

Equity Swap: Empty Voting

Dinarco Miguel Silva Pimentel

Dissertação de Mestrado em Direito

Especialização em Ciências Jurídico -Empresariais

Orientação: Prof. Doutora Maria Emília Teixeira

Junho, 2017



UNIVERSIDADE PORTUGALENSE

Dinarco Miguel Silva Pimentel

Equity Swap: Empty Voting

Dissertação de Mestrado na área de Ciências Jurídico-Empresariais apresentada à Universidade Portucalense Infante D. Henrique para obtenção do grau de Mestre em Direito, sob a Orientação da Professora Doutora Maria Emilia Teixeira

Departamento de Direito

Junho, 2017



UNIVERSIDADE PORTUCALENSE

*“The real mechanism for
Corporate Governance is
the active involvement of
the owners.”*

- Louis Gerstner -

ÁREA CIENTÍFICA

Direito Societário

SUB-ÁREA

Corporate Governance

ASSUNTO:

Equity Swaps como instrumento potenciador de *Empty Voting*

TÍTULO:

Equity Swap: Empty Voting

PALAVRAS-CHAVE: Governo Societário; esvaziamento de voto; deliberações abusivas; direito de voto; interesse económico negativo.

KEYWORDS: Corporate Governance; empty voting; abusive deliberations; right to vote; negative economic interest.

AGRADECIMENTOS

(sem ordem ou hierarquia)

À Universidade Portucalense Infante D. Henrique, na pessoa da Doutora Manuela Magalhães e Doutora Mónica Martinez de Campos, cujo trabalho incessante possibilitou a concretização dos meus objetivos pessoais e profissionais, pela disponibilidade facultada durante a frequência do 1º e 2º ciclo de estudos em Direito, que ultima com a presente dissertação.

À minha Mãe, Maria de Lurdes Pimentel, por todo o apoio, incentivo e estímulo.

Ao meu Pai, José Constantino Pimentel, que, por vicissitudes da vida, não pôde acompanhar este percurso, pelos valores incutidos e espírito desafiante.

À minha noiva, Sónia Pinto, por toda a compreensão, incentivo, encorajamento e paciência.

Ao meu *ex* (mas eterno) Patrono, Dr. Rui Santos Cunha, pela compreensão e liberdade concedida.

À minha Orientadora, Doutora Maria Emília Teixeira, por todo o interesse, disponibilidade, conselhos e desafio.

NOTA PRÉVIA

De acordo com a legislação portuguesa, mais precisamente, com o Código das Sociedades Comerciais, são admitidas aquelas sociedades que adotem o tipo jurídico de sociedades em nome coletivo, de sociedades por quotas, de sociedades anónima, de sociedades em comandita simples ou de sociedades em comandita por ações, reguladas nos termos dos arts. 1º e 197º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais.

Ora, para cada um destes tipos de sociedades, a lei atribui uma significação própria e individual para designar aqueles que participam do seu capital social.

Assim sendo, no caso das sociedades por quotas, a lei designa esses participantes por sócios. Já no caso das sociedades anónimas, a lei atribui-lhes a designação de acionistas. No que tange às sociedades em comandita, os seus participantes são denominados por sócios comanditários e sócios comanditados. Nestes casos, os sócios comanditários respondem apenas pela sua entrada no capital da sociedade, enquanto que os sócios comanditados respondem pelas dívidas da sociedade.

É certo que o fenómeno que procuraremos estudar com a presente dissertação incide, sobretudo e especialmente, nas sociedades do tipo anónimas, sendo que, nesses casos, estaremos perante acionistas como participantes. Contudo, por facilidade, mera terminologia, e por a parte geral do Código das Sociedades Comerciais se referir a estes sujeitos como sócios em sentido amplo, utilizaremos, indistintamente, os termos “sócio” e “acionista”, para designar o mesmo conjunto de participantes do capital social, *i.e.*, acionistas, conhecendo, *ab initio*, que se trata destes últimos.

Equity Swap: Empty Voting

The markets and financial instruments' revolution, with complex products such as swaps, allowed investors who had an economic interest in a company to deplete their social interest, in what the doctrine calls empty voting and hidden Ownership.

As it is well known, commercial companies, regardless of their nature and form, decide on matters that concerns them, by resolutions at a General Meeting.

With the possibility of decoupling the voting rights from the economic interest, either by lending shares or by using *equity swaps*, it is possible that those who take advantage to these mechanisms and who, in principle, would have a direct interest in the regular and the normal development of a commercial company, *i.e.*, the search for profit, position themselves as participants in the equity capital, protected and guaranteed, for their own benefit and outside the corporate interest.

Thus, with this thesis, we will try to analyze this mechanism / phenomenon by interpreting the way of acting, consequences and ends reached, trying to integrate such behaviors as abusive deliberations, if they fulfill such framework.

Based on an analysis of the validity of swap contracts in the Portuguese legal system, we will try to transpose them into their use in a corporate context.

Therefore, Swaps and, in general, derivative instruments, representing the product of financial innovation, appear to, for the most inattentive, as an iceberg, where apparently only the visible part is known. However, swaps show a great potential for growth where the quantification, sometimes, is lacking, especially in the business context, where they have acquired a special relevance due to the needs of risks control that emerge from the markets or, as we will seek, allowing the pursuit of the personal and individual interests of those who participate in the equity capital of these companies using a specific type of *equity swaps*.

Although in a synthetic way, due to the ease of contextualization and as a motto for the study that we will try to achieve, we can already affirm that this phenomenon, where *equity swaps* acquire significant importance and whose legality of the result is discussed, is based on the possibility of decoupling the right to vote that is inherent to the economic exposure related to the ownership of shares and, consequently, the prominence of the vote interest from the economic interest.

SIGLAS E ABREVIATURAS

Ac.	Acórdão
Art.	Artigo
C.C.	Código Civil
C.P.C.	Código do Processo Civil
C.R.P.	Constituição da República Portuguesa
CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS	Código das Sociedades Comerciais
CMV	Código dos Valores Mobiliários
CMVM	Código dos Mercados e Valores Mobiliários
D.L.	Decreto-Lei
DMIF	Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros
E.U.A	Estados Unidos da América
EMIR	<i>European Market Infrastructure Regulation</i>
EPE	Entidades Públicas Empresariais
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
UE	União Europeia
EUR.	Euro
EURIBOR	<i>European Interbank Offered Rate</i>
IBM	<i>International Business Machines</i>
ISDA	<i>International Swaps and Derivatives Association</i>
LIBOR	<i>London Interbank Offered Rate</i>
N.º	Número
OTC	<i>Over the Counter</i>
RGICSF	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
Séc.	Século
STJ	Supremo Tribunal de Justiça
TRG	Tribunal da Relação de Guimarães
TRL	Tribunal da Relação de Lisboa
Vs.	<i>Versus</i>

Índice

1.	Introdução.....	10
2.	PARTE I.....	12
2.1	O contrato de <i>swap</i> como instrumento financeiro: Noção e evolução	12
2.2	Enquadramento Jurídico.....	17
2.3	Os contratos financeiros a prazo e os futuros.....	20
2.4	As Opções Financeiras.....	22
2.5	Os Contrato Diferenciais.....	23
2.6	O Swap como contrato – Características Jurídicas	24
2.6.1	Contrato obrigacional com cariz comercial sobre o património	26
2.6.2	Contrato bilateral (multilateral) e sinalagmático	26
2.6.3	Contrato Oneroso.....	28
2.6.4.	Contrato <i>Intuitu Personae</i>	29
2.6.5.	Contrato duradouro, de execução periódica e diferida	30
2.6.6.	Contrato aleatório	31
2.6.7.	Contrato atípico e nominado	33
2.7.	As finalidades do Contrato Swap.....	34
2.8.	A (in)validade do Contrato Swap.....	38
2.9.	Modalidades de <i>Swaps</i>	41
3.	Dos Equity Swaps <i>em especial</i>	42
3.1.	Aspetos Gerais	44
3.2.	Conceptualização	45
3.2.1.	Os dois braços (<i>legs</i>) nos contratos Equity Swap	46
4.	PARTE II.....	48
4.1.	DO DIREITO SOCIETÁRIO	48
4.1.2.	As ações e a participação social	48
4.1.3.	Os deveres sociais dos sócios/acionistas.....	53

4.2. Os deveres societários e a <i>Business Judgment Rule</i>	55
4.3. Os direitos sociais dos acionistas	58
4.4. As Deliberações Abusivas.....	60
4.4.1. A importância dos <i>proxy advisors</i>	63
4.5. “ <i>The New Vote Buying</i> ” e a credibilidade do direito de Voto	65
4.6. O Fenómeno do <i>Empty Voting</i>	67
4.6.1. Transação da titularidade das ações realizada entre a Assembleia Geral e o Registo ..	68
4.6.2. Empréstimo de Ações	69
4.6.3. A utilização de <i>Equity Swaps</i> como potenciadores do esvaziamento de voto (<i>empty voting</i>).....	71
4.7. Extensão da problemática	73
4.7.1. O Caso Perry-Mylan	74
4.7.2. O caso AXA-MONY	76
4.7.3. O Esvaziamento de Voto em Portugal – O Caso “PT – TELEFÓNICA”	76
4.8. O impacto dos <i>equity swaps</i> no exercício do direito de voto e a recondução da figura do <i>empty voting</i> às deliberações abusivas	80
5. Conclusão	84
Bibliografia	87
Jurisprudência Citada	93
Supremo Tribunal de Justiça.....	93
Tribunal da Relação de Lisboa	93
Tribunal da Relação de Guimarães	93

1. Introdução

O desenvolvimento dos mercados e instrumentos financeiros, nomeadamente, produtos complexos como *swaps*, veio permitir que investidores que detêm interesse económico em sociedades empresariais, *i.e.*, que são titulares de participações no capital dessas sociedades e, por tal motivo, participantes do interesse coletivo, através de mecanismos na qual a contratação de *equity swaps* assume especial relevância, ainda que não exclusivamente, viessem a esvaziar o seu interesse social, naquilo a que a doutrina designa por esvaziamento de voto – *empty voting e hidden ownership*.

Como é consabido, as sociedades comerciais, independentemente da sua natureza e forma, decidem dos assuntos que lhes dizem respeito, mediante deliberação em Assembleia Geral.

Sucede que, com a possibilidade de separar os direitos de voto do interesse económico, seja através do empréstimo de ações ou pelo recurso a *equity swaps*, é possível que, aqueles que recorrem a estes mecanismos e que, em princípio, teriam interesse direto no regular e normal desenvolvimento de uma sociedade comercial, *i.e.*, a procura do lucro, posicionem as suas posições jurídicas como participantes do capital social, protegidas e garantidas, em benefício próprio e alheio ao interesse societário.

Assim sendo, com a presente dissertação, procuraremos analisar este mecanismo/fenómeno pela interpretação do modo de atuação, consequências e fins alcançados por aqueles esvaziam o seu interesse social, para, a final, procurarmos integrar tais comportamentos como *deliberações abusivas*, caso os mesmos preencham tal enquadramento.

Partindo de uma análise sobre a validade dos contratos *swap* no ordenamento jurídico português, tentaremos transpor para o seu uso em contexto societário, nomeadamente, no que respeita ao recurso destes com o fim e propósito de permitir a dissociação (*decoupling*) entre o interesse patrimonial e o interesse societário *strictu sensu*.

Por conseguinte, os *swaps* e, no geral, os instrumentos derivados, representando o produto da inovação financeira, mostram-se, para os mais desatentos, como um *iceberg*, onde, aparentemente, apenas a parte visível é conhecida. Contudo, os *swaps* evidenciam um expoente potencial de crescimento cuja quantificação, por vezes, se mostra parca, sobretudo, no contexto empresarial, onde os mesmos adquiriram especial

relevância, face à necessidade de controlar os próprios riscos que emergem dos mercados ou, tal como procuraremos estudar, permitindo a prossecução dos interesses pessoais e individuais daqueles que participam do capital social dessas sociedades pelo recurso ao um tipo concreto de *swaps* (*equity swaps*).

Ainda que de modo sintético, por facilidade de contextualização e como mote para o estudo que procuraremos concretizar, podemos, desde já, afirmar que este fenómeno, onde os *equity swaps* adquirem notável importância e cuja legalidade do resultado se discute, por eventual contrariedade à própria ordem societária, assenta na possibilidade de destacamento do direito de voto da exposição económica inerente, relacionada com a titularidade de ações e, consequentemente, no destaque do interesse no voto do interesse económico¹.

¹ GRÁCIO, Leila, *O Esvaziamento de Voto – A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*, Lisboa, 2012, p. 14

2. PARTE I

2.1 O contrato de *swap* como instrumento financeiro: Noção e evolução

O contrato de *swap*, tal como hoje se apresenta, assume-se como um “*contrato pela qual as partes acordam reciprocamente e mediante determinadas condições pré-determinadas, pagarem determinado montante, expresso numa determinada divisa ou divisas, que resultarão, em todo o caso, de movimento financeiros assentes em ativos ou passivos monetários a estes subjacentes*”².

Estes tipos de contratos têm por base princípios económicos sustentados pela teoria das vantagens comparativas no comércio internacional formulada por David Ricardo³.

Este autor explica a teoria formulada, partindo dos ensinamentos de Adam Smith quanto à Teoria das Vantagens Absolutas, para afirmar que um país que detém uma vantagem absoluta, ou seja, mais eficiente na produção de determinado bem por depender menos para a sua produção, pode facilmente e eficazmente relacionar-se para fins comerciais com outro país que é menos eficiente neste mesmo produto ou, inclusive, quando é eficiente no mesmo e noutros produtos, partindo da ideia que o que se mostra fundamental é a razão de produtividade e não o custo de produção. Isto é, se um determinado país especializado, por exemplo, na produção de titânio, quando comparado com Portugal em sede de custos comparados na produção de vinho, azeite ou cortiça, e de acordo com os ensinamentos de David Ricardo, mesmo que esse outro país tenha vantagens absolutas em produzir e exportar os produtos mais eficazmente produzidos por Portugal, vai, certamente, importar, obtendo uma melhor especialização no sector em que melhor atua, ou seja, na produção de titânio⁴.

² TEIXEIRA, Maria Emília, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, 2015, Porto. Pp. 28

³ Veja-se sobre este assunto KRUGMAN, P., OBSTFELD, M., *International Economics: Theory and Policy*, 2ª edição, Harper Collins Publishers, 1991 e RICARDO, David, *On the Principles of Political Economy and Taxation*, 3ª edição, London, John Murray, 1817

⁴ Teoria Clássica do Comércio Internacional[online], 2017, *Faculdade de Economia do Porto*. [Accessed 9 November 2016]. Available from: https://www.fep.up.pt/disciplinas/lec207/Apoio/EI_Classicos.pdf

Ora, este tipo de contratos, embora mediaticamente apresentados e explorados nos últimos anos, remontam muito antes da crise económica mundial que se fez sentir a partir de 2007/2008.

Na verdade, tal como refere Maria Emília Teixeira, “*antes de o contrato swap assumir a sua atual estrutura e finalidade, já existiam anteriormente compromissos contratuais fixados entre duas partes que trocavam entre si vantagens provenientes das posições que tinham no seio de certos mercados. Referimo-nos, desde logo, aos empréstimos paralelos ou parallel loans que surgiram na década de 70 do século anterior*”⁵ e que, em muitos dos casos, se verificava em resultado da flutuação das taxas de juro e cambiais. Tal como refere Maria Clara Calheiros, “*o contrato swap veio permitir o estabelecimento de uma trama internacional que mitigue as consequências de tais oscilações, de forma a que, por um intercambio de posições de mercado dos agentes económicos, se alcancem situações globalmente mais vantajosas para os intervenientes*”⁶.

Tal foi o que sucedeu, nos finais da década de 70 do século passado aquando das operações petrolíferas no Mar do Norte, na qual as empresas não britânicas careciam de Libras Esterlinas e os Investidores Britânicos necessitavam, de igual modo, de *Dollars* para os seus investimentos nos E.U.A., pretendendo, em ambos os casos, evitar custos extraordinários e desmesurados impostos pelas normas britânicas de controlo e acesso ao câmbio na aquisição de moeda estrangeira, pelo que, a engenharia e arquitetura financeira desenvolveu este tipo de derivado, capaz de satisfazer, de melhor forma, os interesses dos seus contraentes. Este primeiro *swap*, ainda que rudimentar, corresponde ao que hoje designamos por *swap de divisa* ou *cambial*, funcionando como “*um antídoto face às flutuações monetárias e às taxas de juro*”. No entanto, “*o marco de referência para o início dos swaps foi a operação entre o Banco Mundial e a IBM, em Agosto de 1981, com intermediação da Salomon Brothers*”⁷.

Ora, este tipo de contratos mostram-se como autênticos produtos financeiros derivados, ou seja, são instrumentos financeiros^{8 9 10} cujo valor e evolução futura

⁵ TEIXEIRA, Maria Emília, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, 2015, Porto. Pp. 24

⁶ CALHEIROS, Maria Clara, «*O contrato de Swap*», *Stvdia Ivridica*, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, Pp.19

⁷ *Idem Ibidem*, Pp.18

⁸ Em germânico: “*finanzinstrument*” (§2, Abs. 2b da WpHG de 1998), em Francês “*instrument financier*” (art. L.211-1 do CMF de 2000), em italiano “*strumento finanziario*”(art. 1º, “*comma*” 2 do TUF de 1998)

do mesmo, deriva do valor de um determinado ativo subjacente^{11 12} (motivo pela qual são, subclassificados como derivados), ou seja, o seu valor está dependente do valor de uma ação¹³, de um índice¹⁴, de uma mercadoria ou de uma taxa de juro¹⁵, e, por tal, os mesmos podem ser definidos como um contrato pela qual se

e em espanhol “instrumento financeiro (art. 2º da LMV de 1988) – “ designam-se instrumentos financeiros (...) um conjunto de instrumentos juscomerciais heterogêneos susceptíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou cobertura do risco da atividade económica das empresas” - *cfr.* ENGRACIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2014, 2ª Ed., Coimbra, p. 7

⁹ De acordo com a interpretação conjugada dos n.º 1 e 2 do art. 2º do Código de Valores mobiliários, são considerados instrumentos financeiros: “a) os valores mobiliários (...); b) os instrumentos do mercado monetário com exceção dos meios de pagamento; c) os instrumentos derivados para transferência do risco de crédito; d) os contratos diferenciais; e) as opções, os futuros, os swaps, os contratos a prazo e quaisquer outros contratos derivados relativos a: i) valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rentabilidade ou relativos a outros instrumentos derivados, índices financeiros ou indicadores financeiros com liquidação física ou financeira; ii) mercadorias, variáveis climáticas, tarifas de fretes, licenças de emissão, taxas de inflação ou quaisquer outras estatísticas económicas oficiais, com liquidação financeira ainda que por opção de uma das partes; iii) mercadorias, com liquidação física, desde que sejam transacionados em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral ou, não se destinando a finalidade comercial, tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do art. 39º do Regulamento (CE) n.º 1287/2006, da Comissão, de 10 de agosto; f) quaisquer outros contratos derivados, nomeadamente os relativos a qualquer dos elementos indicados no art. 39º do Regulamento (CE) n.º 1278/2006, da Comissão, de 10 de agosto, desde que tenham características análogas às de outros instrumentos financeiros derivados nos termos do art. 38º do mesmo diploma.”

¹⁰ Pela parte da jurisprudência, pode-se ler que “os instrumentos financeiros são um conjunto de instrumentos juscomerciais susceptíveis de criação e/ou negociação em mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou a cobertura do risco da atividade económica das empresas. Tais instrumentos financeiros encontram-se expressamente consagrados no artigo 2.º, n.ºs 1 e 2 do CVM, sendo os instrumentos derivados um dos tipos ou categorias dos instrumentos financeiros contradistinguindo-se dos demais (instrumentos mobiliários e instrumentos monetários) por serem instrumentos típicos do mercado de capitais a prazo” – *cfr.* Ac. TRL 08-05-2014 (ILÍDIO SACARRÃO MARTINS), Processo n.º 531/11.7 TVLSB.L1-8

¹¹ Pimentel, Miguel, 2013, Swaps e outros derivados OTC. *PÚBLICO* [online]. 2013. [Accessed 9 November 2016]. Available from: <https://www.publico.pt/economia/noticia/swaps-e-outros-derivados-otc-1593271>

¹² Activo que serve de base à determinação dos fluxos monetários (remuneração periódica e valor de reembolso) de um instrumento financeiro ou que constitui o objecto do investimento realizado através de instrumentos financeiros de natureza derivada (tais como os futuros, as opções e os warrants autónomos). – *in* CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cvmv.pt* [online], [Accessed 25 November 2016].

¹³ Valor mobiliário representativo de uma participação social em sociedade anónima e que confere ao seu proprietário, entre outros, o direito de voto nas assembleias gerais, ao recebimento do dividendo (se existir) e à quota-parte do capital próprio em caso de liquidação da sociedade. - *in* CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cvmv.pt* [online], [Accessed 25 November 2016].

¹⁴ Número índice cuja taxa de variação entre duas datas é igual à taxa de variação do valor de mercado da carteira que esse índice representa. - *in* CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cvmv.pt* [online], [Accessed 25 November 2016].

¹⁵ Juro relativo a um capital unitário que se vence num dado período de tempo. Em geral é expresso em percentagem do valor nominal. Usualmente o período de tempo a que se refere o juro é o ano, sendo por isso a taxa de juro dita anual, porém nem sempre isso acontece, pelo que deve ser dada especial atenção a este aspecto. Dado que nem sempre o período de capitalização – isto é, o período compreendido entre dois momentos consecutivos de vencimento de juros – as taxas de juro nominal e efectiva poderão diferir. Sempre que o período de capitalização é inferior a um ano, a taxa anual efectiva é superior à taxa anual nominal. - *in* CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cvmv.pt* [online], [Accessed 25 November 2016].

estabelece uma troca, *i.e.*, um meio de gestão de ativos e de passivos das empresas ou particulares, em que as partes outorgantes se comprometem a trocar, entre si, fluxos de tesouraria durante um período acordado¹⁶, sendo transacionados em mercado *Over-The-Counter*, para reestruturar ativos e passivos e para gestão de risco.

No mesmo sentido, José Manuel Santos Quelhas afirma que este tipo de contratos correspondem a um mecanismo segundo o qual “*duas partes acordam trocar, entre si, os pagamentos de juros ou de capital e juros, na mesma moeda ou em moedas diferentes, com base em regras preestabelecidas. Os dois pagamentos têm montantes iniciais e durações equivalentes, diferindo apenas quanto às taxas de juro ou de câmbio*” sendo “*utilizado como instrumento de cobertura dos riscos de variações de taxas de juro ou de câmbio ou como forma de aumentar, deliberadamente, a exposição aos referidos riscos*”¹⁷

Também Engrácia Antunes, define o contrato *swap* como “*o contrato pelo qual as partes se obrigam ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, na mesma moeda ou em moedas diferentes numa ou várias datas predeterminadas, calculadas por referência a fluxos financeiros associados a um ativo monetário subjacente, geralmente uma determinada taxa de câmbio ou de juro*”¹⁸.

Ora, este tipo de contrato, que não emergiu da lei, doutrina ou jurisprudência, mas, na verdade, das diferentes práticas contratuais praticadas pelos agentes económicos, possui diferentes e diversas modalidades sendo a principal diferença entre eles, o seu objeto¹⁹.

Assim, facilmente se depreende que, não tendo acolhimento (pelo menos direto) na lei, doutrina ou jurisprudência, não existe uma definição própria e legal para este tipo de contratos, mas antes formulações derivadas da estrutura que estes assumem.

No entanto, este tipo de contratos, tão presentes na sociedade moderna atual, tendo a sua *ratio* nas negociações entre duas ou mais partes, com um interesse comum – troca ou permuta de vantagens – reunindo, as partes, condições

¹⁶ Ferreira, Domingos, *Swaps e outros derivados*, 2011, Lisboa. Pp. 89

¹⁷ QUELHAS, José Manuel Gonçalves Santos, «Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro (Novos Produtos Financeiros)», *Separata do Boletim de Ciências Económicas*, Coimbra, 1996, Pp.93

¹⁸ ENGRACIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2ª Ed., Coimbra, 2014, Pp. 156

¹⁹ TEIXEIRA, Maria Emília, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Porto, 2015, Pp. 29

de elegibilidade e capazes de proporcionar de modo recíproco, vantagens, apresentam-se como um reflexo do princípio da liberdade contratual, pilar basilar da autonomia privada e regulado nos termos e para efeitos do art. 405º do Código Civil que, segundo Mota Pinto, corresponde à “*ordenação espontânea (não autoritária) dos interesses das pessoas, consideradas como iguais, na sua vida de convivência*”²⁰.

Tendo, este tipo de contratos, se tornado uma prática reiterada, continuada e autónoma, parece fácil de prever que tenham ocorrido alguns litígios, pelo que, atualmente a jurisprudência tem-se esforçado por encontrar soluções sobre os aspetos mais controvertidos propondo, inclusive, algumas definições deste tipo de produtos financeiros. É o caso do Ac. do TRL, datado de 24 de Fevereiro de 2015 pelo qual esta instância define o contrato *swap* como “*o contrato pela qual as partes se obrigam ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, na mesma moeda ou em moedas diferentes, numa ou várias datas predeterminadas, calculadas por referencia a fluxos financeiros associados a um ativo subjacente, geralmente a uma dada taxa de câmbio ou de juro*”²¹.

Também, Carlos Ferreira de Almeida, em sede doutrinal, considera o contrato *swap* como aquele “*pelo qual as partes se obrigam reciprocamente a pagar, em data futura ou sem sucessivas datas, o montante das obrigações da outra parte ou o produto da cobrança dos seus próprios créditos, tomando como referencia passivos ou ativos, reais ou nocionais, assim como o contrato pelo qual uma das partes se obriga a pagar à outra a diferença em seu desfavor apurada pelo cálculo de valores daquelas obrigações ou daqueles créditos*”²².

Outra autora refere que “*um contrato swap se traduz na convenção pela qual duas partes trocam entre si posições de mercado ou fluxos financeiros, sendo que dessa troca resultam vantagens para ambas as partes, na medida em que se pretende anular os riscos de perda nas operações financeiras. Essa troca traduz-se na cedência recíproca das vantagens que cada agente económico*

²⁰ PINTO, Carlos Alberto da Mota, *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra, Coimbra Editora, 2012,.

²¹ Cfr. Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, datado de 24 de fevereiro de 2015, proferido no processo n.º 2186.13.5TVLSB.L1-7, relatado por Maria do Rosário Morgado

²² ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *Contratos II – Conteúdo. Contratos de Troca*, Coimbra, Almedina, 3ª Edição, 2012, Pp. 135.

conseguiu obter num determinado mercado, o qual seria de difícil acesso ou de acesso excessivamente oneroso para a outra parte”²³.

2.2. Enquadramento Jurídico

O contrato *swap strictu sensu* tal como é concebido, constituindo um produto da inovação e engenharia financeira e da crescente complexidade das transações económicas e bancárias, assumindo diferentes modalidades, não se encontrando plenamente definido na legislação em vigor. No entanto, sendo este um instrumento financeiro, sempre será possível, partindo de um conceito mais lato e difuso como é o conceito de *instrumento financeiro*, inferir sobre o enquadramento jurídico deste tipo contratual.

Assim, devemos entender o conceito de *instrumento financeiro*, desde logo, pela interpretação do ponto 3º do art. 199º-A do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras²⁴ que caracteriza este tipo de produtos como um “*qualquer contrato que dê origem, simultaneamente, a um ativo financeiro de uma parte e a um passivo financeiro ou instrumento de capital de outra parte, incluindo, no mínimo, os instrumentos referidos na secção C do anexo I da Diretiva n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril*”.

Igualmente, a Diretiva n.º 2006/49/CE, na Secção 2, art. 3º, n.º 1 al. e) adianta que um instrumento financeiro é “*qualquer contrato que dê origem simultaneamente a um ativo financeiro de uma parte e a um passivo financeiro ou instrumento de capital de outra parte*”, afirmando ainda que, “*para efeitos da al. e), os instrumentos financeiros incluem os instrumentos financeiros primários ou instrumentos em numerário e os instrumentos financeiros derivados cujo valor é derivado do preço de um instrumento financeiro subjacente ou de uma taxa, de um índice ou do preço de um outro elemento subjacente*”, remetendo, posteriormente, para o anexo I da Diretiva n.º 2004/39/CE”.

²³ TEIXEIRA, Maria Emília, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Porto, 2015, Pp. 32

²⁴ Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de dezembro, cuja redação atual é a que consta da Lei 18/2013, de 6 de Fevereiro e Decreto-Lei 63-A/2013, de 10 de Maio.

Por outro lado, o Código dos Valores Mobiliários (CVM), no seu art. 2º, n.º 1, al. e) vem delimitar e regular a aplicação material deste diploma, entre outros instrumentos financeiros, aos *swaps*. Contudo, este diploma não propõe, pelo menos de forma direta e clara, uma definição de instrumentos financeiros, sendo necessário, no plano nacional, recorrer ou ao Glossário proposto pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários²⁵ ou à doutrina para melhor compreender do que se tratam.

No primeiro caso, “*são definidos como Instrumentos de investimento que incluem os valores mobiliários, os instrumentos financeiros derivados, os instrumentos do mercado monetário bem como quaisquer outros como tal considerados pela Directiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros (DMIF)*”.

No segundo caso, e segundo Engrácia Antunes, estes são “*um conjunto de instrumentos juscomerciais suscetíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou cobertura de risco da atividade económica das empresas*”²⁶, para vir afirmar que “*derivados são instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e validados por referência a determinado ativo subjacente*”²⁷. Pelo que, daqui se denota três elementos essenciais. A saber:

- a) Origem contratual;
- b) Operações a prazo;
- c) O seu valor se reportar a ativos subjacentes²⁸.

Sendo que as suas funções, tal como refere Domingos Ferreira, vão desde gestão de risco (*hedging*), arbitragem e especulação, as quais oportunamente analisaremos²⁹.

²⁵ CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cvmvm.pt* [online], [Accessed 25 November 2016].

²⁶ TEIXEIRA, Maria Emília 2015, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*. Porto. Pp. 32, *Apud*. ANTUNES, José A. Engrácia, «Os derivados», *Caderno de Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 30, Agosto, 2008,. Pp. 96

²⁷ Antunes, José A. Engrácia, *Instrumentos Financeiros*, 1ª edição, Coimbra, Almedina, 2009, Pp. 128 *apud* SANTOS, Hugo Luz dos, «O contrato de swap de taxas de juro e os instrumentos derivados financeiros», *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI, n.º 2, Coimbra, Almedina, 2014, Pp. 416

²⁸ Que podem ter natureza corpórea e liquidação física (*i. e.* Futuros sobre matérias –primas e mercadorias) ou natureza incorpórea ou virtual, com liquidação financeira (*i.e.* índices financeiros ou variáveis climáticos)

²⁹ Ferreira, Domingos, *Swaps e outros derivados*, Lisboa, 2011, Pp. 65

Tais instrumentos são, na opinião Warren Buffet, “*armas financeiras de destruição maciça*”³⁰. Contudo, do conteúdo da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros resultam três grandes categorias de instrumentos financeiros. São eles os valores mobiliários, os instrumentos de mercado monetário e os instrumentos derivados, donde se inclui, nestes últimos, o contrato *swap*.

Igualmente, o Regulamento (UE) n.º 549/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Maio de 2013 vem esclarecer que “*os derivados financeiros podem ser classificados por instrumentos, como opções*³¹, *forwards*³², *derivados de crédito*³³ *ou risco de mercado*³⁴, *como swaps de divisas, swaps de taxas de juro, etc.*”. Pelo que, para que possamos concretizar o enquadramento

³⁰ *apud*. Ferreira, Domingos, *Swaps e outros derivados*, Lisboa, 2011, Pp. 67

³¹ “*Contrato que atribui um direito de aquisição (opção de compra) ou alienação (opção de venda) de um activo (activo subjacente) a um dado preço (preço de exercício). O vendedor assume, assim, a obrigação de vender (se a opção for de compra) ou comprar (se a opção for de venda) o activo. O comprador fica com o direito, mas não a obrigação, de comprar (se a opção for de compra) ou de vender (se a opção for de venda) o activo. A assimetria de direitos e obrigações entre vendedor e comprador tem como contrapartida o pagamento de um preço (prémio) pelo comprador ao vendedor. O exercício do direito pode ser feito exclusivamente no fim do prazo (opções de estilo europeu) ou ao longo de todo o prazo (opções de estilo americano). As opções podem ser objecto de liquidação física (situação em que o vendedor entrega a mercadoria vendida) ou liquidação financeira (situação em que não há entrega física da mercadoria, mas somente um acerto de contas em função do preço de mercado do activo na data da liquidação). Os contratos de opções permitem que qualquer uma das partes reverta a sua posição contratual fazendo uma operação contrária à inicial*”. - CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cvm.pt* [online], , [Accessed 25 November 2016].

³² “*Contrato de compra e de venda de uma dada quantidade e qualidade de um activo (financeiro ou não) numa data futura específica, a um preço fixado no presente, negociado de modo bilateral (fora de bolsa). Pelo contrato forward, o comprador fica vinculado ao pagamento do preço acordado e o vendedor fica vinculado à entrega do activo nas condições acordadas. Porém, os contratos forward podem ser objecto de liquidação física (situação em que o vendedor entrega a mercadoria vendida) ou liquidação financeira (situação em que não há entrega física da mercadoria, mas somente um acerto de contas em função do preço de mercado do activo na data da liquidação). Ao contrário dos contratos de futuros, que são contratos negociados (em bolsa) de forma multilateral e são objecto de elevado grau de padronização, os contratos forward são susceptíveis de serem livremente desenhados de acordo com a vontade das partes (comprador e vendedor).*” - - CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cvm.pt* [online], [Accessed 25 November 2016].

³³ “*Os derivados de crédito são um derivado caracterizado pelo seu objecto, embora em termos estruturais possam assumir uma das modalidades de base acima referidas, nomeadamente swaps, mas também opções. Tal não é, porém, forçoso que assim sejam, pois os contratos têm vindo a adquirir características muito próprias. Talvez por isso, a nossa lei, na sequência da directiva DMIF [derivative instruments for the transfer of credit risk] refere-os de modo independente, como contratos nominados, com a designação de instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito [CVM; art. 2/1/c].*” - *INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS*, [no date]. [online]. Lisboa : Universidade Nova de Lisboa, [Accessed 25 November 2016].

³⁴ “*Contratos através dos quais uma parte transfere para outra um determinado risco de crédito, mediante o pagamento de um preço, caso ocorra um determinado evento futuro [evento de crédito] previsto no contrato*”. - - *INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS*, [no date]. [online]. Lisboa : Universidade Nova de Lisboa, [Accessed 25 November 2016].

jurídico do *swap*, tal passará, necessariamente, pela concretização deste como um instrumento financeiro derivado.

2.3. Os contratos financeiros a prazo e os futuros

Os contratos financeiros de compra e venda a prazo são tipos negociais tradicionalmente transacionados em bolsa. Contudo, estes contratos, em resultado da significativa evolução que teve lugar nos anos 70 do século passado e como decorrência do choque petrolífero, sofreram profundas alterações. Note-se que, até a esse momento, eram, sobretudo, negociados como *operações firmes a prazo*, cuja regulação encontrava-se consagrada no Código dos Mercados e Valores Mobiliários – art. 409º e 413º, que distinguia entre *operações firmes a prazo* e *operações a prazo condicionais*, sendo que, nestas últimas, integravam-se as *operações a prazo liquidáveis por compensação (operações a futuro)*.

Referia o Código dos Mercados e Valores Mobiliários que as operações firmes a prazo eram operações em que:

“... o comprador e o vendedor assumem a obrigação irrevogável, o primeiro, de pagar o preço, e o segundo, de entregar os valores transacionados, na data estabelecida para a liquidação” – art. 413º CMVM de 1991

E, por sua vez, este diploma, definia as operações a prazo liquidáveis por compensação, como:

“operações a prazo que qualquer das partes pode liquidar em qualquer altura até à data do respetivo vencimento, através da realização em bolsa de uma operação de sentido inverso, com a mesma data de vencimento e que tenha por objecto valores idênticos e na mesma quantidade, pagando e recebendo da outra parte, ou do serviço da bolsa encarregado do registo de compensação e liquidação dessas operações, a eventual diferença entre o preço da operação inicial e o da operação de cobertura” – art. 418º CMVM de 1991

Mais tarde, em 1995, este mesmo artigo, sob a epígrafe de *Operações de Futuros* passou a ter a seguinte redação:

“São operações de futuros os contratos a prazo que têm directa ou indirectamente por objecto, como activo subjacente, valores mobiliários de natureza real ou teórica, direitos a eles equiparados por força da alínea a) do n.º

2 do artigo 3.º [equiparava os futuros a valores mobiliários], *taxas de juro, divisas ou índices sobre valores mobiliários, taxas de juro ou divisas, e através dos quais as partes se obrigam, nos termos e de acordo com a modalidade de liquidação estabelecidos no contrato: (a) à liquidação física da operação, na data do respectivo vencimento, com o pagamento pelo comprador do preço estipulado do activo subjacente, contra a entrega desse activo pelo vendedor; (b) ou, apenas, ao pagamento pelo comprador ao vendedor ou por este àquele, consoante os casos, da diferença entre o preço resultante do contrato e um preço de referência calculado pela entidade gestora para a data da liquidação da operação* ” – art. 418º CMVM de 1995

Note-se que, tal como refere Paulo Redondo Pereira, “*a definição consagrada no art. 418º em análise não é a definição de futuros, mas outrossim das operações realizadas em que se utiliza este instrumento financeiro; a lei parece acentuar, assim, a vertente operacional associada a este tipo de instrumentos, bem como a sua estreita relação com o mercado onde são negociados*”³⁵.

Estes preceitos acabaram por ser sucessivamente alterados, quer aquando do estabelecimento da Bolsa de Derivados do Porto quer, posteriormente, com a entrada em vigor do Código dos Valores Mobiliários, sendo, finalmente, revogados com a norma que veio transpor a Diretiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros.

Na verdade, atualmente, o art. 2º, n.º 1, al. e) do Código dos Valores Mobiliários designa como contrato a prazo (do inglês, *forward*), operações financeiras a prazo, realizadas em mercados ao balcão (OTC), *i.e.*, fora do mercado regulamentado. Apresentando uma estrutura em tudo semelhante aos futuros financeiros, sendo que estes últimos são transacionados em mercado regulamentado, obedecendo, assim, a um rigor acrescido e padronização.

Neste sentido e de acordo com uma interpretação vanguardista da Comissão de Mercados de Valores Mobiliários, devemos entender os contratos a prazo (*forward*) como “*contratos de compra e de venda de uma dada quantidade e*

³⁵ PEREIRA, Paulo Redondo, «Futuros Financeiros sobre Ações: Estudo Comparativo (Direito Português e Direito Espanhol)», *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 42, 2012, Pp. 46, Available from: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Artigo2Caderno42.pdf>

qualidade de um activo (financeiro ou não) numa data futura específica, a um preço fixado no presente, negociado de modo bilateral (fora de bolsa)^{36 37}.

Uma das interpretações que, com alguma regularidade se considera, mas da qual não perfilhamos, é a de saber se este tipo de produtos financeiros serão subsumíveis em contratos com a natureza de uma compra e venda, já que nos contratos assentes numa liquidação financeira, não há lugar a uma transmissão de bens, nem, tão-pouco, existe a obrigação de entrega de um bem ou de pagamento do preço, mas, antes, apenas o pagamento de uma diferença, determinada a final.

Com efeito, neste tipo de contratos, apesar de a prática os considerar como contratos de compra e venda, estes apenas se assemelham pelo facto de o contrato de compra e venda ser tomado como estrutura de referência para a determinação do que deverá ser prestado e que vincula as partes.

Por fim, mas não menos importante, refira-se ainda que, nos casos em que exista uma liquidação física pela transmissão da titularidade de um bem ou ativo, ela apenas opera no fim do prazo do contrato, pelo que não será de aplicar o art. 879º do Código Civil..

2.4. As Opções Financeiras

Tal como refere o Código dos Valores Mobiliários, a par dos contratos *swap*, os contratos de opção são, igualmente, instrumentos financeiros derivados.

É certo que devemos distinguir a figura “contrato de opção” e o “direito de opção” que dele resulta. No entanto, dado que o art. 2º, n.º 1, al. e) do Código dos Valores Mobiliários não opera tal distinção, somos de admitir que o mesmo pretende abarcar tanto o direito *strictu sensu*, quer o próprio contrato. Ora, neste tipo de contrato, alguém, mediante determinadas condições aceita vincular-se a

³⁶ CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cmvm.pt* [online], , [Accessed 25 November 2016].

³⁷ “Pelo contrato *forward*, o comprador fica vinculado ao pagamento do preço acordado e o vendedor fica vinculado à entrega do activo nas condições acordadas. Porém, os contratos *forward* podem ser objecto de liquidação física (situação em que o vendedor entrega a mercadoria vendida) ou liquidação financeira (situação em que não há entrega física da mercadoria, mas somente um acerto de contas em função do preço de mercado do activo na data da liquidação). Ao contrário dos contratos de futuros, que são contratos negociados (em bolsa) de forma multilateral e são objecto de elevado grau de padronização, os contratos *forward* são susceptíveis de serem livremente desenhados de acordo com a vontade das partes (comprador e vendedor)” – vd. CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cmvm.pt* [online], , [Accessed 25 November 2016].

adquirir ou vender um direito (direito de opção) cujo exercício é concretizado a prazo e de acordo com um determinado preço (preço de exercício)^{38 39 40}.

Tratando-se de uma opção de compra (*call option*) ou opção de venda (*put option*) estamos perante o direito de comprar ou vender, respetivamente, o activo subjacente em determinadas circunstâncias ou condições, incorporado em determinados instrumentos financeiros. Todavia, as diferentes classificações dos contratos de opção não se resumem à opção de compra ou venda. Estes podem ser, outrossim, classificados como opções *in-the-money*, quando o preço de exercício é mais favorável que o preço do ativo subjacente; opções *out-of-the-money*, quando o preço de exercício é menos favorável que o preço do ativo subjacente; ou ainda, opções *at-the-money*, quando o preço de exercício é idêntico ou similar ao preço do ativo subjacente⁴¹.

2.5. Os Contrato Diferenciais

Na esteira da definição proposta por Ferreira de Almeida⁴² e seguida por Simão Mendes de Sousa⁴³, devemos entender o contrato como diferencial, todo e qualquer contrato pela qual “*é devida uma só prestação em dinheiro, igual à*

³⁸ Podem, as partes, acordar numa contrapartida de um prémio, que revestindo a natureza de um preço, não é restituído, mesmo quando o direito de opção não é exercido.

³⁹ Corresponde, no caso das opções e warrants autónomos, ao preço ao qual o detentor da opção ou do warrant tem o direito de adquirir ou vender (consoante a natureza da opção ou do warrant) o activo subjacente. - CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cvm.pt* [online], [Accessed 25 November 2016].

⁴⁰ Esta é, na verdade, a interpretação que resulta da definição proposta pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários, segundo a qual, “*um contrato de opção corresponde ao contrato que atribui um direito de aquisição (opção de compra) ou alienação (opção de venda) de um ativo (ativo subjacente) a um dado preço (preço de exercício). O vendedor assume, assim, a obrigação de vender (se a opção for de compra) ou comprar (se a opção for de venda) o ativo. O comprador fica com o direito, mas não a obrigação, de comprar (se a opção for de compra) ou de vender (se a opção for de venda) o ativo. A assimetria de direitos e obrigações entre vendedor e comprador tem como contrapartida o pagamento de um preço (prémio) pelo comprador ao vendedor. O exercício do direito pode ser feito exclusivamente no fim do prazo (opções de estilo europeu) ou ao longo de todo o prazo (opções de estilo americano). As opções podem ser objecto de liquidação física (situação em que o vendedor entrega a mercadoria vendida) ou liquidação financeira (situação em que não há entrega física da mercadoria, mas somente um acerto de contas em função do preço de mercado do activo na data da liquidação). Os contratos de opções permitem que qualquer uma das partes reverta a sua posição contratual fazendo uma operação contrária à inicial”* – cfr. CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cvm.pt* [online], [Accessed 25 November 2016].

⁴¹ CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cvm.pt* [online].

⁴² ALMEIDA, Carlos Ferreira de, «Contratos Diferenciais», *Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, vol. II, 2008, Pp. 93

⁴³ SOUSA, Simão Mendes, «Os Derivados Diferenciais e a Exceção de Jogo e Apostas», *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 53, Lisboa, 2016, Pp. 24

diferença entre o valor de referência de um bem (real ou nocional), de um indicador de mercado ou da relação entre dois bens ou indicadores de mercado e o valor de mercado em data futura do mesmo bem, indicador de mercado ou relação de valores”. Desta forma, podemos definir os contratos diferenciais como aqueles contratos a prazo em que a prestação característica é o pagamento de uma diferença entre dois preços ou valores, tal como previamente e contratualmente estabelecidos, variando o modo de determinação dessa diferença a final conforme se trate de uma compra e venda, um futuro, uma opção ou um *swap*. Destarte, podemos inferir uma classificação bipartida deste tipo de contratos.

Por um lado, encontramos os contratos diferenciais diretos (ou *strictu sensu*), na qual é celebrado um só contrato a prazo sendo demarcado da sua estrutura a consagração da diferença. Por outro lado, em sentido diverso, deparamo-nos com os contratos diferenciais indiretos (ou complexos), sendo que, neste caso, a obrigação de pagamento da diferença não constitui o objeto do contrato, (ainda que exista a contingência de cumprimento por diferenças), podendo resultar da aglutinação de contratos sucessivos com liquidação física, objetivamente interligados, produzindo um efeito semelhante ao do pagamento de uma diferença.

2.6. O Swap como contrato – Características Jurídicas

O contrato de *swap*, podendo ser celebrado em qualquer divisa e num prazo predeterminado com pagamento no prazo de maturação⁴⁴, com recurso, regra geral, a um intermediário financeiro comissionado apresenta-se, tal qual de acordo com a vontade das partes, prosseguindo um objeto e finalidade convergente.

Vejamos, de forma muito sucinta o seguinte exemplo:

Um casal tem quatro filhos.

⁴⁴ A data de maturidade é o dia em que o direito contido num determinado instrumento financeiro se vence (data de vencimento) ou até ao qual pode ser exercido (data de expiração). - in CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cmvm.pt* [online], [Accessed 25 November 2016].

Quando cada um nasceu, o seu pai, decidiu depositar EUR. 500,00 (quinhentos euros) numa instituição bancária e foi investindo na compra de ações e na utilização de futuros sobre ações e sobre índices. Pretendia, com isto, comprar um carro quando tivessem idade para tal.

Com o tipo de risco a que se expunha, era comum em alguns meses ter resultados mais favoráveis, enquanto noutros, prejuízos graves.

Quando um dos filhos atingiu a idade de 13 anos, questionou o pai:

“Esta conta já esteve com EUR. 15.000, mas agora só tem EUR. 12.000, não posso fazer nada para ter um resultado certo mensal?”

A resposta foi afirmativa:

“Sim, podes!... Podes vender tudo o que tens e comprar obrigações que te rendam 5% ao ano, o que te dá EUR. 50,00 / mês, não correndo riscos.”

Esta ideia parecia-lhe interessante...

No entanto, o pai adiantou-se:

“Se não fizeres nada disso, não sabes qual será o valor da tua carteira daqui a 5 anos... Poderá ser ainda mais, por exemplo, EUR. 10.000 ou bastante mais elevado, por exemplo, EUR. 25.000. Cabe a ti decidires de acordo com o teu perfil de risco estando consciente das decisões que tomares”.

Perante tal afirmação, o filho acabou por decidir que preferia as obrigações apesar do pai preferir o investimento em ações.

Com tal divergência o pai propôs ao filho o seguinte:

“Fazemos assim, não mexemos no que tens e cada mês fazemos contas, no final dos 5 anos, eu dou-te EUR. 50,00 por cada mês e tu dás-me o resultado que a carteira tiver, assim sabemos que no final sempre terás EUR. 15.000, independentemente da evolução da tua conta”.

O filho, ainda a tentar digerir a proposta, questionou:

“ O que acontece no final se o valor da minha conta for €25.000?”

Respondeu o pai:

“ Nesse caso eu dou-te os EUR. 3.000 e tu dás-me EUR. 13.000, ficas com EUR. 15.000”.

“E se no final o valor for EUR. 10.000?” – perguntou o filho.

“Nesse caso tenho que te dar os EUR.3.000 mais EUR.2.000 que corresponde ao resultado negativo da tua conta e ficas na mesma com EUR. 15.000.” – disse o pai.

“Mas se a conta vale no final EUR. 25.000 eu perco EUR. 10.000, não?” – perguntou o filho.

“Não, deixas é de ganhar EUR. 10.000, chama-se a isso custo de oportunidade mas compreendo que te venha a parecer um prejuízo efectivo.” – finalizou o pai ⁴⁵.

Ora, o exemplo *supra* exposto, é, na verdade, ainda que de forma bastante sucinta e rudimentar, o modo de funcionamento de um *swap*.

Aqueles, objeto do nosso estudo e com relevância no plano jurídico e societário mostram-se como instrumentos financeiros complexos e apresentam-se como:

2.6.1 Contrato obrigacional com cariz comercial sobre o património

Este tipo de contratos tem por objeto um ato comercial⁴⁶, onde vigora o princípio da liberdade negocial e, por via desta, é permitido às partes, livremente, fixar o conteúdo e teor das cláusulas pela qual se rege, prevalecendo, em todo o caso, a vontade declarada sobre a vontade real atento à necessidade de proteção da confiança do declaratório.

2.6.2 Contrato bilateral (multilateral) e sinalagmático

Trata-se de um contrato que se estabelece entre duas ou mais partes, que emitem declarações negociais opostas, mas convergentes no mesmo sentido e de acordo com o interesse de ambos para a justa composição de um único interesse.

Será igualmente sinalagmático, na medida em que existe um sinalagma genético e funcional, encontrando-se as prestações ligadas por um nexo de causalidade ou corresponsabilidade⁴⁷.

⁴⁵ Cfr. Pimentel, Miguel, Swaps e outros derivados OTC. *PÚBLICO* [online]. 2013. [Accessed 9 November 2016]. Available from: <https://www.publico.pt/economia/noticia/swaps-e-outros-derivados-otc-1593271>

⁴⁶ PINTO, Paulo Mota, *Contrato de swap de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar*, *Revista de Legislação e Jurisprudência*, Ano n.º 143, nº 3987, Julho/Agosto, 2014, Pp. 396.

⁴⁷ TEIXEIRA, Maria Emília, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Porto, 2015, Pp. 43, *Apud* PINTO, Carlos Alberto Mota, *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra, Coimbra Editora, 2012,

No entanto, atente-se na posição assumida por Maria Clara Calheiros⁴⁸, onde afirma que “há um aspecto do contrato que nos poderia levar a duvidar da inclusão do swap na categoria dos negócios jurídicos sinalagmáticos. Consiste aquele no facto de muitos contratos contemplarem uma cláusula que estabelece a compensação⁴⁹ entre os pagamentos recíprocos e simultâneos, sendo a quantia residual apenas paga por uma parte”, reconhecendo, ainda assim, que não será legítimo ou lícito classificar este tipo de contratos como unilaterais dado o facto de o pagamento poder, potencialmente, ser efetuado por qualquer uma das partes.

Também, a *International Swaps and Derivatives Association* elaborou um *Master Agreement (ISDA)*, no qual se inclui a possibilidade de compensação, à semelhança do que acontece no sistema jurídico português, francês, italiano, alemão e espanhol, designando tal faculdade por “*netting*”, e que encontra reflexo no art. 1º e 2º do D.L. n.º 70/98 de 3 de Abril.

Identicamente, salientando o carácter multilateral deste tipo de contratos, é a existência de uma “*Câmara de Compensação*” que corresponde a uma autoridade central “*capaz de organizar e gerir as posições existentes e ser ela própria a garantir os pagamentos necessário, cruzando todas as posições e interpondo-se entre os diversos intervenientes. Esta entidade centra em si os pagamentos a receber e a efectuar decorrentes das diversas posições, encarregando-se de redistribuir posteriormente os respetivos valores pelas posições correspondentes*”⁵⁰.

Esta Câmara, que já existia antes do Regulamento (UE) n.º 648/2012, Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho, relativo aos derivados do mercado de balcão (EMIR – *European Market Infrastructure Regulation*) viu a sua regulamentação e funcionamento alterado com este Regulamento. Na verdade, esta Câmara de compensação veio assumir a responsabilidade pela execução de todos os contratos de *swap* e assumirá o *default* de uma das partes, isto é, assume os riscos que inicialmente eram bilaterais⁵¹,

Assim, com a entrada em vigor do Regulamento EMIR, passa a existir a obrigação de compensação centralizada, com imposição de intervenção de uma

⁴⁸ CALHEIROS, Maria Clara, «O contrato de Swap», *Stvdia Ivridica*, Coimbra, Coimbra Editora, , 2000, Pp.82

⁴⁹ Modalidade de extinção da obrigação nos termos do art. 847º do Código Civil.

⁵⁰ TEIXEIRA, Maria Emília, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Porto, 2015, Pp. 217

⁵¹ *Idem Ibidem*

contraparte central. Contudo, atendendo às normas constantes do Regulamento Delegado 149/2013 de 19 de Dezembro, esta Câmara de Compensação não é aplicável quando se tratem de *swaps* que não atinjam um limiar de valor mínimo. Pelo que, no plano nacional Português, na grande esmagadora das vezes, o contrato manter-se-á bilateral.

2.6.3 Contrato Oneroso

O contrato *swap* assume-se como um contrato oneroso na medida em que ocorrem atribuições patrimoniais de ambas a partes, vingando um nexo de corresponsabilidade porquanto à vantagem de uma das partes corresponde um sacrifício patrimonial da outra. Ademais, tal como refere Maria Emília Teixeira⁵², que perfilha a posição *doutamente* esclarecida de Mota Pinto⁵³, “*não é sequer exigido o equilíbrio entre as prestações patrimoniais a efetuar, isto é, pode suceder que uma parte tenha a seu cargo, e em termos abstratos, uma prestação muito mais dispendiosa do que a da outra parte, todavia, relevante é que cada uma das partes considere que se encontra devidamente remunerada ou compensada com a prestação da outra e que essa prestação, independentemente ser inferior em termos patrimoniais, represente para si um justo interesse que justifica o montante da sua prestação, que pode ser muito superior àquela*”.

Contudo, não podemos esquecer, tal como geralmente acontece, a possibilidade de, não obstante existir a necessidade de uma entrega por ambas as partes de determinada quantia pecuniária, o instituto da compensação de créditos, tal como definido no art. 847º do Código Civil⁵⁴.

Note-se que a parte final do art. 847º do Código Civil reporta-se à “*qualidade*”, e não “*quantidade*”. Pelo que, sempre será de admitir a possibilidade de um desequilíbrio material das prestações, desde que vigore um equilíbrio formal, *i.e.*, estejam, as partes contratantes, conscientes da sua vontade e que se

⁵² TEIXEIRA, Maria Emília, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*. Porto, 2015, Pp. 47

⁵³ PINTO, Carlos Alberto da Mota, *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra, Coimbra Editora, Reimpressão da 4.ª edição

⁵⁴ Nestes casos, “*quando duas pessoas sejam reciprocamente credor e devedor, qualquer delas pode livrar-se da sua obrigação por meio de compensação com a obrigação do seu credor, verificar os seguintes requisitos: (a) ser o seu crédito exigível judicialmente e não proceder contra ele exceção perentória ou dilatória, de direito material; (b) terem as duas obrigações por objeto coisas fungíveis da mesma espécie e qualidade*” - Redação do art. 847º do Código Civil

considerem compensadas com a prestação da outra parte, independentemente daquela prestação ter um valor muito inferior à que estão obrigadas a cumprir e, simultaneamente, ambas aceitem cumprir o contrato nos precisos termos acordados por considerarem, tais termos, justos e equilibrados e de acordo a sua vontade negocial.

2.6.4. Contrato *Intuitu Personae*

A caracterização do contrato *swap* como sendo *intuitu personae* ou *intuitu pecuniae*, não é uma questão despicienda. Na verdade, citando Maria Emília Teixeira, “a implicação principal desta característica é a infungibilidade ou fungibilidade das obrigações assumidas pelas partes, consoante se tenha ou não relevado as condições específicas da contraparte para contratar, respetivamente”⁵⁵.

Por um lado, a doutrina francesa tem, tendencialmente, considerado que tais contratos apresentam um carácter *non intuitu personae*, pelo que, os mesmos “*não estariam sujeitos à possibilidade de resolução do contrato por erro sobre a pessoa, nem à interdição de cessão da posição contratual sem consentimento da outra parte*”⁵⁶.

Contudo, grande parte da doutrina tem, no entanto, considerado uma posição avessa a essa característica, integrando o contrato de *swap* no quadro das operações bancárias, donde releva a importância de solvabilidade da contraparte.⁵⁷

Outros autores consideram, no entanto, que a esta característica (*intuitu personae*) deve ser aferida caso a caso na medida em que não importa somente a solvabilidade da contraparte como importará, igualmente, outros fatores como o carácter individual donde se inclui, por exemplo, a localização da sede social que é parte, a teia comercial na qual se encontra envolvida e que lhe garante uma posição privilegiada no mercado ou, tão-só, a existência de outros contratos *swap* celebrados com essa mesma entidade⁵⁸.

⁵⁵ TEIXEIRA, Maria Emília, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*. Porto, 2015, Pp. 49

⁵⁶ CALHEIROS, Maria Clara, «O contrato de swap», *Studia Iuridica*, 51, *Boletim da Faculdade de Direito*, Coimbra Editora, 2000, Pp. 85 e 86

⁵⁷ Cfr. CALHEIROS, Maria Clara, «O contrato de swap», *Studia Iuridica*, 51, *Boletim da Faculdade de Direito*, Coimbra Editora, 2000, Pp. 86

⁵⁸ *Idem*, *Ibidem*.

Importa, neste sentido, atentarmos no art. 767º, n.º 2 do Código Civil⁵⁹, o qual pugna pela fungibilidade das prestações e que, transposto para o contrato em análise, sendo elas prestações pecuniárias, poderiam ser realizadas por terceiro que assumia a posição da contraparte, ficando a outra parte perfeitamente realizada pelo cumprimento do cessionário.

Todavia, recorrendo à análise de um outro instrumento interpretativo e integrador deste tipo de contratos – *ISDA Master Agreement*, nomeadamente na sua cláusula 7ª, constatamos que nenhum direito ou obrigação contratual pode ser transmitida sem prévio acordo das partes, salvo aquando de uma transferência total do património da contraparte ou na eventualidade de insolvência⁶⁰. Ora, daqui se denota, desde logo, a impossibilidade de cessação da posição contratual sem prévio acordo.

Pelo que, caso dúvidas restassem, consideramos o contrato *swap* como um contrato (tendencialmente) *intuitu personae*, tendo em conta a vontade que inerente e subjacente no momento da celebração do contrato, para se definir, posteriormente, o regime jurídico aplicável.

2.6.5. Contrato duradouro, de execução periódica e diferida

Não obstante a importância de todas as características em que o contrato *swap* se conforma, a sua classificação como contrato duradouro, de execução periódica e diferida, assume especial importância.

⁵⁹ Redação do n.º 2 do art. 767º do Código Civil - “o credor não pode, todavia, ser constrangido a receber de terceiro a prestação, quando se tenha acordado expressamente em que esta deve ser feita pelo devedor, ou quando a substituição o prejudique.”

⁶⁰ Redação da Cláusula 7ª do *ISDA Master Agreement*, sob a epígrafe “*Transfer*”: “Subject to Section 6(b)(ii) and to the extent permitted by applicable law, neither this Agreement nor any interest or obligation in or under this Agreement may be transferred (whether by way of security or otherwise) by either party without the prior written consent of the other party, except that:—

(a) a party may make such a transfer of this Agreement pursuant to a consolidation or amalgamation with, or merger with or into, or transfer of all or substantially all its assets to, another entity (but without prejudice to any other right or remedy under this Agreement); and

(b) a party may make such a transfer of all or any part of its interest in any Early Termination Amount payable to it by a

Defaulting Party, together with any amounts payable on or with respect to that interest and any other rights associated

with that interest pursuant to Sections 8, 9(h) and 11.

Any purported transfer that is not in compliance with this Section 7 will be void.

Ora, as prestações duradouras, subdividem-se em prestações de execução continuada⁶¹ e prestações periódicas⁶² (também designadas por, com trato sucessivo), sendo que, neste tipo contratual, as partes acordam entre si e mediante condições pré-estabelecidas, no pagamento de um determinado montante pecuniário, em datas previamente fixadas no momento da constituição do referido contrato. O que faz com que estas prestações sejam periódicas.

Neste sentido, tal como *doutamente* ensina o Acórdão do Tribunal da Relação de Guimarães, datado de 31 de Janeiro de 2013, proferido no processo n.º 1387/11.5TBBCL.G1, relatado por Conceição Bucho, que refere: “*No caso e como já se referiu, trata-se de um contrato a prazo, onde as prestações das partes são diferidas para datas futuras, onde podem existir momentos regulares de troca de fluxos financeiros ou existir apenas um só momento de fluxos financeiros no final do prazo, não se aplicando o disposto no n.º 2 do artigo 434.º, do Código Civil, 1.ª parte, pelo que a resolução deve operar desde 2/4/09 conforme foi decidido na sentença recorrida*”⁶³.

Assim sendo, e atendendo a esta peculiaridade, não será de aplicar o disposto no art. 781º do Código Civil, segundo o qual, “*se a obrigação puder ser liquidada em duas ou mais prestações, a falta de realização de uma delas importa o vencimento de todas*” e, bem assim, os arts. 434º n.º 2 e 277º, n.º 1 do mesmo diploma.

Desta forma, no caso de uma qualquer vicissitude que importe uma anulação do negócio, tais efeitos apenas se repercutem para o futuro – efeitos *ex nunc*⁶⁴.

2.6.6. Contrato aleatório

Num contrato do tipo aleatório, as partes estão conscientes e vinculadas, *ab initio*, a um risco. Risco esse que é querido pelas mesmas.

⁶¹ Cujo cumprimento se prolonga ao longo do tempo de forma contínua e ininterrupta.

⁶² Que se renovam em sucessivas prestações individuais e singulares se vencem no final de determinados períodos, que são acordados pelas partes previamente

⁶³ *cfr.* Ac. do TRG, datado de 31 de Janeiro de 2013, proc. 1387/11.5TBBCL.G1, em que é relator Conceição Bucho e disponível em: <http://www.dgsi.pt/jtrg.nsf/86c25a698e4e7cb7802579ec004d3832/b475a795affdfc4780257b1a0052dcee?OpenDocument>

⁶⁴ “uma vez que as prestações efetuadas estão conexcionadas com um bebefício adquirido pela outra parte e que não poder ser materialmente retirado ou restituído” – *cfr.* TEIXEIRA, Maria Emília, 2015, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*. Porto. Pp. 53

Segundo Maria Clara Calheiros⁶⁵, o contrato de *swap* é um contrato aleatório onde a variação das taxas de câmbio ou dos preços das matérias primas consubstancia a álea do contrato. No mesmo sentido se pronuncia Calvão da Silva, ao admitir que a determinação das prestações neste tipo de contratos é por correspondência ao um fator exterior ao contrato e estranho à vontade das partes⁶⁶. Maria Clara Calheiros, refere, ainda, que “*a existência ou valor de uma ou ambas as prestações dependem de um facto futuro e incerto*”⁶⁷, pelo que, tal como refere Mota Pinto, ainda que apenas uma das prestações esteja dependente um facto futuro e incerto (por exemplo, taxa de juro variável), dever-se-á considerar o contrato num todo e, por isso, aleatório.⁶⁸

Ora, neste sentido, ao admitirmos que o contrato de *swap* é um contrato aleatório, desde logo, cremos que fica arredada a possibilidade de aplicação do art. 437º do Código Civil., uma vez que foi intenção das partes sujeitar-se a essa álea e, por tal motivo, a aceitarem a possibilidade de uma oscilação, ainda que grave e acentuada, como seja uma flutuação da taxa de juro. Ao pretender resolver o negócio com base no preceituado 437º do Código Civil estaria a parte que o invoca a agir de má-fé e com abuso de direito (art. 334º do Código Civil), em claro *venire contra factum proprium*.

Tal como sabiamente refere Maria Emília Teixeira, “*a álea e o risco conferem ao contrato o próprio sentido ao negócio, influenciando o seu regime e disciplina. Os negócios aleatórios são negócios de risco por excelência. Aquando da celebração do negócio as partes conhecem e aceitam de forma livre e consciente o risco inerente, risco que pode causar um desequilíbrio das atribuições patrimoniais. Por este facto as partes não podem posteriormente reagir ou lutar contra esse desequilíbrio dado ter sido algo querido e assumido por elas desde o início*”⁶⁹.

⁶⁵ CALHEIROS, Maria Clara, «O contrato de Swap no contexto da actual crise financeira global», *Cadernos de Direito Privado*, nº 42, Abril/Junho, 2013, p.6

⁶⁶ SILVA, Calvão da, «Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da excepção do jogo e aposta», *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Ano 142, nº 3979, Março/Abril, 2013, Pp. 264.

⁶⁷ CALHEIROS, Maria Clara, «O contrato de Swap», *Stvdia Ivridica*, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, Pp.87

⁶⁸ MOTA PINTO, Carlos Alberto, *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra, Coimbra Editora, 1990, Pp. 405.

⁶⁹ TEIXEIRA, Maria Emília, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Porto, 2015, Pp. 57

Igualmente, o facto deste tipo contratual se sustentar na aleatoriedade, conduz, muitas vezes, em considerar o mesmo “jogo e aposta” e, por isso, subsumível na exceção prevista no art. 1245º do Código Civil. Contudo, com o devido respeito, não partilhamos desta posição, a qual posteriormente analisaremos.

2.6.7. Contrato atípico e nominado

Por fim, mas não menos importante, refira-se que o contrato de *swap*, apesar de não apresentar uma regulamentação própria no ordenamento jurídico português, não deixa de ter um nome próprio, reconhecido e conferido por lei. O mesmo acontece, a título meramente exemplificativo, com o contrato de franquia, o que faz, quer de um, quer de outro, contratos nominados, na medida em que possuem um *nomem iuris*.

Alguns autores tendem em considerar o contrato de *swap*, como um contrato de permuta e, por tal motivo, tipificado. De facto, pela sua função económico-social, poder-se-ia integrá-lo neste tipo contratual. Se atentarmos na natureza das prestações que podem variar, e sendo as prestações das partes cumpridas em montantes pecuniários sem que nenhuma delas se assuma como o pagamento de um preço, seria lógico e racional integrar o contrato *swap* num contrato de permuta.

Contudo, em resultado da possibilidade de compensação, deixando de existir duas prestações recíprocas, para existir apenas uma, a qual impende sobre a parte em desfavor da qual se apurar a diferença, então estamos na presença de um contrato diferencial.

Posto isto, sempre será de realçar o *douto* Ac. do Supremo Tribunal de Justiça, datado de 29 de Janeiro de 2015, proc. 531/11.7TVLSB.L1.S1, na qual se afirma que “O contrato de *swap* é usualmente qualificado como sendo um contrato a prazo, oneroso, consensual, meramente obrigacional, sinalagmático (em sentido amplo) e encontra-se previsto na alínea e) do n.º 1 do artigo 2.º do CVM (em virtude da transposição da Directiva n.º 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004) e, além do mais, nos pontos 5.210 e 5.211 do Regulamento (UE) n.º 549/2013 do Parlamento Europeu e do

Conselho de 21 de Maio de 2013), sendo, por isso, tido como legalmente nominado e legalmente atípico”.

2.7. As finalidades do Contrato Swap

Os seus subscritores, *i.e.*, partes contratantes, com a sua contratação procuram, por regra, tal como aponta Engrácia Antunes, uma das finalidades típicas deste tipo de contratos, e que, na verdade, são perfilhadas consentaneamente pela doutrina e jurisprudência.

É neste sentido que Engrácia Antunes refere que “à semelhança dos demais derivados, os “swaps” são fundamentalmente um instrumento de cobertura de risco (“hedging”), que permite às empresas, em particular, salvaguardar-se das consequências adversas das oscilações desfavoráveis das taxas de juro e de câmbio, embora também sejam utilizados para finalidades especulativas (“trading”), arbitragistas (“mispricing”) e até puramente contabilísticas.”^{70 71 72}.

⁷⁰ ENGRACIA ANTUNES, José A., 2014, *Os Instrumentos Financeiros*, 2ª Ed., Coimbra, p. 157-158

⁷¹ “De um modo geral, o objetivo investimento está associado com especulação, uma forma agressiva de investir, onde o especulador assume abertamente riscos de perda substanciais em troca de lucros esperados mais elevados por flutuações de preços. A tónica está colocada na procura de situações que permitam ganhar dinheiro. Os especuladores têm grande atenção aos custos de transação, dado os efeitos de destruição dos ganhos das operações. (...) A gestão e cobertura de riscos (hedging) através de derivados tende a reduzir riscos operacionais e financeiros a que as empresas ou particulares estão expostos, no caso de movimentos adversos nos preços. A tónica não é ganhar dinheiro, mas sim evitar perdas associadas a riscos atinentes às posições longas ou curtas anteriormente assumidas. A arbitragem é uma estratégia para obter lucros sem correr riscos, tirando partido da imperfeição dos mercados que podem atribuir preços diferentes ao mesmo produto ou a produtos equivalentes. Os valores em questão são normalmente baixos e as possibilidades de arbitragem são passageiras. (...) Pode ainda associar-se um outro objetivo de carácter mais secundário que é o de alavancar os resultados, onde se procura aumentar a rentabilidade das exposições existentes. “ - Cfr. Ferreira, Domingos, 2011, *Swaps e outros derivados*, Lisboa, Pp. 66-67

⁷² Também SANTOS, Hugo Luz dos, 2014, *O contrato de swap de taxas de juro e os instrumentos derivados financeiros*, Revista de Direito das Sociedades, Ano VI, n.º 2, Coimbra, Almedina. Pp.417, vem referir que “A cobertura de riscos (hedging) reduz os riscos operacionais e financeiros a que os investidores estão expostos no caso de movimentos adversos dos preços. Por exemplo, um importador de certa matéria-prima recorre ao mercado de futuros para adquiri-la, a prazo, a um determinado preço. Se na altura da liquidação, o preço de mercado for mais baixo, perderá dinheiro, mas, em contrapartida gere o risco de um eventual aumento do preço. A arbitragem é uma estratégia para obter ganhos, sem correr riscos, tirando partido de imperfeição de mercado e das posições relativas dos participantes nesses mercados, beneficiando reciprocamente das condições mais favoráveis, por exemplo, através de swaps. A especulação é uma forma de investimento agressivo, onde o investidor assume riscos substanciais em troca de lucros mais elevados, de acordo com as suas previsões.

Neste sentido, Abel L. Costa Fernandes [e outros]⁷³ vêm referir que o comportamento dos mercados poder ser drasticamente influenciado pelos especuladores, pelos arbitragistas, ou ainda, pelo *hedgers*.

Importa, pois, entender, no que concerne aos *especuladores*, que estes procuram obter um lucro crescente, assumindo riscos e adotando um comportamento que os conduza aos resultados pretendidos, sem a certeza dos mesmos⁷⁴.

Já os *arbitragistas*, citando, ainda, Abel L. Costa Fernandes [e outros], “*pretendem o mesmo que os especuladores, mas fazem-no de maneira diferente porque não correm nenhuns riscos. Limitam-se a explorar desequilíbrios momentâneos do mercado, patenteados em cotações diferentes para o mesmo ativo homogéneo no mesmo momento do tempo.*”⁷⁵

No entanto, conforme refere Domodaran⁷⁶, a arbitragem pode assumir diferentes tipos: a) arbitragem pura; b) quase arbitragem; c) arbitragem especulativa.

No primeiro caso, Domodaran refere que, de facto, o risco é nenhum e o ganho é superior a uma taxa sem risco. Já no caso da “quase arbitragem”⁷⁷, tal acontece quando os ativos homogéneos ou apenas idênticos se negociam a preços diferentes sem, todavia, haver nenhuma garantia de convergência dos preços, até porque, os agentes no mercado estão sujeitos a limitações que desfavorecem esse resultado. Por fim, a “arbitragem especulativa”, ou *pseudo* arbitragem, verifica-se quando os investidores detetam ativos semelhantes, mas em todo o caso diferentes, cotados no mercado a preços de desequilíbrio, envolvendo arbitragem a assunção de riscos significativos.

⁷³ COSTA FERNANDES, Abel L [et al.], *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2ª Ed., 2015, p. 103

⁷⁴ “os especuladores têm como objetivo obter lucros. Nisto eles não são diferentes da generalidade dos que negociam no mercado. O que neles é particular é a forma como o fazem, assumindo riscos. Uma característica que os pode distinguir dos investidores é que eles, na verdade, nem sempre têm que investir para obter os resultados pretendidos: por exemplo, é o que se passa quando a especulação é do tipo *forward*. (...) de facto, os especuladores tentam obter lucros a partir da evolução por eles esperada, mas em todo o caso incerta, das cotações dos ativos no período posterior ao da realização da operação de compra ou venda que executam com esse propósito – cfr. COSTA FERNANDES, Abel L [et al.], *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2ª Ed., 2015, p. 103-104.

⁷⁵ *Idem ibidem*, p. 107

⁷⁶ DAMODARAN, Aswath, To good to be true? The Dream of Arbitrage. NYU | STERN [online]. 2017. [Accessed 6 February 2017]. Available from: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/invphiloh/arbitrage.pdf>

⁷⁷ Por outro lado, um exemplo de quase arbitragem serão, “as ações ou obrigações que se transacionam em várias bolsas nas quais a cotação se faz em moedas diferentes, implicando, portanto, risco cambial.

Assim sendo, a título meramente exemplificativo, importa salientar que a arbitragem geográfica assume-se como um exemplo de arbitragem pura e resulta de ineficiências momentâneas do mercado. Ora, este tipo de arbitragem, a geográfica, *“pode surgir de políticas governamentais que limitem a circulação internacional de mercadorias e de onde resultem cotações diferentes para os mesmos bens homogêneos. Aqui os contrabandistas são verdadeiros arbitragistas, mas muito embora não se confrontem com o risco preço, entendido estritamente na acepção que o relaciona apenas com o preço das mercadorias, enfrentam elevados custos potenciais de outra natureza: as sanções que as autoridades lhes são capazes de aplicar se detectados nos seus comportamentos ilegais”*⁷⁸. Neste sentido, Damodaran⁷⁹ vem identificar quatro condições *sine qua non* para que se possa verificar uma arbitragem pura. A saber:

- a. Acesso aos preços em tempo real;
- b. Execução instantânea das transações;
- c. Acesso a muito elevado financiamento com capitais alheios a taxas de juro favoráveis;
- d. Economias de escala conseguidas através da execução de transações com valores muito elevados.

Tal como refere Costa Fernandes⁸⁰, a arbitragem especulativa, não obstante a sua designação, tal mostra-se como operações especulativas, consubstanciando exemplos como os que abaixo transcrevemos:

“a) Arbitragem entre pares (paired arbitrage) também conhecida por arbitragem sobre valores relativos (relative value arbitrage) – consiste em comprar e vender simultaneamente títulos diferentes de uma mesma indústria (bancos, automóveis, conglomerados, etc.); está-se, de facto, a especular, pois, se antecipa a depreciação do título que se está a vender e o movimento contrário

⁷⁸ COSTA FERNANDES, Abel L [et al.], *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2ª Ed., 2015, p. 109

⁷⁹ DAMODARAN, Aswath, To good to be true? The Dream of Arbitrage. NYU | STERN [online]. 2017. [Accessed 6 February 2017]. Available from: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/invphiloh/arbitrage.pdf>

⁸⁰ COSTA FERNANDES, Abel L [et al.], *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2ª Ed., 2015, p. 110

para o que se está a comprar sem que, claramente, esta convergência tenha que acontecer;

b) Arbitragem de fusão e aquisições (merge and acquisition arbitrage) – quando se anuncia a intenção de uma companhia adquirir ou se fundir com uma outra, por norma o preço das acções da companhia alvo sobem sem, porém, atingir o preço oferecido pela outra; a este diferencial de preços dá-se o nome de spread de arbitragem que será o ganho caso a operação se concretize nos termos da oferta feita, mas, uma vez mais, o que está a acontecer, apesar das designações utilizadas, é especulação.

c) Arbitragem de liquidação (liquidation arbitrage) – quando no mercado a empresa se encontra sub-avaliada relativamente ao calor que potencialmente oferece se liquidada e vendida separadamente nas suas diversas componentes, ou áreas de negócios, haverá incentivos para ser adquirida e a seguir desmantelada.”

Por fim, mas não menos importante, será de destacar, como finalidade dos contratos *swap*, as operações de cobertura de risco (*hedging*). Nestas, são criadas novas posições que, enquanto as variações dos preços provocam prejuízos numa delas, na outra a variação de preços dá lugar a ganhos que compensam total ou parcialmente aqueles outros. Na verdade, a clássica técnica de cobertura de risco, traduz-se em assumir uma posição inversa àquela que se deseja cobrir num mesmo ativo, pelo mesmo montante e com a mesma data de vencimento⁸¹.

Refira-se, em suma, conforme ensina o *douto* Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, datado de 26 de Janeiro de 2016, que para que haja um especulador, é necessário que, do outro lado, se encontre alguém que pretende assegurar um risco e vice-versa. Dita este mesmo Acórdão que “*não se demonstrando que as partes (..) procuraram acautelar qualquer risco, fica por comprovar a existência de um “casamento” entre um hedger (que visa, por meio de um swap, prevenir um cenário de risco desfavorável) e um especulador (que formula previsões se sinal contrário e se dispõe a aceitar esse risco mediante o pagamento de uma*

⁸¹ *cfr.* COSTA FERNADES, Abel L [et al.], *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2ª Ed., 2015, p. 111

compensação financeira) , o que tornaria economicamente virtuosa (ou, por outras palavras, séria) e, nessa medida, aceitável e legítima especulação”⁸².

2.8. A (in)validade do Contrato Swap

O tema da validade ou invalidade do contrato *swap*, constitui, nos dias de hoje, uma das principais querelas da doutrina e jurisprudência nacional, encontrando-se, facilmente, posições nos dois sentidos. A da validade e a da invalidade. Resta-nos, pois, conhecer das mesmas e, a final, perceber se este tipo de contrato sobre instrumentos financeiros é, ou não, de facto, válido.

Para tal, partiremos da análise de alguma jurisprudência sobre a matéria:

Segundo o Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, datado de 21 de Março de 2013, proc. 2587/10.0TVLSB.L1-6, em que é relator Ana de Azeredo Coelho, este Tribunal, partindo de uma definição de swap identifica-o um grupo de contratos estruturados por referência a uma realidade primária, sujeita a oscilações financeiras (*ativo subjacente*), considerando a derivação como elemento determinante na construção do contrato, dado que é nela que se funda. Razão pela qual, afirma que com a cessação do endividamento associado a um contrato swap, o mesmo degrada-se em mera aposta, reconduzindo-o a uma mera aposta, por se tornar num produto financeiro abstrato⁸³.

Na mesma senda, o Supremo Tribunal de Justiça, em Acórdão, proferido no processo 1387/11.5TBBCL.G1.S1, datado de 10 de Outubro de 2013 e em que é relator Granjo da Fonseca, veio ensinar que, uma vez verificada uma *“alteração relevante das circunstâncias em que as partes tenham fundado a decisão de contratar”* e sempre que *“a exigência da obrigação à parte lesada afete gravemente os princípios da boa fé contratual”*, como parecem acontecer nos contratos em análise, onde o risco se encontra na génese do contrato, *“o prejuízo só justifica a resolução ou modificação do contrato quando se verifique um profundo desequilíbrio do contrato, sendo intolerável com a boa - fé que o lesado o suporte”*, como seria o caso de um profundo desequilíbrio das taxas de juro

⁸² Cfr. Ac. STJ, proferido no processo 876/12.9TVLSB.L1.S1, datado de 26 de Janeiro de 2016 e em que é relator Gabriel Catarino e Ac. STJ, proferido no processo 531/11.7TVLSB.L1.S1, datado de 29 de Janeiro de 2015 e em que é relator Bettencourt de Faria.

⁸³ Para um melhor esclarecimento, *vd.* Ac. do TRL, datado de 21 de Março de 2013, proc. 2587/10.0TVLSB.L1-6 em que é relator Ana de Azeredo Coelho e disponível em <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/33182fc732316039802565fa00497eec/1924eb920a2ece4880257b6c004d22a7?OpenDocument>

provocado pela grave crise financeira que se abateu no sistema económico mundial. Admite, ainda, este Tribunal que “*os swaps, que conferem às partes posições jurídicas permutáveis relativas a determinadas quantias pecuniárias em data ou datas futuras previamente fixadas, são contratos de execução sucessiva ou periódica –a sua realização exige várias prestações, durante o tempo de vigência do contrato –pelo que se lhes aplica o n.º 2 do artigo 434.º do CC.*”⁸⁴

Em sentido oposto, embora não sejam os únicos, atente-se na posição, agora em 2016, adotada pelo Supremo Tribunal de Justiça, proferida em Acórdão datado de 26 de Janeiro de 2016, processo n.º 876/12.9TVLSB.L1.S1, em que é relator Gabriel Catarino e segundo o qual, pugnando pela validade plena no contrato de swap, considera-o um “*contrato típico e normativamente organizado e estruturado, validamente aceite consagrado nas ordens jurídicas internacionais, nomeadamente no direito comunitário, e não um contrato meramente especulativo, como aderga de ser o jogo e aposta*”, pelo que “*a alteração da taxa de juro, na medida em se integra na álea típica e assumida pelos contraentes, (...), não consubstancia uma alteração anormal de circunstâncias (art. 437.º do CC) fundadora da anulação de um contrato de swap*”⁸⁵.

No mesmo sentido, ou seja, da validade deste tipo de contratos, surge-nos o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, processo n.º 27/14.5TVPRT.P1.S1⁸⁶, de 03 de Maio de 2016 em que é relator Silva Salazar, na qual este mesmo Tribunal, que já se havia pronunciado no sentido da invalidade, vem reposicionar o seu entendimento, afirmando que este contrato, sendo um instrumento derivado, “*pode ser utilizado sem ligação a um contrato subjacente*”, até porque, o facto de constarem de diferentes diplomas legais, quer nacionais, quer internacionais e

⁸⁴ Cfr. Ac. STJ, proferido no processo 1387/11.5TBBCL.G1.S1⁸⁴, datado de 10 de Outubro de 2013 e em que é relator Granjo da Fonseca e disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/83a1d4ae8a10876180257c0600300716?OpenDocument>

⁸⁵ Cfr. Ac. STJ, proferido no processo 876/12.9TVLSB.L1.S1, datado de 26 de Janeiro de 2016 e em que é relator Gabriel Catarino e disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/f5262663296f7da480257f480034d5b9?OpenDocument>

⁸⁶ Para um melhor entendimento, *vd.* Ac. STJ, proferido no processo 27/14.5TVPRT.P1.S1, datado de 03 de Maio de 2016 e em que é relator Silva Salazar e disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/d20fc251bd58f36a80257fa8004caa53?OpenDocument>

atento à primazia do direito comunitário sobre o direito nacional – art. 8º, n.º 4 da Constituição da República Portuguesa, “*levam a considerar que os swaps de taxa de juro com referência a um capital, quer real, quer hipotético ou nocional, que não têm como propósito direto de cobertura de risco, constituem instrumentos financeiros não proibidos por lei*”. Pelo que, “*a consagração legal do swap (...) afasta a hipótese de invalidação do contrato com base na violação da ordem pública ou na falta de causa, fraude à lei ou fim contrário à lei, já que ela o permite*”. Neste sentido, este Tribunal veio distinguir o Contrato de Swap da figura jurídica do “*jogo e aposta*”, afirmando que “*o contrato de swap distingue-se do jogo por o resultado depender de uma variável – a variação da taxa de juro – que não pode ser controlado por qualquer uma das partes, dispondo-se estas correr o correspondente risco com base na análise que façam do mercado. Na aposta, existe um desacordo relativamente à ocorrência de um evento e um investimento que é feito na expectativa de se comprovar (ou não) a sua verificação e subjaz-lhe um fim lúdico*”

De facto, é desta interpretação de Contrato de Swap como contrato legalmente válido que partilhamos.

Uma outra questão que se coloca é a de considerar o contrato *swap* como especulativo. A este respeito, tal como refere Hugo Luz Santos⁸⁷, “*é interessante referir ainda a distinção realizada pela jurisprudência francesa que contrapõe a *spéculation hasardeuse* à *spéculation sérieuse*. Pela primeira entende-se independentemente de qualquer outro motivo que a pudesse explicar como parte de um interesse geral, útil ou razoável; a segunda cobre os casos em que deliberada exposição das partes a um risco tem por base uma razoável perspectiva sobre o futuro curso dos acontecimentos adquirida esta após uma cuidadosa ponderação de todos os fatores económicos relevantes*”. No que diz respeito à *séculation hasardeuse*, esta assemelha-se com a exceção de jogo e aposta enquanto que no caso da *spéculation sérieuse*, essa não merece qualquer reparo ou condenação. “*Não é mais do que uma suposição, em que as partes acreditam na hipótese de suceder determinado acontecimento futuro e incerto,*

⁸⁷ SANTOS, Hugo Luz dos, *O contrato de swap de taxas de juro e os instrumentos derivados financeiros*, Revista de Direito das Sociedades, Ano VI, n.º 2, Coimbra, Almedina, 2014, Pp. 418

estando conscientes de que estão expostos a certos riscos, que conhecem, em virtude da não concretização da referida futuração”⁸⁸.

É nesete sentido que o Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, datado de 29 de Janeiro de 2015 aponta, afirmando que, neste contexto, a especulação (também designada por “trading”) pode ser definida como “(...) *a exposição deliberada e consciente às incertezas do mercado com a intenção de alcançar um benefício económico (...)*”, o que se verifica sempre que se contrate um derivado (...) numa espécie de “vácuo financeiro”, ou seja sem estar envolvido numa relação subjacente que se refira a determinada variável económica (...)”⁸⁹.

2.9. Modalidades de Swaps

Este tipo de contratos podem assumir uma grande diversidade de formas/modalidades, não sendo nossa intenção abordar cada um, mas antes cingir-nos a um em particular e a possibilidade de uso abusivo desta com o objetivo de obter vantagens que de outra forma não seriam obtidas.

Assim, a título meramente enunciativo, indicamos algumas modalidades, ainda que não sejam apenas estas:

- *Swaps de Taxas de Juros (Interest Rate Swaps)*
- *Swaps de Divisas ou Cambiais (Currency Swaps)*
- *Credit Default Swap*
- *Swaps Exóticos*
 - a) *Zero-Cupon Swaps*
 - b) *Rollercoaster Swaps*
 - c) *Foward Start Swaps*
 - d) *Collapsible Swap*
 - e) *Equity Swaps***
 - f) (...)

⁸⁸ TEIXEIRA, Maria Emília, *Contrato de Swap: O Credit Defaut Swap e o Seguro de Crédito*, Porto, 2015, Pp. 134

⁸⁹ Cfr. Ac. STJ, proferido no processo 531/11.7TVLSB.L1.S1, datado de 29 de Janeiro de 2015 e em que é relator Bettencourt De Faria e disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/b3b0d11e1908a44980257ddc004d3346>

3. Dos Equity Swaps em especial

Citando Domingos Ferreira⁹⁰, “os equity swaps são trocas de cash flow onde, pelo menos, a referência de uma das partes ou braço é o rendimento de uma acção, de uma carteira de acções ou de um índice de acções. A outra parte poder ter como suporte o rendimento de uma aplicação com taxa fixa ou variável, de uma outra acção, de uma carteira de acções ou de outro índice de acções, de uma cotação cambial ou mesmo de preços de matérias-primas ou mercadorias (commodities)”.

Também, João Cantiga Esteves⁹¹, ensina que “neste tipo de swaps, produz-se trocas de fluxos financeiros indexados à evolução de um determinado índice acionista (ou, simplesmente, uma ou um cabaz de acções) por fluxos financeiros indexados, por exemplo, a uma taxa de juro fixa ou variável (EURIBOR). Significa que um “equity” swap permite a um gestor de carteiras converter, durante certos períodos, um investimento de risco (mercado acionista) um outro indexado a uma taxa de juro (fixa ou variável). Ou seja, trocar uma rendibilidade de risco dependente da evolução de um mercado acionista numa rendibilidade de baixo risco indexada, simplesmente, a uma taxa de juro ou, vice-versa, trocar uma rendibilidade de baixo risco num investimento de risco no mercado acionista”.

Neste sentido, Henry Hu e Bernard Black⁹² referem que tais derivados financeiros que envolvem a detenção de acções, na qual se faz uma cobertura do risco económico por assunção de uma posição longa a que corresponde uma “equity leg”, a contraparte adquire o retorno económico que advém da posição curta – “interest leg”.

Ora, da definição citada, desde logo se evidenciam duas sub-modalidades essenciais deste tipo de contratos que assentam numa permuta financeira em cujo

⁹⁰ Ferreira, Domingos, *Swaps e outros derivados*, Lisboa, 2011, Pp. 209

⁹¹ ESTEVES, João Cantiga, «Contratos de Swap Revisitados», *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 44, Lisboa, 2013, Pp. 82.

⁹² “A second approach involves holding shares but hedging the economic risk on the shares by holding a short equity swap position. In a typical equity swap, the person with the long equity side (the “equity leg”) acquires the economic return on shares (but not voting rights) from the short side (the “interest leg”). – cfr. HU, Henry T.C. Hu [et al.], *Funds, Insiders, and Empty Voting: Decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies*, *Journal of Corporate Finance*, 2006, disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=874098>

o seu valor oscila em função de uma variável externa. São estes, os *swaps* sobre ações e os *swaps* sobre índices bolsistas.

Nos primeiros, verifica-se uma permuta financeira que atua como estratégia de cobertura de risco sobre flutuações do preço (valor) das cotações de ações admitidas a negociação em Bolsa de Valores. Já nos segundos, é tomado como ativo subjacente um índice bolsista, sendo a sua finalidade primordial especulativa, ou seja, mediante este tipo de contratos, procura-se uma “inversão” do retorno financeiro, potenciando os lucros e favorecendo as posições daqueles que especulam num determinado sentido. Neste caso, os fundos e sociedades de investimento procuram obter, a partir da parte variável do *swap* (*equity leg*), um melhor rendimento sobre produtos tido como de baixo valor, utilizando o *swap* para reprodução do (ou dos) *cash flow* a ele adjacente.⁹³

Domingos Ferreira propõe, ainda, uma outra subdivisão de tipos de *equity swaps*. A saber, *equity swaps* em que o rendimento sobre ações de uma parte tem na outra parte, como contrapartida, uma taxa fixa; *equity swaps* em que o rendimento sobre ações de uma parte tem na outra parte, como contrapartida, uma taxa variável; e *equity swaps* em que o rendimento sobre ações de uma parte tem na outra parte, como contrapartida, um outro rendimento sobre ações. Contudo, ainda que concordemos, cremos que esta divisão peca por defeito, uma vez que este tipo de contratos financeiros podem ter como referência, para além de ações ou carteiras de ações, índices bolsista.

Ainda assim, desde já podemos adiantar que os *equity swaps* podem, tal como muitas das vezes acontece, ser utilizados para cambiar uma determinada exposição a um ativo específico, por outro ativo, em nada relacionado com o primeiro.

Ora, este tipo de contratos financeiros de carácter consensual, vê o seu desenvolvimento intimamente relacionado com a difusão generalizada dos fundos de investimento cotados em bolsa, que potenciam a faculdade de investimento de forma indireta nos mercados de ações⁹⁴, e permite, desde logo, uma maior diversificação de investimentos no estrangeiro e de carteiras, reformulação de

⁹³ Para melhor desenvolvimento, vd. AZNAR, Manuel María Mingot, 2017, *Caracterización jurídica del contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles* (“*Equity swap*”), Madrid, Pp. 128 e ss.

⁹⁴ Ferreira, Domingos, *Swaps e outros derivados*, Lisboa, 2011, Pp. 209

investimento efetuados, criação de fundo de índices ou, até mesmo, a criação de *executive equity swaps*.

3.1. Aspetos Gerais

Estes tipos de contratos destacam-se por se tratarem de ativos com rendimento variável⁹⁵ (“*equity derivatives*”), *i.e.*, são instrumentos financeiros que reproduzem a evolução de ativos que estão subjacentes a ações de uma determinada sociedade admitida a negociação em mercados regulados, índices bolsistas ou outros ativos a estes análogos.

É certo que o conceito de rendimento variável é um conceito (mais) económico e não jurídico, no entanto, este conceito tem ganho cada vez mais importância em sede jurídica, sobretudo devido ao seu recurso por investidores e a eventuais litígios que de tal utilização decorreram.

Na verdade, este tipo de derivados financeiros incluem, na sua classificação horizontal, diferentes tipos de famílias de contratos, como sejam os *swaps*, opções e futuros. Paralelamente, uma outra categoria não homogénea de contratos de rendimento variável, emerge, vulgarmente conhecidos por “produtos estruturados”⁹⁶.

Ora, este tipo de contratos são produtos negociados em mercados *Over-The-Counter*, com cariz comercial, a prazo, em que as obrigações de liquidação das partes contratantes apuram-se a partir de datas pré-estabelecidas (prazo de maturação), ou mediante a fixação de um evento futuro respeitante a uma evolução de cotação de um ativo subjacente de referência tendo em conta uma referência inicial.

Neste tipo de instrumentos financeiros, o valor do derivado recai sobre um ativo subjacente, que podem ser ações, índices, carteiras de ações ou índices

⁹⁵ Instrumento financeiro em que o montante do rendimento periódico não está fixado à partida, antes dependendo da evolução de um indexante. - in CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cvm.pt* [online], [Accessed 25 November 2016].

⁹⁶ Este tipo de produtos convergem em si diferentes tipos de produtos financeiros contratuais, mediante a agregação de dois ou mais produtos financeiros em estruturas que incorporam um derivado implícito ou explícito e, por isso, mais facilmente negociáveis em mercados regulados. Contudo, poderão ser, igualmente negociados em mercados OTC, como são o caso dos depósitos bancários estruturados. – *vd.* AZNAR, Manuel María Mingot, 2017, *Caracterización jurídica del contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles – Memoria para optar al grado de doctor*, Tesis Doctoral, UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID, sob orientação de Alberto Javier Tapia Hermida, p. 90

bolsistas nas quais o valor nominal varia e, consequentemente, o rendimento subjacente.

Note-se que não é apenas com a Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros que os contratos *swaps* são integrados na categoria de instrumentos financeiros. Já na Diretiva 93/22/CEE⁹⁷ do Conselho, de 10 de Maio de 1993, relativa aos serviços de investimento no domínio dos valores mobiliários, os contratos derivados que têm por referência um rendimento variável são incluídos na categoria de instrumentos financeiros a prazo. Contudo, não obstante o seu reconhecimento em ambas as Diretivas, como igualmente, o Código dos Valores Mobiliários, não se fez sobrevir uma regulamentação própria e substantiva, pese embora a sua utilização diária no tráfico mercantil⁹⁸.

3.2. Conceptualização

O contrato de *swap* sobre ações ou índices bolsistas é, na sua essência, um contrato com cariz mercantil, negociado em mercados *over-the-counter*, atípico, utilizado (entre outras funções) para a cobertura de risco ou especulação, segundo o qual as partes contratantes, permutam entre si, durante um determinado período de tempo, pagamentos, tendo por base um valor variável que pode ser um índice bolsista ou a cotação de uma (ou mais) ações. No *nomen iuris* deste tipo de contratos incluem-se, necessariamente, os dois tipos de ativos subjacentes de rendimento variável cuja evolução é o fator determinante para o apuramento das obrigações assumidas.

Note-se que, não obstante a designação atribuída e que contempla quer contratos sobre ações ou índices bolsistas (*equity swaps*), estes tipos de contratos não podem incorporar em si mesmo, simultaneamente, uma mesma operação financeira subjacente a ações e índices bolsistas.

⁹⁷ Na verdade, o Supremo Tribunal de Justiça, em Acórdão datado de 11 de Fevereiro de 2015, proc. 309/11.8TVLSB.L1.S1, em que é relator Sebastião Póvoas vem igualmente referir que “o conceito de “swap” é de origem anglo-saxónica, depois acolhido no direito europeu: Directivas 88/361/CEE, de 24 de Junho, a dar execução aos artigos 67º e 56º n.º 1 do TUE [livre circulação de capitais e não restrição a essa livre circulação e respetivos pagamentos]; 93/22/CEE, de 10 de Maio [Investimentos no domínio dos valores mobiliários]; 2003/6/CE, de 28 de Janeiro [Abuso de informação privilegiada e manipulação do mercado].

⁹⁸ Para um melhor esclarecimento, *vd.* AZNAR, Manuel María Mingot, «Caracterización jurídica del contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles» – *Memoria para optar al grado de doctor*, Tesis Doctoral, UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID, sob orientação de Alberto Javier Tapia Hermida, 2017, Pp. 92

3.2.1. Os dois braços (*legs*) nos contratos Equity Swap

Este tipo de contratos sobre ações ou índices bolsistas apresentam, de acordo com a configuração recorrentemente utilizada pelos operadores, dois braços (*legs*) que permitem determinar a quantia/valor e obrigações de pagamento a que cada parte se encontra vinculada.

Por um lado, encontramos aquilo a que vulgarmente se designa por *equity leg*, *i.e.*, a parte que tem por referência a evolução bolsista e rendimento variável, ou seja, a referência é o rendimento de uma ação, de uma carteira de ações ou de um índice de ações. Por outro lado, a outra parte, pode ter como suporte o rendimento de uma aplicação de taxa fixa ou variável, de uma outra ação, de uma carteira de ações ou de outro índice de ações, de uma cotação cambial ou mesmo de preços de matérias primas ou mercadorias (*commodities*) – *interest leg*.

Tal como refere Domingos Ferreira, “*os equity swaps podem assim ser utilizados para substituir uma exposição a ações específicas, a índices de ações ou a carteiras de investimento, por uma exposição a outros ativos*”⁹⁹, motivo pela qual alguns autores optam por designar este tipo de contratos por *asset swaps*.

Note-se que, seguindo o entendimento de Manuel María Mingot Aznar¹⁰⁰, quando este tipo de contratos são formalizados com o objetivo de cobertura de risco sobre a descida de uma cotação de ações ou índices bolsistas, a parte que procede ao pagamento da obrigação por referência a uma evolução bolsista (*equity leg*), obriga-se a cumprir perante a parte contrária, pagando por depreciação o valor das ações ou índices bolsista subjacentes ao preço inicialmente fixado aquando da formalização do contrato e durante o período de tempo de referência. Em contrapartida, a outra parte (*interest leg*), procede a pagamentos de modo sucessivo e periódico a uma determinada taxa.

Desta forma, neste tipo de *swaps*, a parte que assume a posição longa (*equity leg*), adquire o retorno económico sobre um determinado tipo de ativos, sem que para tal detenha direitos de votos. Tal situação que, consubstanciando a

⁹⁹ Ferreira, Domingos, *Swaps e outros derivados*, Lisboa, 2011, Pp.209

¹⁰⁰ AZNAR, Manuel María Mingot, «Caracterización jurídica del contrato de permuta financeira sobre acciones cotizadas o índices bursátiles» – *Memoria para optar al grado de doctor*, Tesis Doctoral, UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID, sob orientação de Alberto Javier Tapia Hermida, 2017, Pp. 128 e ss.

¹⁰⁰ Ferreira, Domingos, *Swaps e outros derivados*, Lisboa, 2011, Pp. 122

questão crítica da presente dissertação, abordaremos mais tarde, em capítulo próprio.

Em suma e a título meramente exemplificativo, um contrato desta natureza configura-se da seguinte forma:

Uma parte “X”, compromete-se a pagar a uma contraparte “Y”, um determinado montante, apurado por referência à evolução bolsista de ações subjacentes a um índice bolsista “Z”, sobre o preço ou nível de referência inicial das ações “Z”, desde a data de formalização até à data de vencimento (maturação), numa única prestação ou em prestações sucessivas,. Por outro lado, “Y”, compromete-se a pagar a “X”, numa única prestação ou em prestações sucessivas, um montante efetivo por aplicação de uma taxa (que vulgarmente é tomado por referência a EURIBOR, LIBOR ou outra a estas análoga), sobre o montante nominal do *swap*. Saliente-se que estes pagamentos podem ser, ou não, coincidentes na data de liquidação, operando-se, em todo o caso, o instituto da compensação – art. 847º do Código Civil¹⁰¹.

¹⁰¹ Segundo o qual “Quando duas pessoas sejam reciprocamente credor e devedor, qualquer delas pode livrar-se da sua obrigação por meio de compensação com a obrigação do seu credor, verificados os seguintes requisitos: (a) ser o seu crédito exigível judicialmente e não proceder contra ele exceção, peremptória ou dilatória, de direito material; (b) terem as duas obrigações por objeto coisas fungíveis da mesma espécie e qualidade.”

4. PARTE II

4.1. DO DIREITO SOCIETÁRIO

4.1.2. As ações e a participação social

Partindo da análise do art. 53º do Código das Sociedades Comerciais, constatamos que existem diferentes formas de deliberação dos acionistas de uma sociedade. A saber:

- a) a deliberação em assembleia geral convocada;
- b) a deliberação em assembleia geral universal;
- c) as deliberações unânimes por escrito;
- d) as deliberações tomadas por voto escrito.

Razão pela qual Pinto Furtado vem afirmar que “*a deliberação de sociedades comerciais é formada pela expressão unânime, ou ao menos maioritária, dos votos emitidos*”¹⁰².

Tal como ensina Paulo Olavo Cunha¹⁰³, é a participação social que determina a posição jurídica do acionista, quer perante a sociedade *per si*, quer perante os demais acionistas e terceiros e da qual emergem diferentes (ainda que complementares) direitos e obrigações, no qual, necessariamente se insere o direito de voto e a comunhão de lucros (lado passivo dos direitos e obrigações dos acionistas).

Ora, como refere Menezes Cordeiro¹⁰⁴, o termo ação, apresenta um tríplice significado pois, ação pode significar a mera participação social do acionista, a quota de capital que por ele foi subscrita, bem como e não menos importante, o título representativo dessa quota detida pelo acionista.

Por regra, o interesse dos acionistas nas sociedades está intimamente ligado com o proveito (lucros) que poderá vir a obter pela prossecução da atividade económica a que se propõe, ou seja, a realização de uma mais-valia resultante do

¹⁰² PINTO FURTADO, Jorge, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, dissertação de doutoramento em Direito Privado, Almedina, Lisboa, 2005, Pp. 37

¹⁰³ CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 4ª edição, Coimbra, Almedina, 2010, Pp. 352 e ss.

¹⁰⁴ CORDEIRO, António Menezes, *Manual de Direito das Sociedades – Das Sociedades em Especial – II VOL.*, 2ª Ed. Revista e atualizada, Coimbra, Almedina, 2007, Pp. 569

capital investido que permite mais dividendos a distribuir e a valorização do capital social, num interesse comum a todos os acionistas¹⁰⁵.

Importa, pois, entender e compreender a relevância do interesse dos acionistas com o interesse social em simbiose com o interesse de terceiros. Neste sentido, saliente-se duas linhas doutrinárias distintas. A saber, a contratualista e a institucionalista.

Para a doutrina contratualista, seguida por autores como Raúl Ventura, Brito Correia e Coutinho de Abreu, existe uma identificação entre o interesse social com o interesse comum dos acionistas. Por outro lado, a teoria institucionalista procura separar o interesse da sociedade do interesse de cada um dos acionistas, considerando o voto como um poder/dever dos acionistas para a formação da vontade. Ao invés, a doutrina contratualista considera este direito de voto como um direito subjetivo do acionista

Para Oliveira Ascensão¹⁰⁶, institucionalista, não existe, obrigatoriamente, uma identificação entre o interesse social e o interesse dos sócios, estando apenas em causa o interesse da estrutura jurídica.

Ora, em todo caso, será o exercício do direito de voto¹⁰⁷ que vinculará a sociedade a uma ou outra deliberação, mediante aprovação ou não. Assim sendo, o voto consiste, ainda que forma sucinta, na exteriorização da vontade democraticamente exercida dos titulares do direito de voto, mediante uma resposta dada a uma proposta de deliberação.

Apesar de no sistema jurídico português vigorar o princípio da unicidade do voto, tal pode não corresponder totalmente à verdade, sobretudo quando se trata de titularidade plural das ações, como sejam os casos de contitularidade, usufruto, penhor ou, no que à presente exposição importa, quando se verifica uma falta de

¹⁰⁵ Vd. GRÁCIO, Leila, *O Esvaziamento de Voto – A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*, Lisboa, 2012, p. 7

¹⁰⁶ ASCENSÃO, Oliveira, *Direito Comercial IV, Sociedades Comerciais – Parte Geral*, Lisboa, 2000, Pp. 68

¹⁰⁷ Para Pinto Frutado, há que distinguir três categorias de voto. Os votos de vontade, de conhecimento ou de sentimento. Os primeiros, verificam-se quando na presença de uma verdadeira declaração de vontade, dando como exemplo o aumento a redução do capital ou a transformação da sociedade. Já nos segundos, Pinto Furtado ensina que estes precedem de uma declaração de ciência, *i.e.* aprovação ou não das contas de exercício de uma sociedade. Por fim, considera que este tipo de votos – o voto de sentimento – congregam uma declaração de sentimento (pesar ou congratulação). No entanto, Pinto Furtado reconhece que apenas as primeiras duas categorias apresentam relevância jurídica. – cfr. PINTO FURTADO, Jorge, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, dissertação de doutoramento em Direito Privado, Almedina, Lisboa, 2005, Pp. 43

correspondência entre a titularidade e a participação económica, tal como acontece no *empty voting* ¹⁰⁸.

No entanto, no direito português e, mais concretamente, no regime societário português vigora, ainda que com algumas limitações ¹⁰⁹, o princípio “*one share, one vote*”, i.e., “uma ação, um voto” ¹¹⁰. Desta forma, tal paradigma assenta na premissa de que o interesse social corresponde, por via de regra, com o interesse dos acionistas e que o poder de voto é proporcional à titularidade das ações que detém, sem que ocorra dissociação. Neste sentido, o acionista, sempre exercerá o seu poder de voto no interesse da sociedade e no incremento do seu valor ¹¹¹.

Contudo, com o desenvolvimento de novas técnicas de alavancagem de lucros e maximização de resultados, o voto no seio societário tem deixado a sua característica de unicidade para assumir aquilo a que designamos por “*The New Vote Buying*”.

Ora, a *revolução dos derivados*, com especial destaque para os *equity swaps* e a sua transação segundo operações *short selling*, em paralelo com os *hedge funds*, tornaram possível dissociar o direito de voto da titularidade das participações sociais, nomeadamente, pelo destacamento dos direitos patrimoniais que podem ser negociados separadamente ¹¹².

Neste sentido, ensina-nos Marques Estaca ¹¹³ que é possível operar-se o destacamento dos direitos patrimoniais dos direitos políticos, desde que se tratem de direitos de conteúdo económico, e que sejam suscetíveis de negociação autónoma em mercado secundário. Referindo ainda que, tendo em consideração a alínea f) do n.º1 do art. 1º do Código dos Valores Mobiliários, tal destacamento

¹⁰⁸ PEDROSO, Catarina, *Da Regulamentação do Empty Voting*, Lisboa, 2012, Pp. 11

¹⁰⁹ “O regime português conhece várias derrogações nomeadamente i) a emissão de ações com múltiplos direitos de voto; ii) o estabelecimento de um limite de direito de votos (proibindo que os acionistas votem acima de um certo percentual limite, independentemente do número de ações que possuam); iii) o estabelecimento de um limite de propriedade (proibindo que potenciais investidores adquiram uma participação na empresa acima de um certo patamar); e iv) a emissão de ações prioritárias, como as *Golden shares* (que conferem a seus detentores direitos de decisão específicos sobre a companhia independentemente da proporção que possuam do total de ações).” in PEDROSO, Catarina, *Da Regulamentação do Empty Voting*, Lisboa, 2012, Pp. 11

¹¹⁰ Pela qual se consagra a exigência de serem os titulares do interesse social a participar das deliberações – Cfr. Arts. 21º n.º 1 b), 373º e seguintes e 384º todos do CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS..

¹¹¹ Vd. GRÁCIO, Leila, *O Esvaziamento de Voto – A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*, Lisboa, 2012, p. 11

¹¹² *Idem*, *Ibidem*, Pp. 13

¹¹³ Marques Estaca, «O destaque dos direitos dos votos em face do CVM», *Estudos em Honra ao Professor Doutor José Oliveira Ascensão*, Vol. II, Coimbra, Almedina, 2008, Pp. 1346 e ss.

dos direitos patrimoniais é perfeitamente possível e legítimo dado que consta da sua redação que “os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas alíneas a) a d) (donde se inclui as ações), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série e esteja previsto no acto de emissão”, uma vez conjugado com o art. 55º, n.º 3, alínea b) do mesmo diploma (que consagra os direitos de voto como direitos inerentes aos valores mobiliários), permite esse destacamento.

Igualmente, Paulo Câmara¹¹⁴ refere que o princípio da indivisibilidade das ações, previsto no art. 276º, n.º 4 do Código das Sociedades Comerciais, é aplicável somente aos denominados “direitos de conteúdo político”, i.e. o direito de informação e o direito de voto, que serão destacáveis e negociáveis em separado.

Tal como refere Leila Grácio¹¹⁵, “no que diz respeito à admissibilidade de destaque dos direitos de voto, chamamos aqui à colação o artigo 17º, n.º 3 alínea c) CSC que proíbe o que podemos chamar de venda de votos, apesar do artigo 17º n.º 2 CSC permitir os acordos parassociais que digam respeito ao exercício do direito de voto. O acionista pode comprometer-se a votar em determinado sentido, mas não o poder fazer em contrapartida de vantagens especiais”.

Contudo, *in casu*, cremos tratar-se de uma situação ou possibilidade substancialmente diferente. Não cremos que se trata de uma venda de votos, pois tal reconduziria a algo muito semelhante ao *suborno*, mas antes, numa venda do direito de voto. Ou seja, transferência para terceiro da possibilidade de exercício do direito de voto, de acordo com os seus interesses próprios e autónomos.

Com esta nova forma de votação, que inclui necessariamente a possibilidade de *empty voting*, verificamos a faculdade de alguém se encontrar numa factualidade de ter mais poder de voto do que ações, bem como a possibilidade de “propriedade oculta”, comumente designada por *hidden ownership*, i.e., a “situação em que alguém tem efetivamente a titularidade económica de um determinado número de ações, mas essa titularidade não é alcançada pelas regras da divulgação”¹¹⁶.

¹¹⁴ Cfr. CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª Ed., Coimbra, Almedina, 2016, Pp. 129.

¹¹⁵ Cfr. GRÁCIO, Leila, «O Esvaziamento de Voto – A eventual recondução à figura das deliberações abusiva», *Tese de Mestrado Forense, Universidade Católica Portuguesa – Escola de Lisboa*, 2012, p. 12

¹¹⁶ *Idem, ibidem*, p. 13

Também, Madalena Perestrelo de Oliveira¹¹⁷ afirma que “o recurso a derivados implica (...) um fenómeno de dissociação entre a titularidade formal dos direitos e a titularidade do interesse económico e, portanto, de dissociação do risco: o titular do direito transfere o risco inerente para terceiro (posição vazia), que não tem formalmente qualquer poder na sociedade (titularidade oculta)”.

Esta mesma autora refere ainda que “independentemente do problema da natureza jurídica da participação social, esta abrange um conjunto unitário de situações jurídicas ativas e passivas, insusceptíveis de serem cindidas”¹¹⁸, reportando-se ao direito de voto que, de forma indireta, é separado da titularidade económica da participação social.

Ora, o direito de voto, embora não conste da enunciação dos direitos dos sócios constantes do art. 21º do Código das Sociedades Comerciais., é um direito inerente aos valores mobiliários, tal como consta da al. b), do n.º 3 do art. 55º do CVM e, nos termos do anterior, art. 3º, n.º 2, al. a) do CdMVM, os valores mobiliários eram equiparados aos direitos de conteúdo económico destacáveis desses valores, desde que suscetíveis de negociação autónoma no mercado secundário.

No entanto, atentemos no disposto no art. 17º do Código das Sociedades Comerciais, segundo o qual, “são nulos os acordos pelos quais um sócio se obriga a votar exercendo o direito de voto ou abstendo-se de o exercer contrapartida de vantagens especiais” – art. 17º, n.º 3, al. c) do Código das Sociedades Comerciais.

Daqui se depreende, facilmente, que tal proibição não impossibilita a negociação dos direitos de voto dado que existem diferenças substanciais entre vender o exercício do direito de voto e abster-se de exercer mediante vantagens especiais. Na verdade, embora o exercício do direito de voto seja um direito inerente à titularidade das ações, existem situações em que este direito não é irrenunciável ou incindível. É o caso das ações preferenciais sem voto, as ações próprias, quando o direito de voto é condicionado pela titularidade de um participação social mínima e situações de impedimento ou conflitos de

¹¹⁷ OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, «Instrumentos Financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais», *Revista de Direito das Sociedades*, Ano V, n.º 3, Coimbra, Almedina, 2013, Pp. 550

¹¹⁸ Idem, Ibidem, Pp. 552

interesse¹¹⁹. Assim como, não menos importante, o exercício do direito de voto no caso de penhor, tal como decorre do art. 23º, n.º 4 do Código das Sociedades Comerciais. e do art. 81º, n.º 4 do Código dos Valores Mobiliários.

4.1.3. Os deveres sociais dos sócios/acionistas

Nos termos do art. 64º do Código das Sociedades Comerciais¹²⁰, cabe aos gerente e administradores das sociedades comerciais, assim como aos titulares dos órgãos de fiscalização, o dever de cuidado e competência técnica e específica e, bem assim, o dever de lealdade em prol do interesse, quer da sociedade, quer dos demais sócios e terceiros especialmente relacionados com esta, em favor da coletividade.

Ora, estes deveres, tal como refere Nuno Calaim Lourenço¹²¹, impendem sobre os titulares dos órgãos sociais e emergem da especial relação de confiança neles depositada pela gestão dos interesses patrimoniais alheios da sociedade, pelo que o teor deste artigo não é taxativo, abarcando muitos outros deveres que integram a categoria de deveres gerais de conduta, sendo certo que, sempre que o acionista ignore a conduta adotada, sendo esta desonesta ao interesse social e violadora dos deveres legais estamos na presença de um comportamento subsumível na má-fé.

Neste sentido, e porque se mostra deveras importante a necessidade de um comportamento condicente com os interesses patrimoniais da sociedade, importa que se procure precisar o conteúdo e extensão dos deveres enunciados no disposto do Código das Sociedades Comerciais.

¹¹⁹ Vd. ESTACA, José Marques, «O destaque dos direitos de voto em face do CVM», *Estudos Em Honra ao Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, Volume II, Coimbra, Almedina, 2008, Pp. 1355 e ss.

¹²⁰ Redação do art. 64º do Código das Sociedades Comerciais – “1 - Os gerentes ou administradores da sociedade devem observar: a) Deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da actividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado; e b) Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores. 2 - Os titulares de órgãos sociais com funções de fiscalização devem observar deveres de cuidado, empregando para o efeito elevados padrões de diligência profissional e deveres de lealdade, no interesse da sociedade

¹²¹ LOURENÇO, Nuno Calaim, *Os Deveres de Administração e a Business Judgment Rule*, Coimbra, Almedima, 2011, Pp. 11

Por um lado, o **dever de cuidado**¹²², é aferido segundo o padrão de diligência de um gestor criterioso e ordenado, que, nas palavras de Nuno Calaim Lourenço, “*permitirá graduar o juízo de censurabilidade pessoal do gestor, i.e. a diligência é consagrada no preceito como critério de apreciação de culpa como dever autónomo de conduta*”, fazendo salientar que “*toda a conduta ou decisão que se possa classificar como de imprudente, de imponderada ou desacomatada se tomará por ilícita por violação deste dever geral de cuidado*”, pelo que não será descabido, por falta de nexo de causal ou justificativo, retirar deste dever geral de cuidado, o dever de vigilância, de preparar adequadamente as decisões de gestão e o de tomar decisões substancialmente razoáveis¹²³.

Por outro lado, este mesmo autor, considera o **dever de lealdade**¹²⁴ tal como a doutrina tem vindo a precisar, ou seja, é defendido que o gestor deve agir corretamente quando contrate com sociedade, deve abster-se de entrar em concorrência com a sociedade, não deve aproveitar-se em benefício próprio, de oportunidades de negócio da sociedade, de meios ou de informação privilegiada.

Nas palavras de Nuno Calaim Lourenço, “*a conduta desleal é, pois, aquela que promove ou potencia, de forma direta ou indireta, situações de benefício ou proveito próprio (ou do seu grupo de influência ou familiares), em prejuízo do conjunto dos interesses diversos da sociedade, dos sócios, dos trabalhadores, clientes, credores e demais sujeitos potencialmente afetados pelas decisões societárias*”¹²⁵.

Desta forma, uma vez violados os deveres *supra* expostos, ainda que forma indireta, será de ter em consideração o comportamento do acionista como desconforme com os interesses sociais e patrimoniais da sociedade, sendo, por isso, alvo de responsabilidade civil e/ou criminal.

No entanto, verificada a existência de uma decisão empresarial ativa, que pode ser de *facere* ou *non facere*, uma tomada de decisão sem violação das normas procedimentais, livre de qualquer interesse próprio e segundo as normas

¹²² Que compreende o dever geral de cuidado em sentido estrito, o dever de vigilância, de preparo adequadamente das decisões de gestão e de tomar decisões substancialmente razoáveis.

¹²³ LOURENÇO, Nuno Calaim, *Os Deveres de Administração e a Business Judgment Rule*, Coimbra, Almedima, 2011, Pp. 16-17

¹²⁴ Que compreende a necessidade de agir corretamente quando contrate com a sociedade, de se abster de entrar em concorrência com a sociedade, bem como, de não aproveitar-se em benefício próprio, de oportunidades de negócio da sociedade, de meios ou informação privilegiada.

¹²⁵ LOURENÇO, Nuno Calaim, *Os Deveres de Administração e a Business Judgment Rule*, Coimbra, Almedima, 2011, Pp. 23

da racionalidade empresarial, poderá, o agente em causa, ser escusado de qualquer responsabilidade, tal como definido nos termos do n.º 2 e 3 do art. 72º do Código das Sociedades Comerciais – *Business Judgment Rule*.

4.2. Os deveres societários e a *Business Judgment Rule*

Como é consabido, no seguimento do já anteriormente exposto e de acordo com a norma do art. 72º do Código das Sociedades Comerciais, é admitida aos administradores e acionista, alguma discricionariedade no desenvolvimento das suas funções tendentes ao empreendedorismo necessário à conformação dos interesses sociais. Para tal, tais acionistas¹²⁶ deverão pautar a sua atuação em termos informados, livre de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial, pois, só assim, se poderá justificar qualquer dano que possa, eventualmente, vir a ocorrer em resultado de um infortúnio da vida societária e da conjuntura do mercado onde a mesma se insere.

Tal como ensina José Ferreira Gomes, “a obrigação de administração¹²⁷ constitui um conceito-síntese (*inbegriff*) do complexo normativo a que estão sujeitos os órgãos de administração, traduzindo a sua adstrição à prática dos atos necessário à promoção do fim ou interesse social, tomando a iniciativa na condução da atividade social”^{128 129}.

Note-se, pois, perfilhando as teses de diferentes autores, que a obrigação a que os administradores se encontram adstritos é, na verdade, uma obrigação de meios *a priori* e parcialmente indeterminada¹³⁰, mas determinável caso a caso.¹³¹

¹²⁶ Iremos reportarmo-nos apenas à figura de acionistas, pois são estes que importam ao nosso estudo, pese embora, o mesmo se aplique aos administradores no que tange com as sociedades por quotas.

¹²⁷ Onde se inclui a administração operada por acionistas.

¹²⁸ GOMES, José Ferreira, «A Discricionariedade Empresarial, A Business Judgment Rule e a Celebração de Contrato de Swap», *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários – Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira*, Vol. II, Lisboa, 2015, Pp. 59.

¹²⁹ No entanto, não podemos esquecer que a função leva a cabo pelos administradores na sua vertente múltipla, deverá ser igualmente pautada pelo o dever de legalidade – cfr. CARNEIRO DA FRADA, Manuel, «O dever de legalidade: um novo (e não escrito?) dever fundamental dos administradores», *Direito das Sociedades em Revista*, 2012, Pp. 67.

¹³⁰ GOMES, José Ferreira, «A Discricionariedade Empresarial, A Business Judgment Rule e a Celebração de Contrato de Swap», *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários – Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira*, Vol. II, Lisboa, 2015, Pp. 60; MENEZES CORDEIRO, António, *Tratado de Direito civil*, 6, 2.ª ed., Coimbra: Almedina, 2012, Pp. 558; MENEZES LEITÃO, Luís, *Direito das obrigações – Introdução, da constituição das obrigações*, 10.ª ed., Coimbra: Almedina, 2013, Pp. 127-128.

¹³¹ FERREIRA GOMES, Da Administração à Fiscalização de Sociedades. Pp. 148 s.s. *apud*. GOMES, José Ferreira, «A Discricionariedade Empresarial, A Business Judgment Rule e a Celebração de Contrato

É certo que o arts. 78º, n.º1 e 79º, ambos do Código das Sociedades Comerciais, vêm consagrar uma responsabilidade resultante dos atos praticados pelos administradores. No entanto, no primeiro caso, está em causa a violação de normas de proteção, ou seja, normas que digam respeito à capacidade da sociedade (art. 6º Código das Sociedades Comerciais), às limitações à distribuição de lucros aos sócios (art. 32º Código das Sociedades Comerciais), à constituição de reservas legais (art. 218º Código das Sociedades Comerciais), à amortização de quotas (art. 236º Código das Sociedades Comerciais), ou ainda, à entrega de bens como contrapartida de aquisição de ações próprias (art. 317º, n.º 4 Código das Sociedades Comerciais). Por outro lado, o art. 79º deste mesmo diploma reporta-se à eventual violação de deveres derivados das infrações de direito subjetivos absolutos ou de normas de proteção do sócio ou terceiro e na medida dos danos causados diretamente aos lesados, sendo excluído os danos reflexos¹³².

Ora, sendo a obrigação da administração, uma obrigação de meios, “*dirigida à adequada tentativa de causação do interesse da sociedade (resultado definidor)*”¹³³ devemos ser conscientes e conceder, aquando da análise de uma determinada atuação pela administração, um amplo espaço de discricionariedade, sem o qual a atuação empreendedora não é concebível, uma vez que, estes administradores são, na grande maioria das vezes, colocados perante situações de incerteza, face às quais têm, necessariamente, de tomar decisões e formular juízos de prognose, como se de futurologia se tratasse, ainda que pautada pelas necessidades do caso concreto, da racionalidade e da existência de alternativas viáveis¹³⁴.

Assim, a *Business Judgment Rule*, abstratamente, é entendida de duas maneiras distintas.

Por um lado, citando Nuno Calaim Lourenço¹³⁵, esta “*apresenta-se como uma regra de conduta que caracteriza ou densifica o conteúdo dos deveres dos*

de Swap», *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários – Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira*, Vol. II, Lisboa, 2015, Pp. 60

¹³² LOURENÇO, Nuno Calaim, *Os Deveres de Administração e a Business Judgment Rule*, Coimbra, Almedima, 2011, Pp. 38

¹³³ GOMES, José Ferreira, «A Discricionariedade Empresarial, A Business Judgment Rule e a Celebração de Contrato de Swap», in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários – Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira*, Vol. II, Lisboa, 2015, Pp. 67

¹³⁴ *Idem*, *Ibidem*, Pp. 70

¹³⁵ LOURENÇO, Nuno Calaim, *Os Deveres de Administração e a Business Judgment Rule*, Coimbra, Almedima, 2011, Pp. 40

gestores, particularmente na vertente do dever de cuidado (...) esclarecendo que a atuação do gestor deve ser bem informada, independente e racional". Um outro entendimento, considera esta norma prevista no art. 72º, n.º2 do Código das Sociedades Comerciais como uma causa de exclusão de responsabilidade, onde o gestor é ilibado de uma apreciação de mérito sobre a sua decisão, apenas quando logre fazer prova dos requisitos prescritos pela regra.¹³⁶

Uma outra questão que se coloca, ainda que não seja objeto, (pelo menos direto) do nosso estudo, é a de saber se, porventura, poderão ou terão, os administradores, legitimidade para subscrever e contratar produtos financeiros derivados como são os contratos *swaps*, tendo em conta o objeto social de cada sociedade.

Como é consabido, os contratos *swap*, onde se inclui os contratos de *equity swaps*, têm, muitas vezes, como utilizadores finais, instituições financeiras, sociedades comerciais, seguradoras e/ou empresas públicas.

No que tange com as sociedades comerciais, independentemente da sua natureza, tendo em conta o seu escopo – art. 6º do Código das Sociedades Comerciais – estas, uma vez dotadas de capacidade, prosseguem o lucro. Pelo que, nada parece obstar a que as mesmas contratem este tipo de produtos¹³⁷.

Já no que se reporta ao domínio das Entidades Públicas Empresariais cremos que tal contratação apenas poderá ser legal e legítima quando o objetivo prosseguido seja a gestão de risco. Contrariamente, procurando obter lucros mediante especulação, por se encontrar arredado das suas atribuições – Decreto-Lei n.º 133/2013 de 3 de Outubro, cremos que lhes está vedada a possibilidade de prosseguir a finalidade de especulação.¹³⁸

Cingindo a nossa análise às sociedades comerciais, ou seja, aquelas que correspondem a formas previstas no direito privado, acreditamos que, antes de mais, há que apreciar a atividade que estas prosseguem e, desta forma, aferir da necessidade ou conveniência da celebração de contratos *swap*. Tal como ensina

¹³⁶ Diferentemente do que acontece com o primeiro entendimento transcrito, aqui recai sobre o gestor/administrador o risco e a consequência do não esclarecimento sobre o seu comportamento conforme os requisitos da norma.

¹³⁷ Para um melhor desenvolvimento, *cd.* OLIVEIRA, Madalena Perestrelo De, «Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais», *Revista de Direito das Sociedades*, ano V, número 3, 2013, Pp. 537 e ss.

¹³⁸ Para um melhor entendimento, *vd.* TEIXEIRA, Maria Emília, «Swap especulativo: Ofensivo da Ordem Pública ou dinamizador dos Mercados?», *Revista Diálogos Possíveis*, Ano 15, número 2, 2016, Pp. 106 e ss.

José Gomes Ferreira¹³⁹, “*está em causa o dever estrutural de informação, apresentado como dever de cuidado, pelo art. 64º/1, a)*” adiantando ainda, que tal dever não se encontrar limitado em si mesmo, mas antes, abrangendo igualmente os deveres de informação conjuntural que encontra reflexo no art. 72º n.º 2 do Código das Sociedades Comerciais, que correspondem, *in casu*, aos termos do contrato *swap*.

Neste sentido, importa, pois, perceber se aqueles que decidiram pela contratação deste tipo de contratos agiram segundo critérios de racionalidade empresarial que, nas palavras deste mesmo autor “*trata-se de saber se, no iter decisional, foram adequadamente ponderadas todas as alternativas, os riscos inerentes, as vantagens e desvantagens ou se, pelo contrário, a decisão se baseou apenas no instinto ou na intuição de devedor ou se, pior ainda, traduziu a opção que lhe exigia menor esforço.*”¹⁴⁰, cabendo, independentemente do caso, ao administrador o ónus de demonstrar que a opção escolhida foi adequadamente fundamentada e de acordo com os melhores interesses societários.

Exige-se, assim, que o administrador, no exercício da sua função, não atue tendo por base a sua intuição, devendo, antes, ponderar a sua decisão e fundamentá-la, sem esquecer que, não obstante a sua obrigação ser uma obrigação de meios, a mesma só releva quando o resultado é adequadamente procurado.

4.3. Os direitos sociais dos acionistas

Decorre do art. 21º do Código das Sociedades Comerciais que “*todo o sócio tem direito: (a) a quinhoeiro nos lucros; (b) a participar nas deliberações de sócios, sem prejuízo das restrições previstas na lei; (c) a obter informações sobre a vida da sociedade, nos termos da lei e do contrato; (d) a ser designado para os órgãos de administração e de fiscalização da sociedade, nos termos da lei e do contrato*”.

¹³⁹ GOMES, José Ferreira, «A Discricionariedade Empresarial, A Business Judgment Rule e a Celebração de Contrato de Swap», *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários – Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira*, Vol. II, Lisboa, 2015, Pp. 84

¹⁴⁰ Idem, Ibidem, Pp. 90

Uma vez que o nosso estudo assenta na possibilidade ou faculdade de manipulação de voto pela dissociação do interesse económico, iremos cingir-nos à análise do direito de participação nas deliberações.

Conforme refere Pedro Maia [*et al.*]¹⁴¹, em princípio, todo o sócio, tem direito a participar nas deliberações e que as restrições apenas resultam da lei. Sucede que, tal como estes autores o referem, “*a lei não é clara quanto ao de deve entender-se por participação nas deliberações (...) essa participação pode ser entendida em sentido restrito, isto é, sem incluir o direito de votar*”¹⁴², ou em sentido amplo, abrangendo esse direito”.

É certo que, no que se reporta às sociedades anónimas, tal como refere o art. 379º Código das Sociedades Comerciais, todos os acionistas com direito a, pelo menos, um voto, tem direito a estar presente em Assembleia Geral e aí exercer o seu direito. Por outro lado, todos aqueles acionistas sem direito de voto podem, igualmente, assistir às aludidas Assembleias e participar da discussão dos assuntos da ordem do dia, salvo se o contrato de sociedade o vedar.

Na verdade, este direito de participação expressa-se na sua plenitude, ainda que não restrito a esse, no direito de voto que, tal como doutrina Ferrer Correia, se trata-da “*manifestação mais proeminente do direito de intervenção do associado na administração da sociedade, o primeiro entre todos os direitos extra-patrimoniais*”¹⁴³.

Apesar de o direito de voto não se encontrar elencado de forma clara nos direitos dos acionistas, o mesmo decorre da lei. Atente-se, pois, no art. 55º do Código dos Valores Mobiliários, que, no seu ponto 3 refere que “*são direitos inerentes aos valores mobiliários, além de outros que resultem do regime jurídico de cada tipo: (a) os dividendos, os juros e outros rendimentos; (b) os direitos de voto; (c) os direitos de subscrição ou aquisição de valor mobiliários do mesmo ou de diferente tipo*”.

Efetivamente, o direito de voto emerge do direito de participação dos acionistas. Direito esse que, por um lado, consagra a possibilidade de discutir e estar presente em Assembleia Geral e, por outro, de votar.

¹⁴¹ MAIA, Pedro [*et al.*], *Estudo de Direito das Sociedades*, coord. J. M. Coutinho de Abreu, Coimbra: Almedina, 2013, Pp. 152

¹⁴² Exemplo disso, são as ações preferenciais sem voto.

¹⁴³ FERRER CORREIA, António de Arruda, «A representação dos menores sujeitos ao pátrio poder na assembleia geral das sociedades comerciais», *Estudos de direito civil, comercial e criminal*, Almedina, Coimbra, 1985, Pp. 105

4.4. As Deliberações Abusivas

Refere o art. 58º, n.º 1, al. b) do Código das Sociedades Comerciais que *“são anuláveis as deliberações que (b) sejam apropriadas para satisfazer o propósito de um dos sócios de conseguir, através do exercício do direito de voto, vantagens especiais para si ou para terceiros, em prejuízo da sociedade ou de outros sócios ou simplesmente de prejudicar aquela ou estes, a menos que se prove que as deliberações teriam sido tomadas mesmo sem os votos abusivos”*.

Descende da própria ideia de *corporate governance*¹⁴⁴ que, aquele que vota, tem, em princípio, interesse contratual e económico positivo, procurando o seu crescimento e incremento de valor a longo prazo.

Segundo o modelo de votação *“one share, one vote”*, os acionistas modelam o seu comportamento e tomada de decisões, cientes que os mesmos condicionaram e afetaram o rumo da sociedade e os ensejos patrimoniais da mesma.

Na verdade, o art. 384º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais estatui que *“na falta de diferente clausula contratual, a cada ação corresponde um voto”*. Assim, o acionista, por ser titular da participação social na medida do seu investimento, terá um claro incentivo em votar em sentido coincidente com o interesse da sociedade, fazendo-a prosperar e garantindo a possibilidade de vir a quinhoar dos lucros.

No entanto, e no que se reporta às sociedades cujo capital é detido por acionistas, não obstante a formulação do art. 384º do Código das Sociedades Comerciais, este sofre, tal como refere Ana Perestrelo de Oliveira, *“diversas erosões”*¹⁴⁵, desde logo, quer pela existência de ações preferenciais sem voto, quer pela imposição de tetos de voto e blindagem estatutária, quando se verifica um conflito de interesses que impede o exercício do direito de voto ou ainda,

¹⁴⁴ Corporate Governance ou Governo das Sociedades corresponde ao sistema segundo o qual as empresas e sociedades são dirigidas e controladas, assim como o conjunto de relações entre os órgãos de gestão, o conselho de administração, acionistas e demais interessados. A este propósito, veja-se “Livro Verde, O quadro da UE do governo das sociedades” [Accessed 25 May 2017]. Available from: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf.

¹⁴⁵ OLIVEIRA, Ana Perestrelo De, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2017, Pp. 111

verificando-se contitularidade, usufruto, penhor, ações próprias, *golden shares*, entre outros¹⁴⁶.

É certo que, sendo o direito de voto o reflexo da participação social e a participação social a manifestação do interesse dos acionistas, em princípio, os interesses dos acionistas são comuns, a fim de partilhar os lucros, na medida da sua participação.

Ora, tal como acima mencionado, a própria lei estabelece limites ao voto, tendo em consideração os princípios da boa fé e a proibição de abuso como forma de evitar benefícios em detrimento da sociedade, sancionando tais comportamentos com a anulabilidade.

Contudo, o art. 58º, al. b) do Código das Sociedades Comerciais apenas abarca em si os “*casos reconduzíveis a deliberações emulativas e das hipóteses de exercício danoso do voto com propósitos extrassocietários*”¹⁴⁷. Para todos os demais casos, aqueles que consubstanciam um verdadeiro abuso de direito, a lei culmina com a nulidade. Veja-se, neste sentido o art. 56º, n.º 1, al. d) Código das Sociedades Comerciais, segundo a qual, “*são nulas as deliberações dos sócios (...) cujo conteúdo, directamente ou por actos de outros órgãos que determine ou permita, seja ofensivo dos bons costumes ou de preceitos legais que não possam ser derogados, nem sequer por vontade unânime dos sócios*”.

Assim, uma vez detetada uma deliberação abusiva, para qual a lei prevê a anulabilidade, ou uma deliberação nula, podem, estas, serem sindicadas em sede própria, por consubstanciarem, deliberações ilegais.

Ademais, também o art. 380º do C.P.C., no que se reporta à suspensão de deliberações sociais, refere que “*se alguma associação ou sociedade, seja qual for a sua espécie, tomar deliberações contrárias à lei, aos estatutos ou ao contrato, qualquer sócio pode requerer, no prazo de 10 dias, que a execução dessas deliberações seja suspensa, justificando a qualidade de sócio e mostrando que essa execução pode causar dano apreciável*”.

Importa ainda, quanto à eventualidade de deliberações abusivas, atentar no Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa, datado de 14 de Fevereiro de 2013, em que é Relator Teresa Albuquerque, onde se ensina que na situação prevista na alínea b) do art. 58º do Código das Sociedades Comerciais deve entender-se como

¹⁴⁶ Cfr. Arts. 341º, 384º, n.º 2 e 6 e 378º, n.º 5, todos do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁴⁷ *Idem, Ibidem*. Pp. 136.

voto abusivo “quando a deliberação seja objectivamente apta a satisfazer um propósito subjectivo que um ou mais sócios votantes tenham de obter vantagens especiais, para si ou terceiros”, bastando provar-se o dolo eventual¹⁴⁸.

Contrariamente ao que acontece no regime previsto pela lei civil, onde regime regra é o da nulidade¹⁴⁹ o Código das Sociedades Comerciais, determina como regime regra a anulabilidade.

Isto posto, uma vez que “a deliberação social abusiva exprime um acto disfuncional, porquanto não visa acautelar os direitos da sociedade, mas, ao invés, é estranha a essa finalidade, almejando satisfazer o interesse egoísta do sócio ou sócios, que assim através do voto, colhe(m) para si, ou para terceiros, vantagens que prejudicam a sociedade”¹⁵⁰, vem, o CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS. sancionar com “anulabilidade a deliberação social em que o direito de voto é exercido com fins alheios ao interesse social”¹⁵¹.

Neste âmbito, doutamente entende Menezes Cordeiro que, no que respeita à previsão da al. b) do n.º 1 do art. 58º do Código das Sociedades Comerciais, não estamos na presença de um verdadeiro abuso de direito *strictu sensu*, exceto se tais deliberações se mostrarem emulativas. Para este autor, para que uma ou mais deliberações se subsuma nesse instituto, terão, necessariamente, de ser contrárias à boa-fé e devem integrar uma das seguintes situações: o *venire contra factum proprium*, a *suppressio*, a *surrectio*, o *tu quoque* ou o exercício em desequilíbrio, reconduzindo-se nesse caso à alínea d) do n.º 1 do artigo 56.º do Código das Sociedades Comerciais.

¹⁴⁸ Neste sentido, Cfr. Ac. TRL, proferido no processo 8056/12.7T2SNT.L1-2, datado de 14 de Fevereiro de 2013 e em que é relator Teresa Albuquerque [Accessed 25 May 2017]. Available from: <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/33182fc732316039802565fa00497eec/49aef51acc92201780257b24004ec7a7?OpenDocument> - onde se lê “na situação a que se refere a al b) do nº 1 do art 58º CSC deve entender-se que o voto é abusivo quando a deliberação seja objectivamente apta a satisfazer um propósito subjectivo que um ou mais sócios votantes tenham de obter vantagens especiais, para si ou terceiros, em detrimento da sociedade ou de outros sócios, ou de causar danos à sociedade ou a outros sócios, pelo que é necessário demonstrar o intuito subjectivo actual do sócio ou dos sócios que votam, e também que a deliberação tem efectivamente aptidão para satisfazer esse intuito”, adiantando ainda que, “o dolo aqui em causa não tem de ser directo nem necessário - basta que seja eventual, bastando provar, que um ou mais sócios, ao votarem, previram como possível a vantagem especial para si ou para outrem, ou o prejuízo da sociedade ou de outros sócios, e não confiaram que tal efeito eventual se não verificaria”.

¹⁴⁹ Cfr. – art. 280º do Código Civil.

¹⁵⁰ Cfr. Ac. STJ, proferido no processo 477/03.2TBVNO.C3.S1, datado de 19 de Maio de 2015 e em que é relator Fonseca Ramos [Accessed 25 May 2017]. Available from: <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/89a47d583313f03a80257e4a0055ff4f?OpenDocument>

¹⁵¹ *Idem, Ibidem.*

Já Pinto Furtado considera que o abuso de direito *tout cour*, tal como apresentado no art. 334º do Código Civil é indissociável da norma a que se refere a al. b) do n.º 1 do art. 58º do Código das Sociedades Comerciais, tendo por fundamento um manifesto excesso de conduto do autor¹⁵².

Por outro lado, Oliveira Ascensão dissocia o abuso de direito previsto no Código Civil da norma em análise dada a diferença que existe entre os dois regimes, nomeadamente, na previsão da sanção desigualitário e no cariz unicamente objetivo do art. 334º do Código Civil¹⁵³.

4.4.1. A importância dos *proxy advisors*

Os *proxy advisors* constituem um fenómeno relativamente recente que, pela sua atuação, tendem, ainda que muitas vezes de forma indireta, a manipular determinado sentido de voto. Estes atuam, em boa verdade, como consultores em matéria de votação.

Estas “novos” agentes, cujo surgimento remonta à década de 80 nos Estados Unidos da América, aparecem nos dias de hoje no mercado europeu, ainda que com pouca expressão.

Tal como refere Ana Perestrelo de Oliveira¹⁵⁴ “*estes proxy advisors são agências profissionais cuja atividade consiste na recolha e análise de informação sobre assembleias gerais, com vista à emissão de recomendações de sentido de voto relativamente aos diversos pontos incluídos na ordem do dia, que fornecem (tipicamente a investidores institucionais) em troca de um contravalor.*” Para esta autora, da qual partilhamos entendimento, “*trata-se, assim, de agências que se substituem aos acionistas e que são susceptíveis de exercer uma influência significativa sobre o sentido das decisões societárias, com perigos próprios e novos conflitos de interesse*”¹⁵⁵.

¹⁵² PINTO FURTADO, Jorge, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, dissertação de doutoramento em Direito Privado, Almedina, Lisboa, 2005, Pp. 656.

¹⁵³ SANTIAGO, Pedro Simão da Silva, *O Abuso de Minoria em Sociedades Comerciais*, dissertação de Mestrado em Direito das Empresas e dos Negócios, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2013, Pp. 11 *apud*. ASCENSÃO, José de Oliveira, «*Invalidades das Deliberações dos Sócios*», *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura*, Volume II, 2003.

¹⁵⁴ OLIVEIRA, Ana Perestrelo De, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2017, Pp. 126

¹⁵⁵ *Idem, Ibidem.*

Se tivermos em consideração que as carteiras de investidores são, cada vez mais heterogêneas, com portfólios bastante diversificados e escassa informação institucional, facilmente compreendemos o recurso a este tipo de *players* que, na prática, prestam aconselhamento técnico sobre a melhor forma de exercício de voto, influenciando substancialmente o sentido das votações.

Caso tal não fosse suficientemente preocupante, estes agentes agem, muitas vezes, com poderes de representação, não suportando os riscos associados às decisões de investimento e prestando, em simultâneo, serviços de consultadoria, quer aos investidores, quer à própria sociedade investida. Nesses casos, somos do entendimento que tal consubstancia um grave e sério conflito de interesse¹⁵⁶.

Nesse sentido e perante tal inquietação que, em 2012, a ESMA¹⁵⁷ tornou público um documento intitulado por “*An overview of the proxy advisors industry. Considerations on possible policy options*” por forma a reunir informações e avaliar da necessidade de intervir na matéria em causa e que culminou no desenvolvimento de um código de conduta denominado por *Best Practice Principles for Providers of Shareholders Voting Research and Analysis*, em Março de 2014.

Do mesmo modo, a União Europeia mostrou-se receosa com esta realidade capaz de alterar e perturbar o sentido de voto e as decisões em assembleia geral, tendo, para o efeito apresentado uma proposta de Diretiva que, a ser aprovada, virá alterar a Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e referente aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo e a Diretiva 2013/34/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, no que concerne aos elementos da declaração sobre o governo das sociedades¹⁵⁸.

¹⁵⁶ Para um melhor entendimento, *cfr.* OLIVEIRA, Ana Perestrelo De, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2017, Pp. 127

¹⁵⁷ *European Securities and Markets Authority*

¹⁵⁸ *cfr.* OLIVEIRA, Ana Perestrelo De, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2017, Pp. 128-129

4.5. “*The New Vote Buying*” e a cindibilidade do direito de Voto

Seguindo as palavras de Henry Hu e Bernard Black, este fenómeno designado por “*new vote buying*” é um exemplo dos desafios que os derivados e as inovações financeiras propõem aos princípios do *corporate governance*¹⁵⁹.

Se, em 1983, Frank Easterbrook e Daniel Fischel afirmavam que não era possível separar os direitos de voto dos direitos de participação e que aquele que comprava o direito de voto, comprava, igualmente, participação social, nos dias de hoje, através daquilo a que se chama *a revolução dos derivados financeiros*, é possível separar o interesse económico do interesse social. Com o desenvolvimento destes derivados financeiros, combinado com o crescente mercado de empréstimo de ações, torna-se cada vez mais fácil e simples o desacoplamento (*decoupling*) da propriedade económica dos direitos de voto¹⁶⁰.

É certo que o art. 17º, n.º 3, al. c) do Código das Sociedades Comerciais proíbe que o sócio e acionista se obriguem a exercer o voto em determinado sentido em contrapartida de vantagens especiais. No entanto e aparentemente nada parece impedir, salvo sindicância *à posteriori*, que esse mesmo sócio ou acionista venha a exercer o seu direito de voto motivado por uma vantagem estranha à sociedade, em pleno risco de conflito de interesse, nem, tão-pouco, tal proibição impossibilita a negociação dos direitos de voto dado que existem diferenças substanciais entre vender o exercício do direito de voto e abster-se ou votar em determinado sentido com o propósito de obter vantagens especiais.

Entendemos que a proibição a que se refere o art. 17º, n.º 3 do Código das Sociedades Comerciais diz respeito apenas à obtenção de vantagens especiais por tal vinculação, sendo lícito, portanto, comprometerem-se a votar em determinado sentido, desde que essas vantagens não sejam adquiridas.

Assim, neste seguimento e reportando-nos à possibilidade de negociação dos direitos de voto, atente-se na definição proposta por Engrácia Antunes na qual se considera como direitos destacáveis, aqueles que podem ser separados de um

¹⁵⁹ HU, Henry T.C. [et al.], *Hedge Funds, Insiders, and Empty Voting: decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies*, in *Journal of Corporate Finance*, Texas, 2006, Pp. 2

¹⁶⁰ HU, Henry T.C. [et al.], *Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, [online]. 1. [Accessed 25 May 2017]. Available from: <http://ccl.yale.edu/sites/default/files/files/PM-6-Bus-Law-Hu-Black.pdf>

determinado conteúdo. Para Costa Santos, Pedro Pais Vasconcelos, os direitos destacáveis são “*valores mobiliários representativos de posições jurídicas inerentes a outros valores, susceptíveis de destaque e dotadas de homogeneidade e negociabilidade*”¹⁶¹.

Nos termos do art. 1º, al. f) do Código dos Valores Mobiliários, são considerados valores mobiliários, os direitos destacados das ações, obrigações, títulos de participação e unidades de participação em instituições de investimento coletivo, desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no ato de emissão.

Por seu turno, o art. 55º, n.º 3, al. b) do mesmo diploma, considera que são direitos inerentes aos valores mobiliários, além de outros que resultem do regime jurídico de cada tipo, os direitos de voto, não obstante o Código das Sociedades Comerciais, na al. d) do n.º 6 do art. 276º vir referir a indivisibilidade da ação¹⁶².

Cremos, pois, que a indivisibilidade a que se refere a norma do Código das Sociedades Comerciais se reporta à divisão de, por exemplo, uma ação em duas, reduzindo-se, proporcionalmente, o valor total pelo número de divisões.

Pelo que, daqui se conclui, por interpretação do preceito do Código dos Valores Mobiliários, a permissividade de transação do direito de voto, permitindo que o alienante consiga separar o seu interesse patrimonial do seu interesse social – separação entre o interesse económico (risco) e interesse social, pelo recurso a instrumentos financeiro que permitem operações de alavancagem e especulação.

No entanto, Menezes Cordeiro, considera que o princípio da indivisibilidade das ações constante do Código das Sociedades Comerciais., comporta uma vertente quantitativa e outra qualitativa, sendo que “*havendo uma incindibilidade quantitativa, não é viável uma separação das várias faculdades inerentes à detenção de uma ação (...) nem pelos estatutos, nem por deliberação social ou por acordo entre os interessados é possível proceder À divisão, quantitativa ou qualitativa do seu conteúdo*”¹⁶³.

Sem embargo de tal, somos do parecer que, atento à *litterae legis*, nomeadamente, o art. 1º, al. f) do Código dos Valores Mobiliários e art. 276º do

¹⁶¹ ENGRACIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2ª Ed., Coimbra, 2014, Pp. 104

¹⁶² Sobre os direitos destacáveis, vd. VASCONCELOS, Pedro Pais de, «Direitos destacáveis: o problema da unidade e pluralidade do direito social como direito subjectivo», in *Direitos dos valores mobiliários*, I, Coimbra, 1999, Pp. 167-176.

¹⁶³ MENEZES CORDEIRO, António, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, Coimbra, 2009, Pp. 730.

Código das Sociedades Comerciais, deve ser interpretado, tão-só, como uma proibição de *stock-spilt*, i.e., divisão nominal de ações.

Nestes casos de tráfico de voto, incluem-se situações de esvaziamento de voto (*empty voting*), pelo qual, alguém se encontra numa posição em que detém mais poder de voto do que ações ou, em situação de propriedade oculta – *hidden ownership*, i.e., quando alguém tem a titularidade económica de um certo número de ações, mas essa titularidade não é almejada pelas regras de divulgação¹⁶⁴.

4.6. O Fenómeno do *Empty Voting*

Podemos entender o “*empty voting*”, voto vazio ou esvaziamento de voto como aquelas “*situações em que alguém detém mais direitos de voto do que interesse económicos na sociedade em causa, sendo que o voto está vazio do interesse económico subjacente, podendo ser inclusive negativo*”¹⁶⁵.

Também, Ana Perestrelo de Oliveira¹⁶⁶ se reporta a este fenómeno afirmando que se fala “*em votos vazios ou esvaziamento de voto para referir tais hipóteses em que o titular do voto não tem interesse económico na sociedade apesar de ser formalmente titular da participação e do voto*” afirmando ainda que “*o verdadeiro interessado na sociedade, i.e., o sujeito com interesse económico, tem a chamada titularidade oculta (hidden ownership)*”.

Paralelamente, embora não seja objeto do nosso estudo, refira-se que, casos existem em que se verifica uma titularidade oculta de créditos (*empty crediting*). Ou seja, situações em que os detentores dos direitos emergentes dos credores em geral, continuam a pertencer a este, sem que o mesmo corra qualquer risco de incumprimento.

Ora, com o esvaziamento de voto, é possível manipular um sentido de voto, sem deter a propriedade económica e, consequentemente, o risco inerente a esta, na proporção da influência desse mesmo direito de voto, levando a que, muitas

¹⁶⁴ GRÁCIO, Leila, «O Esvaziamento de Voto – A eventual recondução à figura das deliberações abusiva», Tese de Mestrado Forense, Universidade Católica Portuguesa – Escola de Lisboa, 2012, p. 13

¹⁶⁵ PEDROSO, Catarina Tinoco de Faria Sampaio, *Da Regulamentação do Empty Voting* – Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2012, Pp. 25.

¹⁶⁶ OLIVEIRA, Ana Perestrelo De, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2017, Pp. 148

vezes, venha a sociedade objeto da deliberação, ficar prejudicada em favor dos interesses pessoais do acionista que promoveu a separação dos direitos.

Neste seguimento, no relatório elaborado pela ESMA¹⁶⁷, que recaía sobre o esvaziamento do direito de voto, esta entidade concluiu que esse esvaziamento pode advir de inúmeros meios e instrumentos, onde cabem procedimentos com recurso a derivados financeiros, como também pelo mero empréstimo de ações. Em resultado de tal, torna-se extremamente complexo a sua regulamentação. Até porque, nem sempre o *empty voting* está associado a consequências desastrosas e negativas que resultam na falta de transparência.

Exemplo típico deste tipo de operações aconteceu no caso *Perry-Mylan*, que posteriormente nos propomos analisar, mas sem antes examinar alguns dos mecanismos que podem potenciar o esvaziamento de voto, o que passaremos a fazer de seguida.

4.6.1. Transação da titularidade das ações realizada entre a Assembleia Geral e o Registo

Para que um acionista possa participar votando em uma Assembleia Geral, este deve provar perante os órgãos competentes a titularidade de um determinado número de ações que corresponderá, por regra, ao *peso* da sua votação aquando da deliberação.

Sucedem que, muitas das vezes, esse ónus é demonstrado em momento anterior à realização da Assembleia Geral, em data estabelecida na lei ou nos próprios estatutos societários. O que permite que, após demonstração titularidade das mesmas, o acionista possa alienar ou emprestar durante um período de tempo o seu lote de ações, sem que perca o direito de voto, dissociando, assim, o seu interesse económico do direito de voto¹⁶⁸.

¹⁶⁷ ESMA/2012/415, de 29 de Junho de 2012 – *Feedback Statement – Call for Evidence On Empty Voting*

¹⁶⁸ Para um maior desenvolvimento, *vd.* Caso Laxey-British Land.

4.6.2. Empréstimo de Ações

O empréstimo de ações constitui mais uma das formas possíveis de esvaziamento de voto, sendo frequentemente utilizado pelos *hedge funds*^{169 170} que, com este mecanismo conseguem adquirir, temporariamente, um maior poder de voto. Tal como refere Ana Perestrelo de Oliveira, “*antes da assembleia geral e da verificação dos acionistas com direito de voto (data de registo ou record date), celebra-se o contrato de empréstimo das ações, que permitem o exercício do voto, revendendo-se as mesmas de seguida. Trata-se da designada estratégia de record date capture*”, com recurso a venda a descoberto (*short selling*)¹⁷¹.

Nos termos do art. 23º-C do Código dos Valores Mobiliários, nas sociedades cujo capital se encontra distribuído em ações admitidas a negociação em mercado regulamentado, têm, e princípio, direito de voto, todos aqueles que, na data de registo correspondente às 0 horas do 5º dia de negociação anterior ao da realização da Assembleia Geral, for titular de ações que lhe confirmam, pelo menos um voto. De acordo com o n.º 2 do mesmo artigo, o exercício desse direito não é limitado pela transmissão das ações em momento posterior à data tida por referência, nem depende de qualquer bloqueio entre a aquela data e a data da realização da Assembleia Geral, permitindo-se, assim, a aquisição de “votos” em especial para uma determinada Assembleia.

É certo que tal operação comporta alguns riscos. Contudo, no caso de se tratar de uma aquisição por parte de *hedge funds*, estes vêem a possibilidade de um aumento do seu poder de voto como forma de responder a uma administração pouco atenta às necessidades dos mercados e que imprime um comportamento demasiado conservador.

¹⁶⁹ Nas palavras de Engrácia Antunes, correspondem a “estruturas organizativas de investimento colectivo legalmente atípicas, que recorrem a um conjunto muito diversificado de estratégias de investimento com um objectivo de retorno absoluto, num quadro de grande liberdade regulatória” - ENGRÁCIA ANTUNES, José, «Os Hedge Funds e o Governo das Sociedades», *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IX, 2010, Pp. 14

¹⁷⁰ De acordo com BESSA, Tiago, «Crise, Regulação e Supervisão de hedge funds», *Revista de Direitos das Sociedades*, Ano II, número 3-4, Almedina, Coimbra, 2010, Pp 860 – correspondem a “estruturas organizativas de investimento privadas, que podem utilizar um conjunto alargado de técnicas e estratégias de investimento, na perspectiva de obterem um retorno absoluto, não relacionado com a conjuntura económica ou com a evolução dos mercados financeiros, num espaço de ampla liberdade regulatória”

¹⁷¹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo De, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2017, Pp. 148

Nestes casos ainda, torna-se possível que aquele que promove o empréstimo possa votar como se do real titular se tratasse, não obstante as mesmas terem sido alienadas pela entidade que recebeu o empréstimo.

Findo o prazo do empréstimo, aquele que recebeu de empréstimo, procede à devolução do mesmo número de ações. Caso as mesmas tenham reduzido a sua cotação, procede à compra no mercado de ações, lucrando a diferença entre o preço recebido pela revenda, o preço atual e o encargo pelo empréstimo. Caso o valor das ações tenha incrementado, o risco de lucro negativo, podendo inclusive entrar em situações de perda. Na verdade, a entidade que recebe de empréstimo e vende a descoberto, age como um especulador.

No entanto, não obstante os riscos envolvidos, a hipótese é plausível, na medida em que, a título exemplificativo, os *hedge funds* “*vêm o aumento do seu poder de voto como forma de responde a uma administração incompetente e que procura auto-preservar*”¹⁷².

Conforme o Relatório emitido pela ESMA, este tipo de mecanismo de “empréstimo de ações” origina o esvaziamento do direito de voto e é geralmente entendido como um meio ou instrumento utilizado para práticas abusivas, que devem ser prevenidas, quer pela restrição temporária do exercício do direito de voto, quer tornando pública a titularidade temporária.

No mesmo sentido se pronunciou o Fórum Europeu de Direito Societário que, apesar de não formular eventuais soluções por forma a evitar este tipo de comportamento, vem afirmar que o esvaziamento do direito de voto corresponde à situação em que o acionista exerce o seu direito de voto sem que lhe corresponda interesse económico na sociedade em que vota¹⁷³. Adiantando ainda que, quando as ações são emprestadas, o seu titular temporário tem, formalmente, poder de voto, mas as ações terão de ser devolvidas à outra parte, pelo que aquele não suporta o risco económico. Neste sentido, este Fórum recomenda a introdução de uma presunção mediante a qual todo o acionista que venha a participar em Assembleia Geral tenha um interesse económico em tudo igual ao das ações em

¹⁷² *Idem, Ibidem. Pp. 149.*

¹⁷³ Que corresponde à tradução do texto original: “*Empty voting*” refers to voting by a shareholder without corresponding financial interest in the company in which he votes – cfr. *Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions*, de 20 de Fevereiro de 2010 [online]. [Accessed: 6 February 2017] Available from: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_empty_voting_en.pdf

que vota¹⁷⁴ e, igualmente, dever-se-á adoptar um princípio segundo o qual, todo o acionista que mantenha a titularidade das ações e o correspondente poder de voto, mas que tenha cedido, no todo o em parte os direitos patrimoniais que lhes correspondem, terá o dever de tornar pública essa cisão de direitos sempre que ultrapasse um determinado limite¹⁷⁵.

4.6.3. A utilização de *Equity Swaps* como potenciadores do esvaziamento de voto (*empty voting*)

A evolução e inovação financeira no que tange com os derivados e em especial com o *equity swaps*, tornaram cada vez mais simples e com menor custo a dissociação entre os direitos económicos e o poder de voto. No entanto, tal como exposto anteriormente, apesar deste tipo de contratos assumir maior expressividade neste âmbito, não se reduz à única e exclusiva forma de tornar os votos vazios.

O esvaziamento de voto ocorre, tal como explica Ana Perestrelo de Oliveira, sobretudo “*pela via de equity swaps (embora não só): nesse caso quem tem o interesse económico na empresa já não é o titular das ações mas sim a contraparte no contrato de equity swap, apesar de aquele continuar a exercer o direito de voto*”¹⁷⁶.

Tal como analisado anteriormente, em capítulo próprio, os contratos *equity swap*, permitem a proteção contra o risco de queda das cotações e a expansão do poder de voto dos acionistas em assembleia geral, facilitando a transferência, quando tal se mostre necessário, dos votos inibidos, mantendo o seu controlo sobre o modo de exercício, potenciando a dissociação entre o capital e o voto e, com isto, a obtenção de mais votos do que ações.

Neste tipo de contratos, uma das partes é titular da posição curta (*short leg*), ou seja, nos termos do contrato, aufere de um juro e entrega à contraparte o produto das ações. Nestes casos, apesar de ser titular formal das ações e do direito

¹⁷⁴ Traduções parciais do texto original: cfr. *Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions*, de 20 de Fevereiro de 2010 [online]. [Accessed: 6 February 2017] Available from: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_empty_voting_en.pdf.

¹⁷⁵ ARNOULD, Tiago, *O destaque do direito aos lucros: esvaziamento do direito de voto e titularidade oculta*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano V, números 1/2, Coimbra, Almedina, 2013, Pp. 378

¹⁷⁶ *Idem, Ibidem. Pp. 148.*

de voto, este não se encontra associado a um interesse económico tendo antes a titularidade formal, mas não o interesse material. Por sua vez, a parte que assume a posição longa (*long leg* ou *equity leg*) é o titular material dado que virá a receber o lucro que vier a ser apurado por partes das ações, mediante o pagamento de um juro, mas encontra-se destituído da titularidade formal e direito de voto¹⁷⁷.

Na verdade, o acionista promove uma “troca” (*swap*) dos direitos com interesse económico a um terceiro que lhe paga um determinado montante com referência a um outro ativo e montante de referência, numa determinada data (prazo de maturação), de acordo, na mesma divisa ou em divisa diferente, de acordo com condições pré-estabelecidas, mantendo, a parte que transfere o interesse subjacente à titularidade das ações, o seu direito de voto, não obstante passar a não ter um relevante interesse na prossecução saudável da sociedade.

Em resultado de tal, não obstante a validade inequívoca dos contratos *equity swaps*, a sua utilização nem sem se mostra a mais lícita. Por tal motivo, sendo uma preocupação da União Europeia, a mesma veio impor, na Diretiva 2013/50/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de Outubro de 2013, o dever de comunicar os instrumentos financeiros com liquidação exclusivamente financeira, calculados numa base *ajustada ao delta*¹⁷⁸, “multiplicando o número total de ações subjacentes pelo delta do instrumento, nos termos previstos no artigo 5.º do Regulamento Delegado (UE) n.º 2015/761, da Comissão, de 17 de dezembro de 2014, sendo apenas consideradas as posições longas, que não devem ser compensadas com posições curtas relativas ao mesmo emitente do ativo subjacente”¹⁷⁹.

Tratando-se de instrumentos financeiros onde haja liquidação física, atende-se ao montante nocional das ações subjacentes.

Note-se ainda que este tipo de contratos derivados são, não raras vezes, utilizados por forma a garantir aos *hedge funds* a possibilidade de controlo sobre

¹⁷⁷ Cfr. OLIVEIRA, Ana Perestrelo De, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2017, Pp. 149

¹⁷⁸ “O delta exprime a variação de valor do instrumento financeiro em face da variação de uma unidade monetária do preço do ativo subjacente, supondo que todos os outros fatores (preço de exercício, maturidade, taxa de juro sem risco, dividendos e volatilidade) se mantêm constantes. O delta revela a exata exposição que o titular do instrumento financeiro tem ao ativo subjacente: assim, o que resulta deste regime é que se passa a imputar direitos de voto ao titular dos instrumentos financeiros na medida (...) equivalente à sua exposição ao ativo subjacente.” - OLIVEIRA, Ana Perestrelo De, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2017, Pp. 150

¹⁷⁹ art. 20º, n.º 7, al) b do Código dos Valores Mobiliários.

os direitos de voto a estes conexos, provocando, muitas vezes, conflitos de interesse graves. Exemplo disso, citando Catarina Pedrosa, “*é a possibilidade de uma parte conseguir uma grande influência nas decisões de uma sociedade, por via dos direitos de voto adquiridos com a compra em acções, mas, ao mesmo tempo, ter uma posição short sobre esse mesmo activo através de um derivado ou equivalente, de modo a que a sua posição, em termos líquidos, seja negativa*”¹⁸⁰.

Assim, pelo exposto, conseguimos afirmar que o recurso a derivados pode conduzir, ainda que não obrigatoriamente, a um fenómeno de dissociação entre a titularidade formal dos direitos de voto e a titularidade do interesse económico e, com isso, a dissociação do risco, levando a casos de interesse económico negativo: o titular do direito transfere o risco inerente para terceiro (*empty voting*), que não tem formalmente qualquer poder na sociedade (*hidden ownership*).

4.7. Extensão da problemática

Este tipo de *swaps*, sendo um *swap* exótico, pode, a par dos *credit default swaps*, constituir um perigo (ainda que potencial) da utilização menos escrupulosa dos derivados financeiros no âmbito do *corporate governance*, nomeadamente com recurso à questão do *empty voting*, pela qual é permitido aos sujeitos contratantes deste tipo de *swaps*, dissociar o direito de voto do interesse económico na sociedade comercial, e que tem por base a separação entre a titularidade do capital e titularidade do interesse económico.

Tal como refere Hugo Luz dos Santos¹⁸¹, “*com a divulgação de equity swaps e outros derivados negociados ao balcão e o crescimento do mercado de empréstimos de ações que tornaram mais fácil e barato separar propriedade económica e poder de voto – veio, nos termos expostos, permitir que outsiders (sujeitos sem interesse económico na sociedade comercial) exerçam o voto e que insiders obtenham mais votos do que a propriedade económica adquirindo uma influencia desproporcionada na sociedade comercial*”.

Note-se que os ativos de referência neste tipo de *swaps* são ações ou índices de ações que permitem a troca de fluxos monetários e onde a referência de uma

¹⁸⁰ PEDROSO, Catarina Tinoco de Faria Sampaio, *Da Regulamentação do Empty Voting* – Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2012, Pp. 30.

¹⁸¹ SANTOS, Hugo Luz dos, *O contrato de swap de taxas de juro e os instrumentos derivados financeiros*, Revista de Direito das Sociedades, Ano VI, n.º 2, Coimbra, Almedina, 2014, Pp.419

das partes corresponde ao rendimento dessa ação, carteira de ações ou índices de ações subjacente e outra parte tem o rendimento de uma aplicação com taxa fixa ou variável de uma outra ação, carteira de ações ou índice de ações¹⁸², constituindo, assim, uma verdadeira alternativa à venda de posições assumidas¹⁸³.

Deste modo, por forma a analisar a possibilidade de dissociação do interesse económico do interesse societário, passamos a estudar os seguintes casos:

4.7.1. O Caso Perry-Mylan

Em 2004, a *Perry Corporation*, um *hedge fund*, detinha sete milhões de ações na *Kings Pharmaceuticals*. Por essa altura, a *Mylan Laboratories* anunciou que pretendia adquirir a sua concorrente *King Pharmaceuticals*, através de um processo de fusão, estando disposta a pagar um preço consideravelmente superior ao valor de mercado e mediante a troca de ações por ações (*stock-for-stock*), com um prémio de negociação muito significativo para a *King Pharmaceuticals*. Nesta situação a *Perry Corporation* obteriam um lucro de aproximadamente 28 milhões de dólares.

Com a publicação e tomada de conhecimento da operação, as ações da *Mylan Laboratories* reduziram o seu valor de forma abrupta e era necessário a aprovação da operação em Assembleia Geral, tornando-se muito pouco provável que tal viesse a acontecer. Este cenário em nada favorecia a posição da *Perry Corporation*, acionista da *Kings Pharmaceuticals*, com interesse económico na realização do negócio.

Assim, de modo a garantir a aprovação da operação, a *Perry Corporation* adquiriu 9,9% da *Mylan Laboratories*, tornando-se no seu maior acionista e assegurando o inerente direito de voto. Simultaneamente, e de modo a garantir o seu interesse económico, uma vez que, muito provavelmente, com a pretendida aprovação, as ações desceriam, a *Perry Corporation* seguiu o risco associado à aquisição das novas ações, celebrando um *equity swap*, reduzindo, assim, a sua exposição económica pelo recurso a técnicas de *hedging*, passando a assumir uma

¹⁸² TEIXEIRA, Maria Emília, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Porto, 2015, Pp. 227-228

¹⁸³ FERREIRA, Domingos, *Swaps e outros derivados*, Lisboa, Rei dos Livros, 2011, Pp. 239 e 240.

posição curta e recebendo um retorno económico equivalente ao das ações da *Mylan*.

Com esta operação, foi possível transferir os resultados negativos da sua posição de acionista, sem, no entanto, perder a titularidade das ações e o direito de voto, ficando titular da posição curta ou *interest*, i.e. tem mais votos na *Mylan Laboratories* do que o interesse económico, enquanto que a contraparte fica titular da posição longa, *long leg* ou *equity leg*, ou seja, embora não tenha direito de voto, tem interesse económico.

In casu, a *Perry Corporation*, apesar de ser titular de direitos de voto na *Mylan Laboratories*, tem nesta empresa um interesse económico negativo: lucrará tanto mais quanto maior for o valor pago para comprar a empresa concorrente.

Contudo, Carl Icahn, acionista da *Mylan Laboratories*, opôs-se à fusão processando a *Mylan Laboratories* e a *Perry Corporation* com fundamento nas leis federais, nomeadamente na secção 13(d) do *Securities Exchange Act*¹⁸⁴, com fundamento na compra de 19% dos votos na *Mylan Laboratories* pela *Perry Corporation* e outro fundo, sem qualquer exposição económica.

Este processo de fusão foi abandonado quando a *Mylan* desistiu da fusão devido a problemas financeiros da *Kings Pharmaceuticals*.

Ora, tal como refere Hugo Luz Santos citando Calvão da Silva, “*o empty voting é um produto da utilização (...) dos derivados financeiros, mormente os equity swaps, que permitem transferir o risco para terceiros, utilizando-se, de permeio, uma estratégia puramente especulativa, permitindo aplicações destinadas a explorar as ineficiências dos mercados ou discrepâncias de preços dos ativos subjacentes (arbitragem), comprando e vendo simultaneamente o mesmo ativo a diferentes preços para obter um ganho*”¹⁸⁵.

¹⁸⁴ Disponível em : <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>, acedido em 30 de Dezembro de 2016.

¹⁸⁵ SANTOS, Hugo Luz dos, *O contrato de swap de taxas de juro e os instrumentos derivados financeiros*, Revista de Direito das Sociedades, Ano VI, n.º 2, Coimbra, Almedina, 2014, Pp.422 *apud* CALVÃO DA SILVA, João, «Swap de taxa de Juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da exceção de jogo ou aposta», *Revista de Legislação e Jurisprudência*, ano 142, n.º 3979, Coimbra, Coimbra Editora, 2013, p. 264.

4.7.2. O caso AXA-MONY

Igualmente em 2004, a seguradora francesa AXA¹⁸⁶ celebrou um acordo para a aquisição da MONY (seguradora). Para conseguir obter o capital necessário a esta operação, a AXA emitiu obrigações convertíveis em ações da AXA com um desconto relativo ao preço das suas ações, mas apenas se a esta adquirisse a MONY.

De modo a evitar esta operação, titulares das ações da AXA e vendedores a descoberto das obrigações da AXA adquiriram ações da MONY para votar contra a operação, enquanto os titulares das obrigações convertíveis adquiriram as ações para votar a favor.

Mais uma vez estamos na presença de um caso de esvaziamento de voto, pois ambos os agentes económicos tinham direito de voto mas nenhum deles tinha o interesse económico nas ações ou na MONY, nem, tão pouco, na concretização ou não, da operação.

4.7.3. O Esvaziamento de Voto em Portugal – O Caso “PT – TELEFÓNICA”

Embora em Portugal o problema do esvaziamento de voto não tenha, até aos dias de hoje, tido grande expressão, certo é que alguns casos tornaram-se públicos e alertaram para a sua existência e eventuais consequências supervenientes. Exemplo disso foram os casos da *Portugal Telecom vs. Sonaecom*, *Banco Comercial Português vs. Banco Português de Investimento* e por fim, o qual analisaremos, ainda que de forma sumária, o caso *Portugal Telecom vs. Telefónica*, sendo certo que, o regime jurídico português exige às sociedades emitentes de valores mobiliários (ações) e os acionistas, alguns deveres de informação no sentido de garantir uma maior transparência no que concerne ao exercício do direito de voto em Assembleia Geral.

Corria o Verão de 2010 quando a operadora de telecomunicações espanhola *TELEFÓNICA* alienou cerca de 8% da posição que detinha na portuguesa *PT - PORTUGAL TELECOM* através de sucessivos contratos *equity swap*, em três dias diferentes, conforme informação enviada à Comissão do Mercado de Valores

¹⁸⁶ Cfr. GRÁCIO, Leila, *O Esvaziamento de Voto – A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*, Lisboa, 2012, p. 23

Mobiliários e, em momento anterior, à Assembleia Geral da operadora portuguesa, que viria a deliberar sobre a compra da operadora brasileira *VIVO*, pelo valor de 6,5 mil milhões de euros, pela *TELEFÓNICA*, na qual a operadora portuguesa e espanhola detinham, em partes iguais, a maior operadora móvel brasileira.

Mediante estes contratos, *TELEFÓNICA* veio esclarecer que havia procedido à venda de 15.689 mil ações através de um contrato *equity swap*, com liquidação financeira, no dia 17 de Junho, tendo ainda alienado, no dia seguinte, mais 17.839.589 ações, nos mesmos termos e, finalmente, quatro dias após a primeira venda, voltou a alienar 38 milhões de títulos, através do mesmo instrumento, o que totalizou o correspondente a aproximadamente 8% do total da sua participação na operadora nacional (71.528.539 ações) e correspondente a 55.855.278 ações, reduzindo, assim, a sua exposição para 2,02% do capital social¹⁸⁷.

Tais alegadas vendas tiveram como contrapartes adquirentes, diferentes instituições financeiras, das quais se destacaram o banco *UBS AG* (26 milhões de ações) e a *TPG – AXON CAPITAL MANAGMENT* (38 milhões de ações, ainda que estas tenham afirmado que não tinham comprado tais ações diretamente à *TELEFÓNICA*, não obstante tal aquisição ter sido operada no mesmo dia e em igual volume).

Ora, no seguimento desta trama, os espanhóis da *TELEFÓNICA* vieram afirmar que desconheciam quem havia comprado os 8% da participação social alienada e que não tinham qualquer opção de recompra das ações da *PORTUGAL TELECOM* e, na eventualidade de virem a ter de a cumprir com a opção de compra da posição que a “PT” detinha na *VIVO*, a *TELEFÓNICA* teria que recomprar essas ações no mercado.

Isto posto, o Presidente Executivo da operadora portuguesa, Zeinal Bava, levantou diversas questões sobre tais negócios, afirmando que os mesmos nada mais eram que um *esquema* e que estava claramente em situação de *fora de jogo* apelando à intervenção das autoridades.

¹⁸⁷ Acções da PT vendidas pela Telefónica continuam a ser imputadas à operadora, 2010. *JN* [online] [Accessed 25 November 2016] Available from: <http://www.jn.pt/economia/interior/accoes-da-pt-vendidas-pela-telefonica-continuam-a-ser-imputadas-a-operadora-1605322.html>

Neste seguimento, a autoridade de supervisão do mercado mobiliário, após questionar a alienante “TELEFÓNICA”, acabou por concluir que os contratos de venda da operadora espanhola eram, na verdade, simulações.

A CMVM, mediante Comunicado ao Mercado, datado de 28 de Junho de 2010, veio comunicar à *TELEFÓNICA* e às partes envolvidas para efeitos de audiência prévia, nos termos do art. 100º do Código do Procedimento Administrativo que:

“Os direitos de voto inerentes às 71.528.539 acções representativas do capital social da Portugal Telecom detidos para hedging dos contratos equity swap e registados para votar na Assembleia Geral da PT devem continuar a imputar-se à Telefónica AS, nos termos das alíneas a) e c) do número 1 do artigo 2º do Código dos Valores Mobiliários”¹⁸⁸.

Tal resultou, conforme informação constante do mesmo comunicado, da análise dos contratos em causa, que:

- 1- Tais contratos encontravam-se diretamente relacionados com a aquisição de posições acionistas resultantes da redução da participação qualificada da *TELEFÓNICA*;
- 2- A *TELEFÓNICA* mantinha intacta a exposição aos riscos e benefícios das ações que alienou;
- 3- Os adquirentes não assumiram através das ações alienadas interesse económico direto na sociedade;
- 4- E, por fim, que os contratos continham mecanismos que permitiam à *TELEFÓNICA* recuperar as ações alienadas¹⁸⁹.

De fato, a operação realizada, não se consubstanciou numa verdadeira venda, mas tão-só, num *parqueamento de ações*, i.e., um mecanismo de empréstimo temporário de um (ou mais) lote(s) de ações, usado, normalmente

¹⁸⁸ CMVM - COMUNICADO AO MERCADO (SOBRE PARTICIPAÇÕES QUALIFICADAS NA PT), 2010. *Cvm.pt* [online], [Accessed 25 November 2016]. Available from: <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20100628a.aspx>

¹⁸⁹ *idem, ibidem.*

para apostar na queda da cotação ou assegurar participações no capital de empresas, pela dissociação de direitos inerentes à qualidade de acionista¹⁹⁰.

Neste tipo de operações, aqueles que recebem os títulos negociais, recebem, igualmente, os direitos económicos e jurídicos. No entanto, uma vez que se trata de contratos onde prevalece a autonomia privada, podem ser acordadas pelas partes envolvidas condições diferentes¹⁹¹.

Ora, como explica André Veríssimo¹⁹², neste tipo de contratos, podemos verificar uma de duas situações. Por um lado e tratando-se de um *empréstimo de ações*, quem pretende apostar na queda começa por pedir as ações emprestadas, por exemplo, a um banco que as detenha em carteira. Para isso, faz um contrato *de equity swap*. O banco recebe um juro durante o período de empréstimo das ações, que tem por referência uma taxa de juro sem risco, como a Euribor ou Libor. Na posse dos títulos, o investidor vende-os no mercado, espera que as ações caiam, e depois recompra-as para saldar o empréstimo junto do banco, ganhando a diferença. Desta maneira beneficia com a queda da cotação. Estes contratos envolvem sempre a prestação de garantias para o caso de não haver cumprimento da obrigação de devolução, sendo à partida definida uma margem que varia em função da cotação.

Por outro lado, tratando-se de um *parqueamento de posição*, tal como parece ter acontecido no caso “PT vs. TELEFÓNICA”, aquele que parqueia a sua posição, vende os títulos a uma entidade exterior com a possibilidade de recompra ao preço que foi efetuada a venda, mediante uma caução, permitindo evitar a revelação de perdas potenciais.

¹⁹⁰ vd. VERÍSSIMO, André, Como funcionam os contratos com que a Telefónica alienou a posição na PT. *Jornaldenegocios.pt* [online]. 2010. [Accessed 17 May 2017]. Available from: http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/como_funcionam_os_contratos_com_que_a_telefoacutenica_alienou_a_posiccedilatildeo_na_pt

¹⁹¹ *Idem, Ibidem.*

¹⁹² *Idem, Ibidem*

4.8. O impacto dos *equity swaps* no exercício do direito de voto e a recondução da figura do *empty voting* às deliberações abusivas

Com o desenvolvimento dos *equity swaps* e o surgimento de *outsiders*¹⁹³ que exerçam o direito de voto e *insiders*¹⁹⁴ que vêem os seus interesses acautelados por via de derivados financeiros, leva, muitas vezes, a que o seu comportamento, que em nada converge com o interesse social, seja integrado como comportamentos abusivos, que a lei culmina com anulabilidade.

Destarte, o esvaziamento de voto deve ser compreendido em dois grupos distintos. A saber: “as situações que por contrato uma parte tem o direito de voto sem o interesse económico tipicamente associado à titularidade de ações”¹⁹⁵ e, “as situações que o acionista vende, ou promete vender, as suas ações entre a data do registo de participação na assembleia geral e a data da assembleia geral”¹⁹⁶.

Em ambas as situações, por meio de técnicas de cobertura de risco (*hedging*), facilitadas pela contratação de *equity swaps*, torna-se possível a violação do dever de lealdade dos sócios com a sociedade e terceiros interessado¹⁹⁷.

É certo que os contratos *equity swap* não foram concebidos com o fim ou propósito de virem a esvaziar o conteúdo dos direitos societários. Caso tal se verificasse, os mesmos seriam, necessária e obrigatoriamente, considerados inválidos por ofensa à própria ordem pública e ditames da lei societária. O que não se verifica.

Por conseguinte, e por não ser este o seu fim, assim como não é aquando da utilização de outros produtos financeiros complexos, como é o caso *Credit*

¹⁹³ Sujeitos sem interesse económico

¹⁹⁴ Sujeitos com maior número de votos que ações

¹⁹⁵ GRÁCIO, Leila, *O Esvaziamento de Voto – A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*, Lisboa, 2012, p. 42

¹⁹⁶ *Idem, Ibidem*.

¹⁹⁷ “Verifica-se a violação do princípio da lealdade se o accionista ao votar tiver somente em conta os seus interesses a curto prazo em vez de um interesse no longo prazo no desenvolvimento da sociedade, numa clara violação do interesse social e desde que a sua actuação possa causar prejuízos para a sociedade ou para terceiros” - GRÁCIO, Leila, *O Esvaziamento de Voto – A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*, Lisboa, 2012, p. 43

*Default Swaps*¹⁹⁸, na qual o contratante garante o seu crédito, mediante a subscrição de um produto financeiro que visa proteger o mesmo de flutuações prejudiciais a este, não é possível pugnar pela sua ilegalidade.

A ser ilegal, não será o instrumento utilizado para obtenção de vantagens especiais. Mas antes, o comportamento adotado com o fim de obter essas vantagens em detrimento do interesse da sociedade, demais acionistas e terceiros.

É neste sentido que o art. 58º do Código das Sociedades Comerciais vem considerar como anulável, a deliberação que emerge de um comportamento abusivo como objetivo de conseguir vantagens especiais. Tal como ensina Pedro Maia e outros, “*poderá dizer-se que para a deliberação ser abusiva se requer a presença de: (1) intenção do sócio de conseguir, para si ou para terceiros, vantagens especiais, em prejuízo da sociedade ou de outros sócios ou (2) intenção do sócio de, prejudicar a sociedade e/ou outros sócios*”¹⁹⁹.

Uma vez verificada tal deformação de interesses, a deliberação em causa, pode, em todo o caso, vir a ser anulada por sentença, desde que proposta a competente ação de anulação²⁰⁰ no prazo de 30 dias contados a partir da data em que foi encerrada a assembleia; do 3º dia subsequente à data do envio da acta da deliberação por voto escrito; ou ainda, da data em que o sócio teve conhecimento da deliberação, se esta incidir sobre assuntos que não constava da convocatória, tendo legitimidade para tal, todos aqueles que se encontravam ausentes ou absterem-se de votar, bem como aqueles que, tendo exercido o seu direito voto, o fizeram em sentido diverso do que prevaleceu.

Ainda que não seja possível enquadrar tais comportamentos abusivos no intuito das deliberações abusivas, cremos que, em última análise, sempre se poderá integrar os mesmos nos termos do art. 334º do Código Civil– *abuso de direito*, desde logo porque tal comportamento excede claramente as competências e atribuições dos acionistas, pela violação dos seus deveres de lealdade, cuidado, zelo e prossecução do interesse coletivo, sem embargo da culminação que o direito societário prevê para os casos das deliberações abusivas, numa clara tentativa de transposição da norma constante da lei civil.

¹⁹⁸ Para um melhor desenvolvimento sobre este tipo de derivados, veja-se: TEIXEIRA, Maria Emília, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Porto, 2015.

¹⁹⁹ MAIA, Pedro [et al.], *Estudo de Direito das Sociedades* - coord. J. M. Coutinho de Abreu, Coimbra: Almedina, 2013, Pp. 320

²⁰⁰ *Vd.* art. 59º do Código das Sociedades Comerciais

Relembre-se que o art. 334º do Código Civil refere que “*é ilegítimo o exercício de um direito, quando o titular exceda manifestamente os limites impostos pela boa fé, pelos bons costumes ou pelo fim social ou económico desse direito*”, sendo aplicável, por remissão, conforme consta do art. 2º do Código das Sociedades Comerciais.

Conforme doutrina Galvão Telles, no âmbito do abuso de direito, “*não é necessário que o agente tenha consciência de o seu procedimento ser abuso: basta que o seja na realidade. Exigindo-se, no entanto um abuso manifesto, isto é, que o sujeito ultrapasse de forma evidente ou inequívoca os limites referidos neste artigo. O abuso de direito equivale à falta de direito, gerando as mesmas consequências jurídicas que se produzam quando uma pessoa pratica um acto que não tem direito de realizar*”²⁰¹.

No mesmo sentido pronunciaram-se o Tribunal da Relação de Lisboa, em Acórdão datado 24 de Abril de 2008, processo. n.º 2889/2008-6, em que é relator Pereira Rodrigues, bem como o Supremo Tribunal de Justiça, em Acórdão datado de 15 de Dezembro de 2011, processo n.º 2/08.9TTLMG.P1S1, preconizando que “*Existirá abuso de direito quando alguém, detentor embora de um determinado direito, válido em princípio, o exercita, todavia, no caso concreto, fora do seu objectivo natural e da razão justificativa da sua existência e em termos apodicticamente ofensivos da justiça e do sentimento jurídico dominante, designadamente com intenção de prejudicar ou de comprometer o gozo do direito de outrem ou de criar uma desproporção objectiva entre a utilidade do exercício do direito por parte do seu titular e as consequências a suportar por aquele contra o qual é invocado*”^{202 203}.

Por fim, mas não menos importante, importa reter, conforme *doutamente* ensina o Supremo Tribunal de Justiça que para que se considere a existência de um abuso de direito de voto tornar-se necessário a verificação cumulativa de

²⁰¹ TELLES, Inocêncio Galvão, *Direito das Obrigações*, Coimbra Editora, Coimbra, 7ª Ed., 2010, p. 6.

²⁰² Cfr. Ac. do TRL, datado de 24 de Abril de 2008, proc. 2889/2008-6 em que é relator Pereira Rodrigues, e disponível em <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/e6e1f17fa82712ff80257583004e3ddc/715a660bdcdd336b8025745c003b4a65?OpenDocument>

²⁰³ Cfr. Ac. do STJ, datado de 15 de Dezembro de 2011, proc. 2/08.9TTLMG.P1.S1, em que é relator Pereira Rodrigues, e disponível em <http://www.dgsi.pt/jstjf.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/30acebf5330bc45d80257b900033ee52?OpenDocument>

pressupostos objetivos e subjetivos, cujo apuramento se faz casuisticamente, de acordo com as circunstâncias factuais e posição do sócio votante ²⁰⁴.

Pelo que, cremos que tais comportamentos que conduzem ao esvaziamento de voto por recurso a instrumentos financeiros como os *equity swaps*, podem integrar o instituto do abuso de direito, por preencher, na íntegra os critérios ora enunciados e, caso assim seja, constituir um válido motivo para exclusão do acionista, mediante amortização da sua participação, desde que prevista no pacto social e uma vez verificada tão grosseira violação, sem prejuízo de ter que vir indemnizar a sociedade e demais lesados, nos termos gerais da responsabilidade civil por factos ilícitos – art. 483º do Código Civil.

Diferentemente será o caso de um acionista, titular de uma parcela do capital social e demais direitos inerentes, celebrar um contrato *swap* sobre as ações, auferindo um rendimento que deriva de um outro ativo, reservando para si o direito de voto, mas agindo e atuando de acordo com o interesse coletivo da sociedade, nomeadamente, promovendo e votando com respeito pelos seus deveres de lealdade e cuidado, bem como procurando a salutar prosperidade da mesma. Nestes casos, não se verifica qualquer tipo de abuso de direito ou deliberação abusiva, até porque os interesses societários encontram-se acautelados e o contrato de *swap* ora celebrado é legalmente aceite e reconhecido pela ordem jurídica portuguesa.

²⁰⁴ “Para que haja abuso do direito de voto é necessário que cumulativamente se verifiquem os pressupostos objectivos (adequação da deliberação ao propósito ilegítimo dos associados) e subjectivo (intenção de obter uma vantagem especial para os sócios que votaram a deliberação ou para terceiros ou de causar prejuízos à sociedade ou aos restantes sócios) - esta situação apura-se através das circunstâncias concretas do voto pelo que, na sua apreciação, é de ter em conta também a posição (maioritária ou minoritária) do sócio votante” - Cfr. Ac. do STJ, datado de 02 de Julho de 1998, proc. 99B059, em que é relator Sousa Dinis, e disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/369c510f6ca3765980256bec005ce9b3?OpenDocument>

5. Conclusão

Com o presente estudo de investigação do qual sobrevieram os principais pontos em crise, estamos em condições de poder formular as seguintes conclusões:

Assim:

- I- Os contratos *swap*, fruto do desenvolvimento dos instrumentos financeiros e da revolução dos mercados são, hoje, instrumentos derivados puros e aceites pela ordem jurídica nacional, constituindo um produto frequentemente utilizado com a finalidade de cobertura de risco, alavancagem de resultados e especulação.
- II- Tendo sido debatido na doutrina e jurisprudência a sua validade, sobretudo verificando-se uma alteração “anormal” das circunstâncias associada à variação das taxas de juro. Contudo, note-se que este tipo de contratos assenta, essencialmente, nessa mesma variação, pelo que, a alegação de uma variação brusca das taxas de juro não poderá ser considerada com facto superveniente e causador de nulidade, dado que é sobre a mesma que impende o contrato. A mera variação da taxa de juro não consubstancia uma causa de nulidade, mas antes uma realidade fática dos mercados onde a flutuação desses valores corresponde ao próprio mercado.
- III- Igualmente tem sido contenda a integração dos contratos *swap* nas figuras de jogo e aposta reguladas nos arts. 1245º e seguintes do Código Civil. Porém, a tentativa de enquadramento deste tipo de contratos como jogo e aposta, não procede, desde logo pela ausência do carácter lúdico e por não gerar obrigações naturais.
- IV- Ora, com a possibilidade de recurso a estes produtos financeiros como forma de cobertura de risco e especulação, cedo os participantes do capital social das sociedades empresariais perceberam a sua utilidade e funcionalidade para garantir benefícios próprios em detrimento dos interesses societários coletivos.

- V- O propósito primordial do interesse societário a procura do lucro pelas sociedades aquando da prossecução dos seus objetivos, tomando as decisões concernentes e tendentes a tais resultados.
- VI- Decisões essas que, na maioria das vezes, atento o seu carácter, são resultado das deliberações realizadas em Assembleia Geral e apuradas por maioria dos votos, contabilizados, tendo em conta a titularidade do capital social a que corresponde o poder e representação dos votos.
- VII- É neste sentido que, receando ou procurando prosseguir os interesses próprios e individuais que, não raras vezes, os titulares do capital social socorrem-se, ainda que abusivamente, por violação dos seus deveres de zelo, lealdade e contratuais, de diferentes instrumentos financeiros derivados para garantir esses propósitos, onde se inclui o tipo contratual aqui em análise – *equity swaps*.
- VIII- Com este comportamento, os acionistas, expurgando o seu interesse económico na sociedade, vulgarmente designado por interesse económico negativo, podem exercer o seu direito de voto em Assembleia Geral e, com isso, obter resultados que jamais seriam alcançáveis sem o recurso a estes mecanismos e conseguindo resultados, por vezes, adversos ou violadores da boa administração e dos interesses da sociedade.
- IX- A este fenómeno, vulgarmente se designa por esvaziamento de voto ou *empty voting*, caracterizado pela ausência de exposição económica, podendo conduzir a sociedade a assumir riscos excessivos tendo em conta os seus objetivos a curto, médio e longo prazo, uma vez que, esses mesmos acionistas, dificilmente poderão ser identificados, tornando-se, desta forma, difícil distinguir quais os acionistas que votam no interesse da sociedade ou os que apenas procuram o lucro.
- X- Integram, assim, a figura do esvaziamento de voto as situações que por contrato (*equity swap*) uma parte tem o direito de voto sem o interesse económico tipicamente associado à titularidade das ações.

E ainda, as situações em que o acionista vende, ou promete vender, as suas ações entre a data do registo de participação na assembleia geral e a data da assembleia geral, provocando, em ambos os casos, um desajuste entre a realidade e veracidade dos factos e aquela efetivamente conhecida pela Sociedade.

- XI- A legislação nacional e europeia, não obstante a dificuldade de enquadramento de determinados comportamentos em deliberações abusivas, tem-se preocupado com estes mecanismos que podem afetar o regular funcionamento orgânico e estrutural das sociedades comerciais. No entanto, uma vez provado o manifesto abuso, somos do entendimento que tal deliberação deverá ser considerada anulável, desde que esse voto seja capaz de gerar prejuízos e danos sérios para a sociedade ou para terceiros, nos termos do art. 58º do Código das Sociedades Comerciais, ou ainda, por recurso aos princípios gerais da lei civil, nos termos e para efeitos do art. 334º do Código Civil, *i.e.* abuso de direito, na medida em que torna ilegítimo o exercício de um direito, que excede, manifestamente, os limites impostos pela boa-fé, bons costumes, fim social e interesse económico coletivo.
- XII- Neste sentido, nas situações em que o acionista recorre a instrumentos financeiros como os *equity swaps*, reduzindo ou retirando a sua exposição económica de modo a obter uma vantagem própria e desvantagem social, em sede de deliberações em Assembleia Geral, cremos que estes agem com violação do seu dever de lealdade, zelo e abuso de direito, desde que esse esvaziamento de voto se mostre prejudicial para a sociedade, na tentativa de conseguir um benefício próprio em prejuízo da sociedade.
- XIII- Cremos, também, que o presente assunto está longe de ser pacífico, carecendo de uma regulamentação mais restritiva que irá depender da evolução do próprio mercado dos derivados e de um prudente e acrescido dever de fiscalização das sociedades comerciais.

Bibliografia

- ALMEIDA, Carlos Ferreira de, «Contratos Diferenciais», *Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, vol. II, 2008
- ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *Contratos II – Conteúdo. Contratos de Troca*, Coimbra, Almedina, 3ª Edição, 2012
- ARNOULD, Tiago, *O destaque do direito aos lucros: esvaziamento do direito de voto e titularidade oculta*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano V, números 1/2, Coimbra, Almedina, 2013
- ASCENSÃO, Oliveira, *Direito Comercial IV, Sociedades Comerciais – Parte Geral*, Lisboa, 2000
- AZNAR, Manuel María Mingot, *Caracterización jurídica del contrato de permuta financiera sobre acciones cotizadas o índices bursátiles – Memoria para optar al grado de doctor*, Tesis Doctoral, UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID, sob orientação de Alberto Javier Tapia Hermida, 2017
- BESSA, Tiago, «Crise, Regulação e Supervisão de hedge funds», *Revista de Direitos das Sociedades*, Ano II, número 3-4, Almedina, Coimbra, 2010
- CALHEIROS, Maria Clara, «O contrato de Swap no contexto da actual crise financeira global», *Cadernos de Direito Privado*, nº 42, Abril/Junho, 2013
- CALHEIROS, Maria Clara, «O contrato de Swap», *Stvdia Ivridica*, Coimbra, Coimbra, 2000
- CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3ª Ed., Coimbra, Almedina, 2016

- CMVM - Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros, 2016. *Cmvm.pt* online], [Accessed 25 November 2016].
- CORDEIRO, António Menezes, *Manual de Direito das Sociedades – Das Sociedades em Especial – II VOL.*, 2ª Ed. Revista e atualizada, Coimbra, Almedina, 2007
- COSTA FERNANDES, Abel L [et al.], *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2ª Ed., 2015
- CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 4ª edição, Coimbra, Almedina, 2010
- DAMODARAN, Aswath, To good to be true? The Dream of Arbitrage. *NYU | STERN* [online]. 2017. [Accessed 6 February 2017]. Available from: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/invphiloh/arbitrage.pdf>
- ENGRACIA ANTUNES, José A., *Os Instrumentos Financeiros*, 2ª Ed., Almedina, Coimbra, 2014,
- ENGRÁCIA ANTUNES, José, «Os Hedge Funds e o Governo das Sociedades», *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IX, 2010
- ESTACA, José Marques, «O destaque dos direitos dos votos em face do CVM», *Estudos em Honra ao Professor Doutor José Oliveira Ascensão*, Vol. II, Coimbra, Almedina, 2008
- ESTEVES, João Cantiga, «Contratos de Swap Revisitados», *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 44, Lisboa, 2013
- FERREIRA, Domingos, *Swaps e outros derivados*, Rei dos Livros, Lisboa, 2011
- FERRER CORREIA, António de Arruda, «A representação dos menores sujeitos ao pátrio poder na assembleia geral das sociedades comerciais», *Estudos de direito civil, comercial e criminal*, Almedina, Coimbra, 1985

- GOMES, José Ferreira, «A Discrecionariedade Empresarial, A Business Judgment Rule e a Celebração de Contrato de Swap», *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários – Ensaio de Homenagem a Amadeu Ferreira*, Vol. II, Lisboa, 2015
- GRÁCIO, Leila, *O Esvaziamento de Voto – A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*, Lisboa, 2012
- HU, Henry T.C. [et al.], *Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, [online]. 1. [Accessed 25 May 2017]. Available from: <http://ccl.yale.edu/sites/default/files/files/PM-6-Bus-Law-Hu-Black.pdf>
- HU, Henry T.C. Hu [et al.], *Funds, Insiders, and Empty Voting: Decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies*, *Journal of Corporate Finance*, 2006
- INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS*, [no date]. [online]. Lisboa : Universidade Nova de Lisboa, [Accessed 25 November 2016].
- KRUGMAN, P. and OBSTFELD, M., *International Economics: Theory and Policy*, 2^a edição, Harper Collins Publishers, 1991
- LOURENÇO, Nuno Calaim, *Os Deveres de Administração e a Business Judgment Rule*, Coimbra, Almedina, 2011
- MAIA, Pedro [et al.], *Estudo de Direito das Sociedades*, coord. J. M. Coutinho de Abreu, Coimbra: Almedina, 2013
- MENEZES CORDEIRO, António, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, Coimbra, 2009
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2017

- OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, «Instrumentos Financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais», *Revista de Direito das Sociedades*, Ano V, n.º 3, Coimbra, Almedina, 2013
- PEDROSO, Catarina, *Da Regulamentação do Empty Voting*, [online], 2012, [Accessed 9 November 2016]. Available from: <http://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/13682/1/Da%20Regulamentação%20do%20Empty%20Voting%20-%20Tese%20de%20Mestrado%20-%20Catarina%20Tinoco%20de%20Faria%20Sampaio%20Pedroso.pdf>
- PEREIRA, Paulo Redondo, «Futuros Financeiros sobre Ações: Estudo Comparativo (Direito Português e Direito Espanhol)», *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 42, 2012
- PIMENTEL, Miguel, 2013, Swaps e outros derivados OTC. *PÚBLICO* [online]. 2013. [Accessed 9 November 2016]. Available from: <https://www.publico.pt/economia/noticia/swaps-e-outros-derivados-otc-1593271>
- PINTO FURTADO, Jorge, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, dissertação de doutoramento em Direito Privado, Almedina, Lisboa, 2005
- PINTO, Carlos Alberto da Mota, *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra, Coimbra Editora, 2012
- PINTO, Paulo Mota, *Contrato de swap de taxas de juro, jogo e aposta e alteração das circunstâncias que fundaram a decisão de contratar*, *Revista de Legislação e Jurisprudência*, Ano n.º 143, nº 3987, Julho/Agosto, 2014
- QUELHAS, José Manuel Gonçalves Santos, «Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro (Novos Produtos Financeiros)», *Separata do Boletim de Ciências Económicas*, Coimbra, 1996
- RICARDO, David, *On the Principles of Political Economy and Taxation*, 3ª edição, London, Jonh Murray, 1817

- SANTIAGO, Pedro Simão da Silva, *O Abuso de Minoria em Sociedades Comercias*, dissertação de Mestrado em Direito das Empresas e dos Negócios, Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2013
- SANTOS, Hugo Luz dos, «O contrato de swap de taxas de juro e os instrumentos derivados financeiros», *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI, n.º 2, Coimbra, Almedina, 2014
- SILVA, Calvão da, «Swap de taxa de juro: sua legalidade e autonomia e inaplicabilidade da exceção do jogo e aposta», *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Ano 142, n.º 3979, Março/Abril, 2013
- SOUSA, Simão Mendes, «Os Derivados Diferenciais e a Exceção de Jogo e Aposta», *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 53, Lisboa, 2016
- Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions, de 20 de Fevereiro de 2010 [online]. Accessed: 6 February 2017] Available from: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_empty_voting_en.pdf
- TEIXEIRA, Maria Emília, *Contrato de Swap: O Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, 2015, Porto.
- TEIXEIRA, Maria Emília, *Swap especulativo: ofensivo da ordem pública ou dinamizador Dos mercados?* [online]. 2016. [Accessed 10 Janeiro 2017] Available from: <http://repositorio.uportu.pt:8080/bitstream/11328/1782/1/Swap%20especulativo.pdf>
- TELLES, Inocência Galvão, *Direito das Obrigações*, Coimbra Editora, Coimbra, 7ª Ed., 2010

Teoria Clássica do Comércio Internacional[online], 2017, *Faculdade de Economia do Porto*. [Accessed 9 November 2016]. Available from: https://www.fep.up.pt/disciplinas/lec207/Apoio/EL_Classicos.pdf

VASCONCELOS, Pedro Pais de, «Direitos destacáveis: o problema da unidade e pluralidade do direito social como direito subjectivo», in *Direitos dos valores mobiliários*, I, Coimbra, 1999

VERÍSSIMO, André, Como funcionam os contratos com que a Telefónica alienou a posição na PT. *Jornaldenegocios.pt* [online]. 2010. [Accessed 17 May 2017]. Available from: http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/como_funcionam_os_contratos_com_que_a_telefonica_alienou_a_posicao_na_pt

Jurisprudência Citada

Supremo Tribunal de Justiça

- Ac. STJ, proferido no processo 876/12.9TVLSB.L1.S1, datado de 26 de Janeiro de 2016 e em que é relator Gabriel Catarino
- Ac. STJ, proferido no processo 531/11.7TVLSB.L1.S1, datado de 29 de Janeiro de 2015 e em que é relator Bettencourt de Faria.
- Ac. STJ, proferido no processo 1387/11.5TBBCL.G1.S1, datado de 10 de Outubro de 2013 e em que é relator Granjo da Fonseca
- Ac. STJ, proferido no processo 27/14.5TVPRT.P1.S1, datado de 03 de Maio de 2016 e em que é relator Silva Salazar
- Ac. STJ, proferido no processo 477/03.2TBVNO.C3.S1, datado de 19 de Maio de 2015 e em que é relator Fonseca Ramos
- Ac. do STJ, datado de 15 de Dezembro de 2011, proc. 2/08.9TTLMG.P1.S1, em que é relator Pereira Rodrigues
- Ac. do STJ, datado de 02 de Julho de 1998, proc. 99B059, em que é relator Sousa Dinis

Tribunal da Relação de Lisboa

- Ac. do TRL, datado de 24 de fevereiro de 2015, proferido no processo n.º 2186.13.5TVLSB.L1-7, em que é relator Maria do Rosário Morgado

Tribunal da Relação de Guimarães

- Ac. do TRG, datado de 31 de Janeiro de 2013, proc. 1378/11.5TBBCL.G1, em que é relator Conceição Bucho