

# *O destaque do direito aos lucros: esvaziamento do direito de voto e titularidade oculta*

DR. TIAGO ARNOULD

*SUMÁRIO: Introdução. I – Destaque do direito aos dividendos: 1. Admissibilidade; 2. Função e objeto. II – Questões levantadas: 1. Esvaziamento do direito de voto e titularidade oculta; 2. Análise do problema e possíveis soluções: a ESMA e o EUCGF; 3. Destaque, sempre valor mobiliário? Conclusão.*

## **Introdução**

O presente trabalho de pesquisa trata da transmissão do direito aos lucros, mais precisamente da sua separação dos restantes direitos inerentes à posição de sócio e posterior alienação a terceiro, tendo tal operação o nome de destaque.

A cessão do direito aos lucros é atualmente muito comum e tem vindo a adquirir uma importância cada vez maior: o destaque do mesmo direito e mesmo de outros direitos correspondentes à titularidade de uma ou mais ações são hoje verdadeiros valores mobiliários, como iremos ver no presente estudo, o que só por si já é significativo da dimensão desta realidade.

Convém precisar que a figura do destaque dos direitos aos lucros respeita às ações – isto é, as referidas operações são realizadas face a sociedades anónimas e em comandita por ações. Desta forma, o objeto do presente estudo não terá em conta a eventual transmissão do direito aos lucros no âmbito de outro tipo de sociedades, centrando-se apenas nas sociedades de capitais por excelência.

Embora interessante do ponto de vista económico, como o comprovam a multitudine de negócios, como os derivados, que orbitam em volta desta figura, a transmissão do direito aos lucros coloca ainda, do ponto de vista jurídico, diversas questões sensíveis, às quais pretendemos responder ou pelo menos melhor compreender ao longo deste estudo.

## I – Destaque do direito aos dividendos

### 1. *Admissibilidade*

Como sabemos, a ação confere ao seu titular – o acionista – um conjunto de direitos e deveres, os quais compõem a sua posição jurídica enquanto sócio. Trata-se, enquanto participação social e valor mobiliário, de uma realidade jurídica complexa – “*Caracteriza-se por ser um conjunto de direitos e obrigações perante a sociedade, os restantes sócios e terceiros*”<sup>1</sup>.

Por sua vez, serão direitos inerentes o complexo de situações ativas que foram integradas em valores mobiliários de acordo com a relação subjacente à respetiva emissão – por exemplo, os paradigmáticos direitos à informação e aos lucros. Assim, por via de regra, a transmissão dos direitos inerentes far-se-ia pela transmissão dos próprios valores mobiliários<sup>2</sup>.

Segundo a teoria clássica, a transmissão do próprio valor mobiliário – *in casu*, a ação – seria mesmo a única forma de transmitir os respetivos direitos inerentes, não sendo estes suscetíveis de transmissão autónoma. Tal aceção derivaria do carácter unitário e expresso num só direito da situação jurídica do sócio, que estaria consagrada no artigo 276.º, n.º 4 do CSC.

Ora, embora alguma doutrina ainda se pronuncie pela teoria clássica, parece inegável que o princípio da indivisibilidade das ações tem uma vertente apenas quantitativa e não qualitativa (a favor: Jorge M. Estaca, Pedro Pais de Vasconcelos; contra: Menezes Cordeiro<sup>3</sup>): isto é, uma ação não pode ser dividida no seu valor, mas é viável uma separação das faculdades inerentes à sua detenção.

O Prof. Jorge M. Estaca defende a tese da divisibilidade qualitativa (e em especial o destaque dos direitos de voto)<sup>4</sup> numa exposição de grande clareza e detalhe, que não repetiremos aqui. Pretendemos apenas insistir no facto de que, atualmente, a divisibilidade dos direitos inerentes (mas não de todos, note-se) e a sua transmissão autónoma é uma realidade que não pode ser negada pelo Direito, como aliás o vem comprovar o artigo 1.º, als. a) e f) do CVM, que expressamente admite o destaque de direitos inerentes a ações.

Como afirma o Prof. Alexandre Brandão da Veiga, “*o mercado preocupa-se acima de tudo com a racionalidade económica dos produtos, sendo relativamente indiferente*

<sup>1</sup> JORGE MARQUES ESTACA, *O destaque dos direitos de voto em face do CVM*, in *Estudos em honra ao Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, vol. II, Almedina, Coimbra, 2008, 1349.

<sup>2</sup> ANTÓNIO SOARES, *Direitos Inerentes a Valores Mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. I, Coimbra Ed., 1999, 139.

<sup>3</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, 2009, 730.

<sup>4</sup> JORGE MARQUES ESTACA, *op. cit.*, 1347.

a problemas ligados à sua licitude, e muito menos a inércia doutriniais ou resistências tradicionais dos sistemas jurídicos”<sup>5</sup>.

Ora, da mesma forma, o Direito económico e, por sua vez, o Direito dos Valores Mobiliários, funciona muito mais como um sistema aberto à realidade e moldado segundo essa realidade do que os ramos tradicionais do Direito.

Parece-nos, pois, que a tese clássica assenta em dogmas tradicionais, incapazes de se coadunarem com a realidade do mercado atual.

## 2. *Função e objeto*

O direito aos dividendos é um direito abstrato e patrimonial: abstrato porque carece de concretização, sendo que só após todo um percurso surgirá, eventualmente, uma pretensão efetiva a um concreto lucro, e patrimonial porque a pretensão que dele eventualmente surgirá respeita a um direito de natureza patrimonial, ou seja, com imediata tradução em dinheiro<sup>6</sup> (o direito de crédito, finalmente concretizado).

Assim se percebe que um sócio possa ter interesse em proteger-se do risco de não haver lucros distribuíveis no fim de determinado exercício ou de estes serem muito reduzidos, sem no entanto querer alienar as ações de que é titular. Nesse caso, pode alienar apenas o seu direito aos lucros, continuando todavia titular das respetivas ações. Separa-se assim um direito inerente do complexo de direitos que compõem a ação.

O adquirente do direito aos lucros, por seu lado, adquire esse direito com a expectativa de que haverá lucros distribuíveis, sendo estes – na parte que lhe couber – superiores ao valor que deu pelo direito destacado e lucrando com a operação.

O acionista celebra o contrato com um fim de garantia, de forma a proteger-se, ao passo que o adquirente do direito destacado o faz com intuito especulativo, visando o ganho. O contrato representa para ele um risco. O sócio recebe no momento da transação uma quantia certa, enquanto que o adquirente passa a ser titular de um direito que, enquanto não for concretizado, não passa de uma expectativa em relação a um bem final futuro, embora juridicamente tutelada<sup>7</sup>.

Parece-nos portanto que o objeto do destaque é um direito patrimonial, a que corresponde a expectativa de um direito de crédito meramente eventual,

<sup>5</sup> ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Direitos Destacados e Warrants Autónomos*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra Ed., 2001, 85.

<sup>6</sup> JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, *As Ações*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Ed., 2000, 87.

<sup>7</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, vol. I, *das Sociedades em Geral*, Almedina, 2009, 510.

mas não nos mesmos termos em que o acionista era, até aí, titular desse mesmo direito – por razões que abaixo serão estudadas.

Não obstante a relativa facilidade de determinar o objeto do destaque do direito aos lucros, o facto do direito inerente estar agora separado dos restantes direitos que compõem a ação levanta diversos problemas, como adiante veremos.

## II – Questões levantadas

### 1. *Titularidade oculta e esvaziamento do direito de voto*

Vigora entre nós, nos termos do artigo 384.º, n.º 1 CSC, a regra supletiva segundo a qual a cada ação corresponde um voto. Assegura-se assim a proporcionalidade entre poder económico e poder de participação, cuja expressão máxima se traduz no direito de voto (não se considerando para o efeito as ações preferenciais sem voto): cada ação confere assim o direito a um voto e ao valor dos dividendos que lhe correspondem.

Esta relação de paridade funciona como uma forma de garantia de que os acionistas tomarão decisões eficientes, visto tratar-se do seu interesse maximizar o lucro da sociedade: o contrato de sociedade tem pois por objeto o exercício de uma atividade económica e por fim a distribuição dos lucros aos sócios<sup>8</sup>. Há, assim, um incentivo económico à tomada de decisões eficientes e ao exercício do direito do direito de voto nesse sentido<sup>9</sup>.

Perante o destaque, porém, esta paridade é prejudicada – o titular da ação fica com mais poder de participação que poder económico, ao passo que o novo titular do direito aos lucros passa a ter mais poder económico que poder de participação. Naturalmente, este último podia já ser, ou não, titular de ações – podendo ter poder de participação e superior poder económico ou, apenas, poder económico.

No caso do acionista que opta por alienar, através do destaque, o seu direito aos lucros, fala-se em esvaziamento do direito de voto (“*empty voting*”) – pois passa a ter votos a que não correspondem direito aos dividendos, ou poder económico. Este é titular formal das ações que sofreram o destaque mas deixou de correr o respetivo risco económico.

<sup>8</sup> Sobre o assunto, *vide* JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, vol. IV, *Sociedades Comerciais*, Lisboa, 1993, 11 ss.

<sup>9</sup> HENRY T.C. HU & BERNARD BLACK, *Hedge Funds, Insiders, and Empty Voting: Decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies*, *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, 343-367 (2007).

Paralelamente, face ao adquirente do direito destacado, fala-se em titularidade oculta (“*hidden ownership*”) – pois este não tem titularidade formal mas, na verdade, corre o risco económico inicialmente associado à titularidade das ações<sup>10</sup>.

O esvaziamento do direito de voto e a titularidade oculta são, assim, as consequências mais imediatas do destaque do direito aos lucros – ocorrendo, naturalmente, também no destaque do direito de voto, objeto de controvérsias e de que não trataremos aqui.

## 2. *Análise e possíveis soluções*

Como vimos, o destaque do direito aos lucros afeta a relação de paridade entre poder económico e poder de participação, tradicionalmente considerada como um princípio fundamental ao funcionamento da atividade societária – isto porque as decisões do acionista teriam consequências diretas no rendimento da sociedade, o qual, por sua vez, estaria no seu interesse maximizar.

Nos últimos anos, porém, temos assistido a uma imensa sofisticação do mercado, desde a proliferação de instrumentos financeiros – como os derivados – a técnicas de investimento complexas e inovadoras – como o empréstimo de ações e o próprio destaque – sendo atualmente inegável que aquele princípio se encontra substancialmente mitigado.

A consequência mais gravosa da não correspondência entre o poder de voto e o interesse económico do acionista no rendimento de determinada sociedade é, naturalmente, a possibilidade de este tomar decisões sem ter em conta o interesse da sociedade. Tal será configurável no caso em que, por ter garantido o seu interesse económico através do destaque do direito aos lucros, o acionista perca o interesse em participar de forma eficiente nas tomadas de decisões da sociedade. Tal hipótese, porém, não representa os efeitos mais negativos que, na prática, podem ser originados pelo destaque e pelo consequente esvaziamento do direito de voto: é fácil compreender que, com ou sem garantia do seu interesse económico, um acionista tenha interesse em assegurar a rentabilidade da sua posição numa sociedade a longo prazo – seja porque, terminado o tempo durante o qual vigorava o destaque, volta a beneficiar do retorno das ações, seja porque quer que essas ações continuem a ser suficientemente interessantes para continuar a realizar o destaque.

O que pretendemos expor é que o efeito pernicioso do destaque do direito ao lucro não está tanto numa “neutralização” do interesse do acionista nas decisões da sociedade, como numa inversão desse mesmo interesse.

Imagine-se, por exemplo, a situação em que um acionista beneficia com a desvalorização da sociedade A, em que detém poder de voto, por essa desvalorização

<sup>10</sup> HENRY T.C. HU & BERNARD BLACK, *op cit.*, vol. 13, 343-367.

implicar uma importante subida de valor das ações da sociedade concorrente B, na qual detém poder económico. A ser assim, o acionista não só não terá interesse em tomar decisões eficientes na sociedade A, como, pelo contrário, terá mesmo interesse em fazer uso do seu poder de voto de forma contrária ao interesse daquela, visto que com isso obterá um ganho económico.

Nesse caso, o acionista beneficiará do retorno do destaque (que realiza face às ações que tem na sociedade A), não sendo afetado pela descida de valor das ações da sociedade A, terá poder de voto nessa mesma sociedade, votando no seu próprio interesse e contra o interesse daquela e, por fim, beneficiará ainda da valorização das ações da sociedade B.

Esquemas como esse são uma realidade (embora, aqui, explicitada em moldes muito simplificados) e, embora possam gerar ganhos substanciais para os seus intervenientes, são gravemente prejudiciais para um funcionamento saudável das empresas e, eventualmente, da economia.

Só recentemente as situações em apreço tomaram proporções que justifiquem uma análise mais demorada do problema e uma ponderação de possíveis soluções.

Antes de prosseguir, relembramos que o fenómeno do esvaziamento do direito de voto, bem como o seu correlativo – a titularidade oculta – podem resultar de diversos mecanismos, sendo o destaque apenas um deles. Desta forma, cabe ter em conta que as soluções possíveis para o problema que aqui se levanta não se aplicam necessariamente ao destaque *per se*, podendo visar diversas técnicas de esvaziamento do direito de voto e de titularidade oculta.

O relatório da ESMA<sup>11</sup>, debruçando-se sobre o fenómeno do esvaziamento do direito de voto, ou “*empty-voting*”, representou um esforço a nível europeu para melhor compreender essa realidade e estudar possíveis soluções aos problemas que ela coloca. No relatório, observou-se essencialmente o seguinte:

- o esvaziamento do direito de voto pode surgir associado a um vasto leque de instrumentos – desde derivados ao empréstimo de ações – pelo que

<sup>11</sup> European Securities and Market Authority – a ESMA é uma entidade independente reguladora do mercado financeiro a nível europeu. O seu papel consiste em salvaguardar a estabilidade do sistema financeiro da União Europeia através da implementação de integridade, transparência, eficiência e ordem no funcionamento do mercado de instrumentos financeiros, bem como melhorar a proteção dos investidores. O seu papel pode dizer-se, então, análogo ao da CMVM a nível nacional. Para mais informações sobre a ESMA, consulte-se o sítio internet [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).

<sup>12</sup> Trata-se do relatório *ESMA/2012/415*, de 29 de junho de 2012, *Feedback Statement – Call for Evidence On Empty Voting*. Este relatório visa, através da comunicação com diversos agentes económicos em estados-membros da União Europeia, medir o impacto do esvaziamento do direito de voto (*empty voting*) nas sociedades, averiguar até que ponto esse impacto é negativo e aferir quais as medidas adequadas para atenuar os efeitos perniciosos desse fenómeno.

- qualquer solução deve ter em conta, acima de tudo a natureza multifacetada do problema;
- o carácter altamente variado das causas do esvaziamento do direito de voto tornam extremamente difícil a sua regulação em moldes gerais e abstratos: por um lado deve evitar-se estabelecer presunções de que há esvaziamento do direito ao voto em determinadas situações e, por outro lado, é muitas vezes impossível determinar se, em determinado caso concreto, há efetivamente esvaziamento daquele direito;
  - o “*empty-voting*” nem sempre está associado a efeitos negativos, porém, quando tal se verifique, consubstancia-se essencialmente em votos/tomadas de decisões em sentido contrário ao interesse da sociedade;
  - os efeitos negativos do esvaziamento do direito de voto estão associados à falta de transparência: a publicidade do esvaziamento do direito de voto e da titularidade oculta (que deixaria de ser oculta) evitaria manobras “obscuras” por parte de investidores menos escrupulosos<sup>13</sup>
  - a legislação nacional tem uma influência determinante na possibilidade de abusos relacionados com o esvaziamento do direito de voto<sup>14</sup>. Este fator é relevante para efeitos de saber até que ponto seria benéfico uma regulação a nível da União Europeia (parece que não o seria: a discrepância legislativa, reflexo da realidade económica e dos problemas próprios de cada Estado Membro, tornaria extremamente onerosa uma uniformização a esse nível);
  - o voto exercido através de ações “emprestadas” – outro mecanismo que origina o esvaziamento do direito de voto – é geralmente visto como uma prática abusiva, que deve ser prevenida, seja excluindo a possibilidade de os titulares temporários exercerem direito de voto, seja tornando pública essa titularidade temporária<sup>15</sup>.

<sup>13</sup> No mesmo sentido: HENRY T.C. HU & BERNARD BLACK, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, University of Pennsylvania Law Review [vol. 156:625 2008], 694.

<sup>14</sup> Entre nós, aponte-se o art. 23.º-C, n.º 7, do Código dos Valores Mobiliários, aditado pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de maio, que por sua vez transpôs a Diretiva 2007/36/EC: “Quem, nos termos do n.º 3, tenha declarado a intenção de participar em assembleia geral e transmita a titularidade de ações entre a data de registo referida no n.º 1 e o fim da assembleia geral, deve comunicá-lo imediatamente ao presidente da mesa da assembleia geral e à CMVM.” Através deste preceito, pretende-se prevenir o esvaziamento do direito ao voto no caso particular do “empréstimo de ações”, “*borrowed shares*”, “*rent-a-vote*” ou “*stock lending*”; tem sido apontado como uma solução eficiente e há quem defenda a sua aplicação noutros ordenamentos, como referido no relatório.

<sup>15</sup> *Vide* a nota anterior.

Dos dados recolhidos, concluiu-se:

- afigura-se extremamente difícil estabelecer um conceito unitário de esvaziamento do direito de voto; trata-se pois de um fenómeno multidimensional;
- revela-se igualmente difícil determinar de forma precisa a extensão da prática de “*empty voting*”, visto que, por regra, esses comportamentos são dissimulados;
- o esvaziamento do direito de voto é condicionado pelas normas legais de cada Estado, as quais visam responder ao problema nos termos em que, aí, ele se coloca. Assim, a disparidade de situações em que o fenómeno pode ocorrer, conforme a ordem jurídica em causa, leva a crer que uma solução unitária, isto é, a nível da União Europeia, não é desejável. O problema deverá, antes, ser tratado a nível nacional;

Com base naquelas conclusões, a ESMA decidiu que, pela dificuldade em aferir exatamente quando e como se verificam casos de esvaziamento do direito de voto e de quais as suas consequências em casos concretos, não se justifica proceder com a pesquisa relativa a essa matéria.

Considera ainda que diversas normas já existentes, como a diretiva da transparência (Diretiva 2004/109/CE), já respondem de forma eficiente aos casos mais patentes de esvaziamento do direito de voto.

Ainda assim, parece-nos que o destaque acaba por não estar abrangido pelas normas atualmente em vigor: basta ver que não cabe nas situações visadas, por exemplo, pelo artigo 23.º-C, n.º 7 do Código dos Valores Mobiliários, nem é visado por alguma disposição análoga.

O problema prende-se essencialmente, como observado no relatório, com a falta de transparência de tais práticas. Assim, embora seja segura a sua existência, o esvaziamento do direito de voto beneficia, na maior parte dos casos, de uma falta de publicidade e, por conseguinte, de uma certa invulnerabilidade.

A ideia que resulta do relatório é que só com o tempo e com uma maior compreensão do fenómeno será possível tomar as medidas adequadas. Por outro lado, também é possível que, caso o esvaziamento de direito de voto adquira proporções realmente importantes, surjam respostas drásticas aos problemas que coloca<sup>16</sup>.

<sup>16</sup> Há quem defenda que todo o acionista que tenha separado os seus direitos de participação dos seus direitos económicos deva ver-se impedido de tomar decisões que não de mera administração ordinária no âmbito da sociedade.



Também nos parece de referir a declaração do Fórum Europeu de Direito Societário (EUCGF) sobre o esvaziamento do direito de voto<sup>17</sup>. Aqui, chama-se a atenção para a emergência do fenómeno em estudo, bem como para a sua relativa novidade e consequente necessidade de melhor compreensão antes de se introduzir medidas para a atenuação dos seus efeitos.

Embora não se foque na proposta de soluções, a declaração apresenta de forma clara os moldes em que surgem os fenómenos do esvaziamento do direito de voto e da titularidade oculta.

Especial relevância tem a alínea n.º 2, em que se estabelece que: “o esvaziamento do direito de voto corresponde à situação em que um acionista exerce o seu direito de voto sem que lhe corresponda interesse económico na sociedade em que vota”<sup>18</sup>.

Por sua vez, no segundo parágrafo da alínea n.º 2, faz-se uma referência expressa ao destaque: “Há muitas técnicas que permitem o esvaziamento do direito de voto. Quando 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. Ao recorrer ao *destaque*, um acionista pode manter a titularidade de ações, continuando a ter poder de voto, mas tendo alienado o direito aos lucros por um preço certo, protegendo-se assim contra variações do valor de mercado daquelas ações”<sup>19</sup>.

O Fórum confirma, na alínea n.º 3, que “o uso das técnicas de esvaziamento do direito de voto e de titularidade oculta tem exercido uma influência crescente nas sociedades – especialmente nas sociedades listadas (ou cotadas em bolsa) – e nas decisões que podem ser tomadas pelos seus acionistas. O Fórum é da opinião de que o fenómeno merece especial atenção, de modo a salvaguardar a integridade da gestão das sociedades europeias – especialmente as cotadas em bolsa – e dos mercados em que as suas ações são negociadas”<sup>20</sup>.

<sup>17</sup> *Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions*, de 20 de fevereiro de 2010.

<sup>18</sup> “*Empty voting*” refers to voting by a shareholder without corresponding financial interest in the company in which he votes”. A tradução é da nossa autoria.

<sup>19</sup> “There are many techniques allowing empty voting. When shares are borrowed, the borrower normally has legal title allowing him to exercise voting rights, but the shares have to be returned to the lender, removing his economic risk. By using equity swaps a shareholder may retain title to the shares and therefore remain entitled to vote while he has swapped away the financial return on the shares for an agreed value, protecting himself against price movements of the shares”. A tradução é da nossa autoria.

<sup>20</sup> “*Empty voting and hidden ownership techniques increasingly exercise significant influence on companies, mostly listed companies, and the key decision shareholders can take. The Forum is of the opinion that this deserves special attention in order to safeguard the integrity of the governance of European – especially listed – companies and the markets on which their shares are traded*”. A tradução é da nossa autoria.

Finalmente, na alínea n.º 5, aconselha-se a adoção de uma medida que permita promover a publicidade de manobras que visem o esvaziamento do direito de voto: “O Fórum recomenda a introdução, no Direito societário, de uma presunção segundo a qual todo o acionista que participe em assembleias gerais tem um interesse económico equivalente ao das ações pelas quais vota. Em seguida, deverá ser adotado um princípio nos termos do qual todo o acionista que mantenha a titularidade das ações e o correspondente poder de voto, mas que tenha cedido todos ou parte dos direitos patrimoniais (entenda-se: direito aos lucros) que lhes correspondem, terá o dever de tornar pública essa cisão de direitos (interesses) sempre que ultrapasse um determinado limite. As decisões/votos exercidos por sujeitos que não realizem essa declaração seriam, por sua vez, tidas como viciadas.

O Fórum ponderou se os votos realizados sem interesse económico deveriam ser, logo à partida, declarados nulos, no entanto não recomenda a aplicação de tal medida, pelo menos de imediato. A transparência, antes de tudo, parece ser um indicador fiável da extensão do problema e um incentivo a comportamentos legítimos”<sup>21</sup>.

A solução da transparência, que tem exemplo, entre nós, nos artigo 23.º-C, n.º 7, e 16.º, n.º 1, al. b) do Código dos Valores Mobiliários, tem a vantagem de não interferir no funcionamento das sociedades: as normas de transparência não implicam uma nulidade das decisões em que, eventualmente, se verifique haver esvaziamento do direito de voto. Simplesmente, toda a situação em que com algum juízo de probabilidade, tal se possa verificar, deverá ser do conhecimento da sociedade. Assim, retira-se o “véu” de que esses comportamentos têm vindo a beneficiar e possibilita-se à sociedade a tomada de medidas que, sendo o caso, considera adequadas.

Em última instância, as normas de transparência parecem-nos ser a melhor forma de diminuir a suscetibilidade de influenciar tomadas de decisão em assembleias gerais através do esvaziamento do direito de voto, em sentido contrário ao interesse da sociedade.

Seria necessário, para tal, que tais normas tivessem uma aplicação geral, isto é, que abrangessem todas as situações em que se verifica não haver correspondência entre interesse económico e poder de voto, independente do mecanismo utilizado para obter esse efeito.

<sup>21</sup> “The Forum recommends the introduction of an assumption in company law that shareholders who take part in a general meeting own the corresponding economic interest in the voted shares. A principle should then be introduced that where shareholders who have retained legal title to the shares and exercise the vote that goes with them but have ceded all or part of the economic interest should disclose this to the market above an appropriate threshold. Parties not making the required declarations may be considered to have made an untrue statement. The Forum has considered whether votes cast without an economic interest should be declared null and void, but does not recommend this, at least at present. Transparency in the first instance should be a useful indicator of the extent of problems and a spur to appropriate behavior”. A tradução é da nossa autoria.

### 3. Destaque, sempre valor mobiliário?

O destaque vem previsto no artigo 1.º, al. f) do CVM, enquanto valor mobiliário. Estabelece este preceito que são valores mobiliários “Os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas alíneas a) a d), desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no ato de emissão”, sendo que as ações vêm expressamente referidas na al. a).

Daqui resulta que o destaque, para ser considerado valor mobiliário, deve obedecer aos requisitos enunciados. Não o fazendo, não adquirirá aquela qualidade, podendo, ao que parece, falar-se apenas em cessão do direito aos lucros.

Ora, convém aqui colocar-se a seguinte questão: poderá o destaque que não tenha natureza de valor mobiliário, por não respeitar os requisitos do artigo 1.º, al. f) do CVM, ser, ainda assim, admitido pelo Direito? Ou ainda: o destaque que não preencha os requisitos do referido preceito terá existência jurídica?

O CVM veio admitir expressamente a figura do destaque, de forma a que os argumentos que o rejeitavam tiveram que se resignar à sua existência, visto que legalmente consagrada.

Ainda assim, a consagração legal tem em conta apenas o destaque enquanto valor mobiliário, não contemplando a cessão do direito aos dividendos *per se* (Note-se que recorreremos ao termo cessão em moldes provisórios, sendo que depois de analisada a presente questão, averiguaremos se realmente se trata uma cessão).

Perante esta última, deverão ainda proceder os argumentos contra a sua admissibilidade? Vejamos.

Existem, no nosso entender, três razões fundamentais para a rejeição do destaque:

- a) princípio da indivisibilidade das ações;
- b) carácter abstrato do direito aos lucros;
- c) esvaziamento dos direitos do acionista.

a) Segundo o Prof. Menezes Cordeiro, o princípio da indivisibilidade das ações, expresso no artigo 276.º, n.º 4, teria uma vertente quantitativa e uma vertente qualitativa, sendo que “*havendo uma incidibilidade 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*”<sup>22</sup>.

O Prof. parece assim considerar a incidibilidade qualitativa como uma decorrência lógica da incidibilidade quantitativa, embora sem mais argumentos.

<sup>22</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, Almedina, 2009, 730.

No entanto, em comentário ao artigo 301.º do CSC, fala abertamente em destaque<sup>23</sup> – o que suscita algumas dúvidas sobre qual o entendimento que tem acerca desta figura.

Diversos autores têm defendido a revisão do princípio da indivisibilidade, ou interpretam-no como tendo apenas uma virtude quantitativa. Para nós, argumento decisivo quanto a esta questão é o atual regime dos valores mobiliários. Parece-nos inegável que perante a consagração legal de uma figura, pouco espaço resta para discutir a sua admissibilidade.

O artigo 1.º, al. f) do CVM deixa, a nosso ver, bem claro que o artigo 276.º, n.º 4 do CSC deve ser interpretado apenas como uma proibição de *stock-split*, ou seja, de divisão nominal das ações.

b) Como sabemos, a doutrina tradicional tem-se mostrado avessa à cindibilidade de ações, admitindo apenas a figura do cupão (artigo 301.º CSC) que, apenas *representando* um direito aos lucros já determinados (logo, um direito concreto) ou suportando a legitimação do crédito do dividendo<sup>24</sup>, acabaria por não pôr em causa a unidade da ação nem por colocar o problema teórico da transmissão de um direito sem conteúdo concreto.

No destaque do direito aos lucros, porém, parece ir-se mais longe. Tudo indica que se transmite um direito abstrato, cujo conteúdo carece ainda de concretização, sendo até aí incerto.

É aí mesmo que reside o interesse da operação, pois o cedente pretende proteger-se contra eventuais variações de valor ao passo que o cessionário visa adquirir algum benefício com essas mesmas variações, como acima se viu. Percebe-se assim que o destaque só tem interesse para as partes em virtude do direito de crédito eventualmente emergente ainda não estar determinado. É daí que nasce o risco, e por conseguinte o desejo de proteção e o interesse especulativo de uma e de outra parte.

É também daí que nasce a questão de saber se a expectativa pode, enquanto direito, ser alienada ou se, em virtude de corresponder a um direito abstrato, não é suscetível de alienação, como defendem alguns autores<sup>25</sup>.

Neste âmbito relembramos que o Prof. Menezes Cordeiro considera os direitos abstratos dos acionistas como verdadeiros direitos subjetivos, pois embora surjam como expectativas em relação a um bem futuro “(...) *permitem exprimir uma posição favorável do sujeito, tutelada pelo Direito, de exercício permitido e reportada a vantagens*

<sup>23</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *op. cit.*, 776.

<sup>24</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Direitos Destacáveis – O Problema da Unidade e Pluralidade do Direito Social*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. I, Coimbra Ed., 1999, 172.

<sup>25</sup> Neste sentido, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *op.cit.*, 174.

suscetíveis de expressão linguística unitária. (...) Além disso, o “direito abstrato” pressupõe ou implica determinados direitos instrumentais, também suscetíveis de efetivação. Por exemplo, os direitos de acesso às instalações sociais, de informação, de consulta de documentos ou de ser recebido no departamento de contabilidade e pagamentos”<sup>26</sup>.

O Prof. Menezes Leitão considera, também, estarmos perante uma expectativa, falando em “venda de expectativas jurídicas” ou “alienação de um direito de expectativa”<sup>27</sup>. Esta última expressão vai no sentido de que também considera a expectativa como um verdadeiro direito, não se levantando quaisquer problemas à sua transmissão.

Estando perante um direito subjetivo – ou seja, uma *permissão normativa específica de aproveitamento de um bem*<sup>28</sup> –, ainda que fora do âmbito dos valores mobiliários, salvo outras considerações, nada parece obstar à sua cessão ao abrigo da autonomia privada.

Ainda assim, parece-nos que convém precisar o seguinte: embora o direito aos lucros corresponda, numa fase inicial, a um direito abstrato e, por conseguinte, a uma expectativa, parece-nos que no destaque estamos mais próximos da alienação de um direito futuro concreto do que de uma expectativa.

E isto pelo seguinte: se, no âmbito societário, a expectativa do direito aos lucros é tutelada através de diversos mecanismos, como o direito potestativo de exigir a distribuição dos lucros, e se é incidível de outros direitos, como o de decidir ou não pela distribuição dos lucros distribuíveis, então isso implicaria que o adquirente do direito destacado passasse, por sua vez, a beneficiar daqueles mecanismos – interferindo na vida societária.

Ora, tal seria manifestamente inaceitável: não só não é esse efeito que se pretende atingir através do destaque, como isso implicaria uma dispersão dos direitos inerentes, levando ao esvaziamento dos direitos do acionista – de que abaixo se falará. O adquirente do direito destacado não adquire, portanto, o direito aos lucros em abstrato, “de raiz”, mas adquire, sim, o direito aos lucros concretos futuros.

Desta feita, concluímos que embora se aceite que a expectativa corresponda a um verdadeiro direito subjetivo, o direito abstrato que a originou não é transmitido: o direito abstrato aos lucros continua na esfera do acionista, tal como permanece na sua esfera o direito de votar pela distribuição, ou não, dos lucros distribuíveis, e também o eventual direito potestativo de exigir a distribuição daqueles lucros – quando tal tenha sido decidido mas não tenha sido executado.

<sup>26</sup> MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, vol. I, *das Sociedades em Geral*, Almedina, 2009, 509.

<sup>27</sup> LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES LEITÃO, *Cessão de Créditos*, Almedina, 2005, 439 e 440.

<sup>28</sup> MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil Português*, Tomo I, Almedina, 2000, 2.<sup>a</sup> ed., 166.

O adquirente, com o destaque, tem apenas o direito aos lucros em concreto, isto é, a concretizar no futuro<sup>29</sup>. Mas não adquire, de modo algum, o direito aos lucros em abstrato, que implica um universo de faculdades que não lhe cabe a si, mas apenas ao acionista, titular.

c) Quanto ao esvaziamento dos direitos do sócio, parece-nos que, de facto, este deve servir de limite à admissibilidade do destaque. Simplesmente, não nos parece que o direito aos lucros, ao ser alienado, esvazie os direitos do acionista: perfeitamente plausível é que este se garanta contra eventuais flutuações no mercado, cedendo o seu direito aos lucros relativamente a certo número das suas ações e não alterando, assim, o número de ações de que é titular nem, por conseguinte os seus direitos de participação.

Nestes moldes, continua a usufruir dos seus direitos de voto – que exercerá conformemente aos seus interesses, lucrando com a valorização da empresa mas tendo sempre uma garantia face a uma eventual desvalorização.

Resumindo, aos argumentos acima referidos respondemos:

- a teoria clássica da indivisibilidade quantitativa e qualitativa das ações está ultrapassada, como o prova a prática no comércio atual; a indivisibilidade das ações deve ser entendida em sentido apenas quantitativo;
- o direito aos lucros, enquanto direito abstrato, não é transmitido através do destaque. Apenas se transmite o direito aos lucros *em concreto*. Sem prejuízo de o adquirente do direito destacado ter uma expectativa, o direito abstrato que deu origem àquela expectativa permanece na esfera do acionista: o destaque visa somente os lucros concretizados, o que seria manifestamente incompatível com a transmissão do direito abstrato aos lucros, pois tal implicaria também a transmissão de um conjunto de poderes e faculdades que cabem apenas ao sócio e de que, aliás, deve continuar a fazer uso depois do destaque;
- o esvaziamento dos direitos do sócio deve sempre servir de limite ao destaque: parece-nos que deve ser encontrado um equilíbrio entre a legítima prossecução de fins económicos, por um lado, e a manutenção da integridade de conceitos essenciais ao universo societário, por outro. Ainda assim, o destaque do direito aos lucros não nos parece levar, *a priori*, a um esvaziamento dos direitos do sócio.

<sup>29</sup> Neste sentido: PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2011, 2.<sup>a</sup> ed., 2011, 129, ao falar em cindibilidade do “direito ao dividendo *deliberado*”.

Ponderando os argumentos geralmente invocados contra o destaque, a rejeição do mesmo parece decorrer essencialmente das regras da indivisibilidade das ações e da paridade entre poder económico e poder de participação, as quais se consideram – justamente – como garantias do equilíbrio entre interesses dos sócios e interesses da sociedade, representando por isso a sua preterição um perigo para esse mesmo equilíbrio.

Não obstante, as realidades do mercado demonstraram que a alienação de direitos inerentes, pelas mais diversas razões, acaba por estar também no interesse dos investidores, merecendo agora consagração legal enquanto valores mobiliários.

Ora, tendo-se aberto esta exceção ao entendimento tradicional, parece-nos que perde relevância o facto de a figura dar ou não origem a um valor mobiliário: verdadeiramente relevante é o facto de se admitir a figura do destaque – o que só por si é um fator de peso perante os argumentos que até aí se lhe opuseram.

Daí decorre, na nossa opinião, que o destaque deve ser admitido, origine ou não um valor mobiliário. Isto sem prejuízo das limitações apontadas pela doutrina nesta matéria, como o esvaziamento dos direitos do acionista.

Admitindo-se, então, o destaque que não enquanto valor mobiliário, surge a questão de saber qual será o regime que se lhe deve aplicar.

O Prof. Menezes Leitão pronuncia-se no sentido de que a transmissão do direito aos lucros se traduz numa cessão de créditos futuros, devendo esta enquadrar-se no artigo 880.º do Código Civil. Nesta aceção, a transmissão do crédito para o adquirente verificar-se-ia logo no momento em que ele é adquirido pelo alienante – nos termos do artigo 408.º do mesmo Código –, sendo que até aí fica o vendedor obrigado a efetuar as diligências necessárias para que o comprador adquira o bem vendido, segundo o que for estipulado ou resultar das características do contrato<sup>30</sup>

O Prof. Pedro Pais de Vasconcelos, em posição análoga, considera que “*Os juros e dividendos são frutos civis e, como tais, estão sujeitos às regras dos artigos 212.º e ss. do CC, e também à do artigo 880.º*”<sup>31</sup>.

As referidas soluções podem levantar algumas dúvidas, tendo em conta que o direito aos lucros já está na esfera do adquirente. No entanto o controlo sobre os meios necessários para a produção dos lucros continua na esfera do acionista, visto que este alienou apenas o direito aos lucros e não o restante conteúdo da sua posição de acionista.

Assim, o acionista continua – deve continuar – a participar na atividade da empresa de modo a maximizar o seu valor e a agir por forma a que haja lucros.

<sup>30</sup> LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES LEITÃO, *Cessão de Créditos*, Almedina, 2005, 440.

<sup>31</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *op. cit.*, 173.

O adquirente tem o direito aos lucros, mas só passa a ter os lucros propriamente ditos, naturalmente, quando e se estes forem produzidos.

Concluimos que a natureza ou não de valor mobiliário pouco releva a nível de regime em termos gerais, visto que as soluções explicitadas se aplicam num e noutro caso.

Quanto ao Código dos Valores Mobiliários, parece-nos que certas das suas disposições se devem aplicar, por analogia.

## **Conclusão**

O destaque do direito aos lucros, fruto de um mercado cada vez mais sofisticado, impôs-se na vida societária. Trata-se de uma figura utilizada essencialmente para fins económicos mas, simultaneamente, com substanciais repercussões nas sociedades, essencialmente ao nível da tomada de decisões.

Coloca diversas questões, sendo que a mais importante, a nosso ver, é a de saber qual o limite entre interesses económicos legítimos e o dever do acionista agir no interesse da sociedade.

Como vimos, mesmo reconhecendo-se que um acionista só deve poder tomar decisões no interesse da sociedade e, por conseguinte, decisões que se repercutem no interesse económico que tem, enquanto acionista da mesma sociedade, a dificuldade reside em pôr a descoberto as situações em que tal não se verifique, isto é, em saber quando é que o acionista exerce o seu poder de voto sem ter o interesse económico que inicialmente lhe corresponde.

Revela-se extremamente difícil, por outro lado, estabelecer normas que respondam de forma adequada ao fenómeno – até porque o destaque do direito aos lucros não acarreta necessariamente um efetivo esvaziamento do direito de voto, na medida em que nem todo o acionista que ceda o seu direito aos lucros deixa, só por isso, de ter interesse em tomar decisões eficientes do ponto de vista da sociedade.

Ainda assim, vimos que a adoção de normas de transparência parecem ser a forma mais adequada para prevenir os efeitos negativos do esvaziamento do direito de voto.

Tratando-se de um fenómeno relativamente recente e que goza, na maior parte dos casos, de uma grande dissimulação, parece que só perante a aplicação de normas de transparência será possível aferir qual a sua extensão e, aí, determinar até que ponto os problemas que cria podem ser tratados de mais alguma forma que através da publicidade das situações que geram esvaziamento do direito de voto (por exemplo, um acionista só poder votar na medida do seu interesse económico).



Em qualquer dos casos, pensamos que a figura é representativa do quão imaginativo pode ser o mercado: em fim de contas, estamos perante uma manifestação de que certos esquemas de investimento, quando ultrapassam os limites da legitimidade (pelo menos, moral), podem revelar-se gravemente prejudiciais para as sociedades visadas.

Tal realidade, num mercado cada vez mais competitivo, deve merecer a maior atenção, de forma a proteger o seu funcionamento e integridade.