndez* (44), 96-106. consultado no dia 11 de 06 de 2023, disponível em https://www.uria.com/documentos/publicaciones/5153/documento/foro_por03.pdf?id=6829.

Estaca, João Nuno Marques (abril de 2003). *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*. Coimbra. Almedina.

Universidade Lusófona – Centro Universitário de Lisboa, Faculdade de Direito

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

Farhi, Maryse (2016). Derivativos financeiros: *hedge*, especulação e arbitragem. *Economia e Sociedade*. n.º 8 (2), 93–114. consultado no dia 14-09-2023. disponível em <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643137>.

Ferreira, Domingos (2009). *Opções Financeiras - Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem*. 2ª ed. revista e aumentada. Lisboa. Edições Silabo.

Ferreira, Domingos (2010). *Futuros e Outros Derivados, Ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC - Evitar rouge traders*. 2ª edição. Lisboa: Edições Silabo.

Festas, David de Oliveira. (2017). *Das inibições de voto dos sócios por conflito de interesses com a sociedade nas sociedades anónimas por quotas*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor, orientada pelo professor Doutor Pedro Pais de Vasconcelos. Universidade de Lisboa, Faculdade de Direito.

Festas, David de Oliveira.(2022). Artigo 381.º CSC. Em Cordeiro, António Menezes. *Código das Sociedades Comerciais Anotado e Regime jurídico dos procedimentos administrativos de dissolução e liquidação de entidades comerciais*. 5.ª edição. Coimbra. Almedina.

Figueiredo, André. (Novembro, 2011). *O Negócio Fiduciário perante Terceiros, com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*. Dissertação para a obtenção do grau de doutor Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, orientada por Rui Pinto Duarte, disponível em <https://run.unl.pt/handle/10362/7340> consultado a 11 de fevereiro.

Furtado, Jorge Henrique da Cruz Pinto (março de 2005). *Deliberações de Sociedades Comerciais*. Tese de doutoramento para a obtenção do grau de doutor, orientada pelo professor Doutor Inocêncio Galvão Telles. Departamento de Direito da Universidade Lusíada de Lisboa.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

Ganchev, Alexander. (sem data). *Hedge Funds, Evolution and perspective*. Academia.edu. Consultado no dia 2 de dezembro de 2022 e disponível em https://www.academia.edu/24220675/HEDGE_FUNDS_EVOLUTION_AND_PERSPECTIVES.

Glossário da Comissão de Mercados dos Valores Mobiliários, disponível em <https://www.cmvm.pt/pt>, consultado no dia 02-09-2023.

Gomes, José Ferreira (2020). *Da Administração à fiscalização das Sociedades, A Obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*. Coimbra. Almedina.

Gomes, José Ferreira, (junho de 2021) *Conflito de Interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador*, In AA.VV., *Conflito de interesses no direito societário e financeiro. Um balanço a partir da crise Financeira*, Coimbra: Coimbra. Almedina.

Gomes, José Ferreira (02 de 07 de 2022). Voto plural nas Sociedades por quotas e anónimas; reflexões de política legislativa. *Revista de Direito Comercial*, consultado no dia 03 de 05 de 2023 e disponível em www.revistadedireitocomercial.com.

Jehniffer, Jaíne. (16, dezembro 2020). Alavancagem, o que é? Como funciona, usos, vantagens e riscos. *Investidor Sardinha*. Consultado no dia 26-11-2023 e disponível em <https://investidorsardinha.r7.com/aprender/alavancagem-bolsa-valores/>.

Hu, Henry & Black, Bernard (2008). *Debt, equity, and hybrid decoupling: Governance and systemic risk implications*. *SSRN Electronic Journal*. Consultado em janeiro de 2019 e disponível em <https://doi.org/10.2139/ssrn.1084075>.

Hull, John C. (s.d.). *Fundamentals of futures and options markets*. Seventh Edition, Pearson.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

In the Supreme Court of British Columbia - About TELUS. (sem data). Yumpu.com.
Consultado no dia 20 de julho de 2023, no site
<https://www.yumpu.com/en/document/view/16786436/in-the-supreme-court-of-british-columbia-about-telus>.

Labareda, João (1988). *Das ações nas sociedades anónimas*. Lisboa. Associação Académica da Faculdade de Direito.

Lopes, João Dias (2013). Governo da Sociedade Anónima, e negócios com acionistas de controlo. *Revista de Direito das Sociedades*. a 5 n.1-2. Pp p.77-165. Coimbra. Almedina.

Matos, Inês Serrano de (2014). *Hedge Fund: o acionista que nunca dorme? Boletim de Ciências Económicas, Homenagem ao Professor Doutor António José Avelãs Nunes, LVII-Tomo II*.

Martins, Alexandre Soveral (outubro de 2018). DGFIA, *hedge funds* e governação das sociedades anónimas. *Direito das Sociedades Comerciais em Revista*, Vol.18 ano 9.

Menéndez, Uría; Pappalardo, Bonelli Erede; Bredin Prat; Westbroek, De Brauw Blackstone; Mueller, Hengeler; May, Slauhter and (2012). *Understanding and dealing with hedge funds and shareholder activism across Europe: the impact of financial crisis*. consultado no dia 3-12-2023.
https://www.uria.com/documentos/publicaciones/3388/documento/HEDGE_FUND_NDS.pdf?id=3925.

Morais, Luís Daniel David (22-Dez-2020). *A influência societária relevante*. Dissertação apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, para a obtenção do grau de mestre, orientado por Ricardo Alberto Santos Costa, consultada no dia 12-03-2023. <http://hdl.handle.net/10316/92753>.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

Mourato, Hélder M. (2014). *O contrato de swap de taxa de juro*. Coimbra. Almedina.

Nóbrega, José Alberto Alves (1997). *Contratos forward e futuros na cobertura de risco de preços na indústria portuguesa transformadora de soja: análise e eficiência*. Dissertação de mestrado para a obtenção do grau de mestre orientada por João da Silva Ferreira. Instituto Superior de Gestão e Economia da Universidade de Lisboa. Consultada no dia 15-07-2023, disponível em <http://hdl.handle.net/10400.5/14752>.

Kolb, Robert W. *Futures, options, and swaps*. University of Miami.

OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) ((Dezembro 2007), *Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion*, consultado no dia-13-11-2023, disponível em <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/40038351.pdf>.

Oliveira, Ana Perestrelo. (2015) *Manual de Corporate Finance*. 2.ªEd. reimpressão. Coimbra. Almedina.

Oliveira, Ana Perestrelo. (2018 reimpressão). *Manual de Governo das Sociedades*. Coimbra. Almedina.

Oliveira, Helena Maria dos Santos; Pereira, Cláudia Maria Ferreira & e Cunha, Carlos Alberto da Silva (junho de 2006). *O jogo das estratégias nas OPA-caso Sonae/Portugal Telecom*. Obtido em 06 de 07 de 2023, de https://www.researchgate.net/publication/332530558_O_jogo_das_estrategias_nas_OPA-caso_SonaePortugal_Telecom.

Oliveira, Luís., Laureano, Luís., & Inácio, Pedro Luz. (2019). *Finanças o essencial, Mercados e Instrumentos, fundamentos dos mercados e dos ativos financeiros*. Edições Sílabo.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

Oliveira, Madalena Perestrelo de. (2013). Instrumentos Financeiros com fins e exercício de direitos sociais. *Revista de Direito das Sociedades*, (v), pp. 537–602. consultada 03-05-2023 e disponível em <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/revistas/ano-v-3>.

Pereira, Jorge Brito (2022). *O Voto Plural na Sociedade Anónima*. Coimbra. Almedina. (Obra original publicada em 2022).

Pinho, Carlos & Soares, Isabel. (2007/2018). *Finanças mercados e instrumentos* (3^a ed.). Lisboa. Edições. Silabo. (Obra original publicada em 2007).

Pinto, Ana Laura Castro das Costa (junho 2018) *A publicidade das participações sociais em sociedades anónimas*. Dissertação de mestrado para a obtenção do grau de mestre, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, orientada por Pedro Caetano Nunes, consultada no dia 08-10-2023 e disponível em https://run.unl.pt/bitstream/10362/57494/1/Pinto_2019.pdf.

Pinto, Carlos Mota (2005). *Teoria Geral do Direito Civil*. 4.ºed. Coimbra Editora

Pontes, Catarina (2022). Da irresponsabilidade dos sócios na prossecução do interesse social. Em *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Manuel Pita Luís Vasconcelos Abreu* (1^o ed, pp. 141–168). Coimbra. Almedina.

Proença, João Guilherme Dias Carvalho Fernandes. (7 de abril de 2023.). *O interesse da Sociedade e o (Re)agrupamento das Ações*. Dissertação para a obtenção do grau de mestre, Departamento de Economia Política do Instituto da Universidade de Lisboa., orientado por António Henrique Barbosa Pereira de Almeida, disponível em <https://repositorio.iscte-iul.pt>, consultado no dia 7 de Abril de 2023.

Rafael, Jorge S. (2015). Derivados financeiros: a cobertura do risco através de opções de compra. *Revista Portuguesa de Contabilidade*. Vol. V n. º19. pp. 373-396.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

Regêncio, João. (2013); Interesse Social. *Revista de Direito das Sociedades*, n.º 4.

Coimbra. Almedina

Ribeiro, Maria de Fátima, (outubro 2014) Responsabilidade nas relações de domínio, *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*. (p. 385-446). Coimbra. Almedina.

Ringe, Wolf-Georg. (2012). *Hedge funds and risk-decoupling – the empty voting problem in the European Union*. *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.2135489>.

Ringe, Wolf-Georg. (Março 2013). *Empty voting revisited: The Telus saga*. Legal Research Paper Series, Paper n. º18/2013p. 6. consultado no dia 20-07-2023. Disponível em <https://papers.ssrn.com/abstract=2230528>.

Rocha, Maria Vitória Rodrigues Vaz Ferreira da (1994). *Aquisição de Ações Próprias no Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra. Almedina.

Santos, Hugo Luz dos. (2022). *O Contrato de jogo, o contrato de aposta e o contrato swap de taxas de juro: incursões dogmáticas na zona de confluência inclusiva entre o direito civil, o direito administrativo, o direito do jogo e o direito dos valores mobiliários*. AAFDL.

Silva, Silvana Raquel Araújo Monteiro Ribeiro da (2013). *A indústria de hedge funds: características, estratégias e divulgação de informação*. Dissertação para a obtenção do grau de mestre, Instituto Superior de Contabilidade e administração de Coimbra, orientada por Ana Paula Quelhas, consultada no dia 10-1-2023 e disponível no site <http://comum.rcaap.pt>.

Schneider, Marguerite, & Ryan, Lori Verstegen (2009). *A review of hedge funds and their investor activism: do they help or hurt other equity investors?* *Journal of Management & Governance*, 15(3), 349–374. <https://doi.org/10.1007/s10997-009-9113-xp.351>, consultado em Março de 2023.

Ana Cláudia Marques Pimentel - O uso do esvaziamento do voto pelos *hedge funds* nas sociedades anónimas.

Teixeira, Maria Emília (2017). *O Contrato de Swap - O credit default swap e o seguro de crédito*. Coimbra. Almedina.

Tramplin, True, Bsc, CEPF, *Distressed Securities*, consultado no dia 17 de Setembro de 2023 e disponível em www.financetrategists.com/wealth-managment/stocks/distressed-securities.

Triunfante, Armando Manuel (2004). *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas, Direitos de Minoria Qualificada, Abuso de Direito*. Coimbra Editora.

Tingle, Bryce (5 de novembro de 2012). *Empty Voting*. ABlawg | University of Calgary Faculty of Law Blog. consultado no dia 04/08/2023, disponível em <https://ablawg.ca/2012/11/05/empty-voting/>.

Vasconcelos, Pedro Pais (1995). *Contratos Atípicos*, Dissertação de doutoramento para a obtenção do grau de doutor. Coimbra. Almedina.

Varela, Antunes & Lima, Pires. (1997). *Código Civil Anotado*. 4ª ed., Vol. II. Coimbra Editora.

Ventura, Raul. & Correia, Luís Brito. (Lisboa, 1970) *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades Anónimas e dos Gerentes de Sociedades por Quotas, Estudo Comparativo do Direito Alemão, Francês, Italiano e Português*, separata do Boletim do Ministério da Justiça, n.º 192, 193, 194 e 195.

Ventura, Raul (1992). *Estudos Vários sobre as Sociedades Anónimas*. Coimbra. Almedina.

VI. Jurisprudência

Jurisprudência nacional: consultada no site [www. dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

1.1 Supremo Tribunal de Justiça:

Ac. do Supremo Tribunal de Justiça, datado de 07-06-2018, processo n.º 2393/09.5TVPRT.L2. S1, Relator Abrantes Geraldês,

Ac. do Supremo Tribunal de Justiça, processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1. S1, datado de 10-10-2013, relator Granja da Fonseca,

Ac. do STJ, datado de 30-09-2014, processo n.º 1195/08.0TYLSB, Relator Fonseca Ramos.

1.2 Tribunal da Relação do Porto:

Ac. do Tribunal da Relação do Porto, processo 1647/16.9T8PVZ.P1, Relatora Lina Baptista, datado de 11-04-2018.

Jurisprudência internacional

Supreme Court of British Columbia: In the Matter of Section 291 of the Business Corporations Act ,S.B.C. 2002, c. 57, as Amended, In the Matter of a Proposed Arrangement involving TELUS Corporation and its Non-Voting Shareholders, disponível em <https://www.yumpu.com/en/document/view/16786436/in-the-supreme-court-of-british-columbia-about-telus>, consultado a 20 de Julho de 2023.