

Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre empty voting

PROF.^a DOUTORA ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA

DR.^a MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA

SUMÁRIO: 1. Desenvolvimentos recentes. 2. O impacto no governo das sociedades: os efeitos da separação entre titularidade do capital/crédito e titularidade do interesse económico. 3. Regras de transparência: as regras europeias e a intervenção reguladora da CMVM. O problema da imputação: 3.1. A revisão da Diretiva Transparência; 3.2. O Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo às vendas a descoberto e a certos aspetos dos swaps de risco de incumprimento; 3.3. A revisão da Diretiva do Abuso de Mercado; 3.4. A revisão da DMIF e a Proposta de Regulamento relativo aos derivados OTC, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações; 3.5. O Regulamento da CMVM n.º 4/2010; 3.6. A Instrução da CMVM n.º 2/2008 e os Regulamentos da CMVM n.os 5/2010 e 2/2011. 4. Uma estratégia substantiva? Deveres dos acionistas na contratação de instrumentos financeiros e deveres dos titulares de posições vazias. 5. Regras sobre conflitos de interesses.

1. Desenvolvimentos recentes¹

O impacto dos derivados no exercício dos direitos sociais e dos direitos de crédito e, por esta via, no governo das sociedades, era, até recentemente, essencialmente um tema discutido por académicos. Sobretudo por pressão da crise financeira, tanto os derivados de ações como os derivados de crédito vêm, no

¹ A matéria encontra-se atualmente em curso de revisão. Neste artigo, foram considerados materiais normativos e estudos legislativos a que foi possível aceder até março de 2012.

entanto, ganhando um lugar central como problema regulativo², seja na Europa – com múltiplas iniciativas legislativas –, seja nos Estados Unidos, onde o *Dodd-Frank Act* (D.F.A.) procurou eliminar diversas lacunas respeitantes a instrumentos “exóticos” que permitiam que práticas abusivas permanecessem por identificar e regular³. O *Joint Report on International Swap Regulation*, da *Securities Exchange Commission* (S.E.C.) e da *Commodity Futures Trading Commission* (C.F.T.C.)⁴, emitido em 31 de janeiro de 2012 [conforme requerido pela sec. 219(c) do D.F.A.], fornece um enquadramento sobre as iniciativas de regulação dos mercados de derivados de balcão levadas a cabo, após a crise financeira, por todo o mundo. Como se pode ler em comunicado da Comissão Europeia⁵, o quase colapso da Bear Sterns, em março de 2008, a falência do Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008, e a operação de salvamento da AIG, no dia seguinte, para além dos vários outros eventos que marcaram o eclodir da crise financeira, deixaram claras as falhas no funcionamento do mercado de deriva-

² No que respeita aos derivados de crédito, são problemáticos, sobretudo, os CDSs (*credit default swaps*) e CDOs (*collateralized debt obligations*), sejam *cash* CDOs ou CDOs sintéticos: no primeiro caso, o originador, *v.g.*, Banco, tem portfólio de ativos (créditos hipotecários, títulos de dívida, etc.), que vende ao SPV (*special purpose vehicle*, que pode ser um *trust*, uma sociedade ou outra entidade normalmente domiciliada num paraíso fiscal e regulatório) e assim elimina esses valores das suas contas, recebe os valores considerados e transfere o risco; o SPV, por seu lado, emite e vende títulos aos investidores (securitização), representativos de diferentes tranches (*senior*, *junior*); no segundo caso, em vez de vender os ativos que integram o portfólio compra proteção através de CDSs, mediante o pagamento de um prémio, que é depositado junto de um *trustee* para garantir a obrigação; o SPV emite títulos que são comprados pelos investidores (também depositados junto do *trustee* e contribuem para a garantia). Em caso de incumprimento, primeiro é pago o Banco (comprador da proteção), depois a dívida “*senior*” e a dívida “*junior*”, estando, assim, os investidores expostos ao risco do incumprimento. Lembre-se, a título de exemplo das dificuldades criadas por estes instrumentos, o caso Goldman Sachs, em que esta instituição financeira, titular de uma carteira de ativos que incluía créditos hipotecários, para se proteger contra o risco de queda do mercado imobiliário, celebrou contratos de CDOs sintéticos. Criou para o efeito o Abacus (SPV), com quem celebrou CDSs, comprando proteção. O Abacus 2007 emitiu e vendeu títulos (AAA) aos investidores (IKB, ACA). Os ativos que integravam a carteira eram escolhidos por Paulson, diretor de um *hedge fund*, que identificou mais de 100 obrigações que iriam sofrer eventos de crédito. Paulson tinha interesses contrários aos dos investidores e sabia que estes iriam ter prejuízos. Nada foi divulgado aos investidores. Também o colapso da AIG foi causado em boa parte pelo seu portfólio de CDS. Cf., por todos, a este último propósito, WILLIAM K. SJOSTROM, *The AIG bailout*, (1-Nov.-2009). Washington and Lee Law Review, Vol. 66 (2009), 943, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1346552>. Trata-se de meros exemplos.

³ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Public Law 111-203, 21-jul.-2010).

⁴ Disponível em <http://www.sec.gov/news/studies/2012/sec-cftc-intlswapreg.pdf>.

⁵ IP/10/1125

dos OTC, onde cerca de 80% dos instrumentos derivados são negociados. Também na Europa as limitações do quadro regulador se tornaram patentes e assumem especial relevância se se lembrar o peso dos mercados europeus de derivados⁶. O fenómeno representa tanto um problema próprio do mercado financeiro como de cariz especificamente societário, sem que as duas dimensões (mobiliária e societária) possam, ou devam, ser separadas.

Em particular, o esvaziamento do voto ou *empty voting*, assim cunhado por Hu/Black⁷ – que o consideravam potencial abuso face aos padrões da *corporate governance* – tem sido objeto de cada vez maior atenção por parte de reguladores, empresas, investidores institucionais e dos próprios tribunais. Manteve-se, porém, razoável incerteza sobre se este esvaziamento do voto consubstancia real problema carente de intervenção legislativa, bem como sobre o impacto que tem no governo das sociedades, na transparência e no mercado do controlo⁸. Tal explica a iniciativa de consulta pública lançada pela ESMA⁹ em setembro de 2011 tendente a obter mais dados e apreciações sobre a matéria: perante o difícil *trade-off* entre as vantagens de um sistema que consente o *empty voting* e os inconvenientes que lhe estão associados, o regulador europeu procurou coligir factos concretos capazes de permitir avaliar em que medida o esvaziamento do voto ocorre na prática e quais os seus efeitos, ponderando uma possível reação regulativa ao fracionamento dos direitos de voto¹⁰. Ao mesmo tempo foi-

⁶ DEUTSCHE BÖRSE GROUP, *The Global Derivatives Market – An Introduction (White Paper)*, 12.

⁷ Numa completa série de artigos, sempre citados. HU/BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, Southern California Law Review, Vol. 79, 811-908, 2006, disponível em <http://ssrn.com/abstract=904004>; HU/BLACK, *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, Journal of Corporate Finance, vol. 13, 343-367, 2007, disponível em <http://ssrn.com/abstract=874098>; HU/BLACK, *Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms*, Business Lawyer, Vol. 61, 1011-1070, 2006, disponível em <http://ssrn.com/abstract=887183>; HU/BLACK, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions* (2008), University of Pennsylvania Law Review, Vol. 156, 625-739, 2008, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1030721>; HU/BLACK, *Debt, equity and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications*, European Financial Management Journal, Vol. 14, 2008, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1084075>.

⁸ Trata-se de matéria que será objeto de aprofundamento, pela segunda signatária deste artigo, em estudo posterior, realizado no âmbito do curso de mestrado em direito civil (no seminário de direito das garantias), na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, subordinado ao tema geral da utilização de valores mobiliários com funções de garantia.

⁹ *European Securities and Market Authority*, em português Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (AEVMM).

¹⁰ A ESMA atende especificamente às empresas cujas ações se encontram admitidas à negociação em mercado regulamentado, não obstante o fenómeno atingir potencialmente qualquer

-se formando consenso nas instituições europeias sobre os potenciais efeitos negativos do fenómeno sob o ponto de vista da transparência e inerente impacto no mercado. Uma reforma da Diretiva da Transparência que estenda o regime de divulgação obrigatória de participações a todos os instrumentos com efeito económico similar à detenção de ações – medida já prevista em ordenamentos jurídicos como o português ou o inglês¹¹ – parece reunir razoável consenso. As vendas a descoberto são igualmente objeto de restrições pelo recentemente aprovado Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho sobre vendas a descoberto e certos aspectos dos *swaps* de risco de incumprimento¹², exigindo-se uma “expectativa razoável” de aquisição das ações (a concretizar pela ESMA). A DMIF e a Diretiva do Abuso de Mercado encontram-se, do mesmo modo, em curso de revisão.

Também do lado de crédito os derivados têm estado sob a intensa atenção dos reguladores europeus e norte-americanos. Se, em geral, muito se tem escrito sobre as vantagens e os perigos destes instrumentos, é, em especial, o seu contributo para a crise financeira que esteve desde o início no centro do debate, sobretudo à medida que a respetiva conceção como contratos de seguro se foi tornando cada vez mais longínqua, com as finalidades especulativas e de arbitragem a ocupar o papel central, em detrimento da função tradicional de cobertura (*hedging*). Medidas recentes, por vezes apelidadas de populistas, procuram precisamente recentrar a utilização destes instrumentos no seu objetivo principal de cobertura dos riscos associados à dívida, em especial fazendo os *swaps* de risco de incumprimento assentar no princípio do interesse segurável. A sua real valia está por definir.

A importância destes derivados enquanto meio de salvaguarda das empresas face aos riscos de mercado, de crédito, de regulação e outros análogos é

sociedade anónima. Apesar de notar que os instrumentos derivados e as estratégias de negociação subjacentes ao fenómeno são normalmente utilizados para a obtenção de fins completamente legítimos, a ESMA aponta que podem ser usados para influenciar a empresa sem um interesse económico correspondente, gerando potenciais conflitos de interesses com os efetivos titulares de interesses na sociedade. No quadro europeu, a matéria pode enquadrar-se na Diretiva Transparência (2004/109/CE), na Diretiva relativa às OPAs (2004/25/CE) e nas Diretivas de direito das sociedades (v.g. Diretiva dos direitos dos acionistas: 2007/36/CE).

¹¹ Cf. também o ordenamento francês onde há requisitos de divulgação de interesses temporários em direitos de voto na data da assembleia geral. Ente nós, existem regras que obrigam a notificar a CMVM e a sociedade quando alguém tenha declarado a intenção de participar na assembleia geral mas transmitiu a titularidade das ações a sujeito diverso entre a *record date* e o termo da AG.

¹² Aprovado pelo Parlamento Europeu na reunião de 15-nov.-2011 e pelo Conselho em 21 de fevereiro de 2012. Cf. *infra*.

reconhecida, mas as vantagens que levaram, inicialmente, a aceitar que os mesmos “contribuíram para o desenvolvimento de um sistema financeiro mais flexível, eficiente e resistente”¹³ – sobretudo no que toca à afetação do risco, com aumento da liquidez dos bancos e consequente alargamento do crédito concedido – acabaram por ser suplantadas pelos efeitos nocivos que lhes são inerentes. São conhecidas as consequências de aumento da volatilidade e exacerbamento da reação dos mercados, de agravamento dos riscos de abuso, bem como o risco de incumprimento em caso de inflação das ações, se o número de ações transacionadas for superior às existentes no mercado¹⁴. Os perigos dos derivados de crédito explicam a aprovação do regulamento relativo a vendas a descoberto e a certos aspetos dos *swaps* de risco de incumprimento. Como a Comissão no seu comunicado de imprensa, lembre-se Michel Barnier, comissário responsável pelo mercado interno e serviços, quando disse que “*nenhum mercado financeiro se pode dar ao luxo de continuar a funcionar como o faroeste. Os derivados OTC têm um grande impacto na economia real, desde o preço das hipotecas ao preço dos produtos alimentares. A ausência de um enquadramento regulamentar para os derivados OTC contribuiu para a crise financeira e para as tremendas consequências com que todos nos estamos a confrontar. Hoje, propomos regras que trarão mais transparência e responsabilidade aos mercados de derivados. Assim, ficaremos a saber quem está a fazer o quê e quem deve quanto a quem e poderemos atuar para evitar que as dificuldades de uma instituição individual desestabilizem todo o sistema financeiro, como aconteceu com a falência do Lehman*”¹⁵. A importância de uma ação concertada dos vários Estados membros é apontada, tanto mais que o segmento dos derivados OTC opera com quase total desconsideração das fronteiras nacionais. De outra maneira, a eficácia das medidas ficará comprometida e criará dificuldades no mercado, nomeadamente influenciando a confiança dos investidores.

¹³ Assim, ALAN GREENSPAN, em 2005, acabando, mais tarde, por reconhecer a existência de um défice intelectual no uso dos derivados de crédito que levou ao colapso do sistema financeiro.

¹⁴ Sobre estes, cf. a entrevista de Pascoal Canfin, de 16 de novembro de 2011, na sequência da aprovação pelo parlamento europeu da Proposta de Regulamento sobre vendas a descobertos e *swaps* de risco de incumprimento, disponível em <http://www.europarl.europa.eu/pt/headlines/content/20111107FCS30711/4/html/Entrevista-com-Pascal-Canfin-sobre-vendas-a-descoberto-e-swaps-de-risco-de-incumprimento>. Cf. também RENÉ M. STULZ, *Credit default swaps and the credit crisis*, ECGI - Finance Working Paper No. 264/2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1475323> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1475323>. Cf. ainda a síntese fornecida por PARTNOY/SCREEL JR., *The promise and perils of credits derivatives*, University of Cincinnati Law Review, Vol. 75, 1019 (2007); disponível em <http://ssrn.com/abstract=929747>.

¹⁵ Press release IP/10/1125, disponível em <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/10/1125>.

Para além dos perigos sistémicos inerentes aos derivados, colocam-se problemas ao nível especificamente societário. Após se ter tornado inequívoco o fim do dogma jurídico e económico de que os direitos sociais (em especial, de voto) se encontram ligados a um interesse económico na sociedade, ao qual seriam proporcionais, tornou-se igualmente evidente, agora do lado do crédito, que também os direitos dos credores são cindíveis do interesse económico e que os mesmos nem sempre procuram a maximização do valor da empresa. Por vezes são até titulares de uma posição económica negativa (*net short position*) e, no mínimo, em caso de “esvaziamento” do crédito, o incentivo à monitorização é reduzido. O grau de consenso obtido nesta área é, todavia, menor.

A titularidade de votos sem interesse económico subjacente (*empty voting*) ou até com interesse económico negativo, nos casos da detenção de posições curtas (“vazias”: *fully empty*, *partly empty* e *negative positions*), bem como a titularidade de propriedade económica sem votos correspondentes (*hidden ownership*), na hipótese das posições longas, é, embora não exclusivamente, um problema de direito das sociedades. E é um problema tanto material quanto formal, na medida em que, para além dos perigos substanciais (abstratos e concretos) para o governo das sociedades, trata-se também de conhecer a estrutura de poder real da sociedade. O fenómeno reproduz-se no que respeita aos derivados de crédito (*debt decoupling*), que dão origem ao aparecimento de *empty creditors* – credores com interesse económico nulo ou negativo na sanidade financeira da sociedade (mas que mantêm formalmente todos os direitos associados à posição credora) –, bem como à situação simétrica da titularidade oculta de créditos¹⁶. O impacto é tanto societário como sistémico, produto da sujeição dos credores a risco moral e ao apontado interesse económico negativo: por um lado, o credor não tem interesse em despender tempo e recursos a fiscalizar o devedor, já que, ainda que este entre em *default*, irá sempre receber o valor devido; o vendedor de proteção, de sua parte, não tendo qualquer relação contratual com o devedor, não poderá fiscalizá-lo com a mesma eficiência. Por outro lado, se o comprador da proteção tiver um crédito inferior ao valor do CDS (*over-hedging*), terá interesse em que o devedor entre em incumprimento, de forma a receber o montante do CDS, podendo utilizar a sua influência para forçar uma situação de incumprimento e a apresentação à

¹⁶ Identifica-se ainda a cisão híbrida ou *hybrid decoupling*, que conjuga o destaque do capital e da dívida, através da cobertura do capital com dívida ou vice-versa (v.g., os credores cobrem o risco de incumprimento comprando *put options* das ações da sociedade ou assumindo uma posição curta num *equity swap* de ações). As possibilidades de manipulação são aqui especialmente intensificadas: *cross-market manipulation*. Assim, HU/BLACK, *Debt, equity and hybrid decoupling* cit., 25 ss.).

insolvência. À partida, não concordará com uma reestruturação da dívida ou com concessões quanto ao respetivo pagamento. Assim, os credores com interesse económico negativo ganhariam, no limite, com a destruição de uma empresa competitiva que falha um pagamento da dívida: trata-se de ideia que a *International Swaps and Derivative Association* (ISDA) tem procurado afastar, invocando que o preço elevado que, em tal caso, teria de ser pago pelo CDS – em reflexo do risco mais elevado – tal estratégia retiraria rendibilidade¹⁷. De qualquer maneira, os incentivos perversos criados pelos derivados de crédito têm sido especialmente postos em evidência no caso dos *credit default swaps* de dívida soberana, acusados de gerarem expectativas negativas quanto ao desempenho dos países¹⁸. Bem se vê que as dificuldades geradas são equiparáveis do

¹⁷ Cf. HOLGER SPAMANN, *Collateral damage? Derivatives trading and empty voting* (18-out.-2010), disponível em http://www.law.harvard.edu/programs/corp_gov/papers/2010fall-Speakers_10-18_Spamann.pdf

¹⁸ No considerando (18) do regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho sobre vendas a descoberto e certos aspetos dos swaps de risco de incumprimento, pode ler-se: “*considera-se por vezes que a venda a descoberto de ações e de dívida soberana sem garantia de detenção dos ativos correspondentes aumenta os potenciais riscos de falha de liquidação e a volatilidade do mercado. Para reduzir tais riscos, é conveniente aplicar restrições proporcionadas às vendas a descoberto sem garantia de detenção dos ativos daqueles instrumentos. As restrições deverão, no pormenor, ter em conta os diferentes mecanismos atualmente usados para as vendas a descoberto com garantia de detenção dos ativos*”. O Regulamento não enveredou por um sistema de proibição absoluta. Na verdade, já se tem entendido que a proibição da venda a descoberto de dívida soberana dificilmente terá um efeito estabilizador, podendo, pelo contrário, gerar vendas em massa por parte dos investidores com posições longas no instrumento atingido pela proibição e, em consequência, agravar a crise financeira, em vez de a conter” (assim, *v.g.*, cf. OECD Working Party in Public Debt Management, OECD Journal: Financial Market Trends, vol. 2010, issue 2 (2011), 5. O regime que entrará em vigor em novembro de 2012 não contempla, porém, uma radical proibição na matéria. O artigo 14.º/1 estabelece, é certo, que “as pessoas singulares ou coletivas só podem concluir transações de swaps de risco de incumprimento soberano se tais transações não conduzirem a uma posição não coberta num swap de risco de incumprimento soberano a que se refere o artigo 4.º”. Não obstante, o n.º 2 determina que “as autoridades competentes podem suspender temporariamente as restrições referidas no n.º 1 se, com base em fundamentos objetivos, considerarem que o respetivo mercado de dívida soberana não está a funcionar convenientemente e que essas restrições poderiam ter um impacto negativo sobre o mercado de swaps de risco de incumprimento soberano, sobretudo por aumentarem o custo da dívida para os emitentes soberanos ou afetarem a capacidade dos emitentes soberanos de emitir nova dívida. Os referidos fundamentos baseiam-se nos seguintes indicadores: a) taxa de juro da dívida soberana elevada ou crescente; b) alargamento do spread da taxa de juro da dívida soberana em relação à dívida soberana de outros emitentes soberanos; c) alargamento do spread do swap de risco de incumprimento soberano em relação à própria curva e em relação a outros emitentes soberanos; d) tempestividade do regresso do preço da dívida soberana ao seu equilíbrio original após uma transação avultada; e) montantes de dívida soberana que é possível negociar. As autoridades competentes podem utilizar outros indicadores além dos referidos no primeiro parágrafo, alíneas a) a e)”.

lado do crédito e do lado do capital. Desta última perspectiva, os *equity derivatives* abrem caminho para que a sociedade possa, no limite, ser controlada por quem não tem interesse económico, em virtude do asseguramento do risco (*inter alia*), o que acarreta questões prementes, particularmente num momento em que uma das estratégias de reforço do controlo sobre a administração passa pelo *shareholder empowerment* e, portanto, pela atribuição de mais poderes aos acionistas¹⁹, aumentando o impacto do “esvaziamento do voto”.

Feito este enquadramento, assentemos, pois, com ZETZSCHE²⁰, que a perspectiva societária não pode ser excluída do debate²¹: afinal não é apenas um problema de eficiência que está em causa mas também de *corporate governance* e, bem assim, de governo da dívida (*debt governance*)²². Por isso se tem questionado se a regulação dos mercados de capitais não deve tomar em consideração a forma como influencia a *corporate governance*²³. É neste campo de cruzamento do direito societário com o direito mobiliário que se localiza, então, a nossa análise.

2. O impacto no governo das sociedades: os efeitos da separação entre titularidade do capital/crédito e titularidade do interesse económico

A “revolução dos derivados”²⁴ – com a divulgação de *equity swaps* e outros derivados negociados ao balcão e o crescimento do mercado do empréstimo de ações, que tornaram mais fácil e barato separar propriedade económica e poder de voto – veio, nos termos expostos, permitir que *outsiders* (sujeitos sem inte-

¹⁹ Recorde-se, a mero título de exemplo, em matéria de remuneração, o princípio *say on pay*.

²⁰ *Against mandatory disclosure of economic-only positions referenced to shares of European issuers – Twenty Arguments against the CESR Proposal*, Center for Business and Corporate Law Research Paper Series (6/2010), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1559787> (17).

²¹ Ainda que a feição mais visível da cisão da dívida seja ao nível do impacto sistémico. Cf. HU/BLACK, *Debt, equity and hybrid* cit., 27 ss.

²² Em rigor, o “governo da dívida” refere-se ao papel da dívida no governo das sociedades. Cf. WHITEHEAD, *Creditors and debt governance, research handbook on the economics of corporate law*, Claire Hill & Brett McDonnell, eds., Edward Elgar Publishing, 2011; Cornell Legal Studies Research Paper n. 011-04, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1760488>.

²³ Cf. WHITEHEAD, *The evolution of debt: covenants, the credit market, and corporate governance* (11-ag.-2009). *The Journal of Corporation Law*, vol. 34, No. 3, 641, Boston Univ. School of Law Working Paper No. 08-26. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1205222137>.

²⁴ *Empty Voting and Hidden Ownership* cit.

resse económico na sociedade) exerçam o voto e que *insiders* obtenham mais votos do que propriedade económica, adquirindo uma influência desproporcionada na sociedade. Já se tem mesmo dito que, apesar de a análise *standard* assentar na votação de acordo com a *ratio* estabelecida por lei ou pelas empresas (tipicamente, *one share one vote*), no caso de o custo da separação e da negociação dos votos ser suficientemente baixo, passam afinal a ser os acionistas a escolher essa *ratio*²⁵. Se era conhecida a figura do destaque de direitos de conteúdo patrimonial e se houve quem se pronunciasse em favor da equiparação a esta do destaque de direitos políticos²⁶, valia, quase incontroversa, uma regra de proibição de cisão do voto²⁷. As novas formas de compra dos votos nas sociedades anónimas, ou *new vote buying*, vieram, porém, dar corpo a uma efetiva separação entre o voto e a titularidade do interesse económico, lançando significativos desafios do ponto de vista da *corporate governance*²⁸. A deturpação potencial dos incentivos económicos ao exercício do voto condiciona toda a

²⁵ Assim, SUSAN E. K. CHRISTOFFERSEN/CHRISTOPHER C. GECZY/DAVID K. MUSTO/ADAM V. REED, *Vote trading and information aggregation*, Finance Working Paper n.º 141/2007 (jan. 2007), disponível em http://ssrn.com/abstract_id=686026.

²⁶ Cf. JOSÉ MARQUES ESTACA, *O destaque dos direitos de voto em face do código dos valores mobiliários, Estudos em honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, vol. II, Coimbra, 2008, 1347-1361, que procura demonstrar a inexistência de uma regra de indissociabilidade do direito de voto da participação social. O autor parte da revogação do artigo 3.º/2, a), do CdMVM e equationa esta possibilidade face ao CVM, em que desaparece qualquer referência ao conteúdo económico do direito para que este possa ser destacado.

²⁷ O artigo 55.º/3, b), do CVM qualifica o direito de voto como “direito inerente” mas entende-se que não é destacável: em causa estaria, tão-só, a legitimidade para o exercício de direitos e não a possibilidade de cindir o voto da participação social. Cf., por todos, NUNO TRIGO DOS REIS, *As obrigações de votar segundo instruções de terceiro no direito das sociedades*, RDS III (2011), 2, 403-572. Conforme expõe o autor, os terceiros não comungam da finalidade societária comum nem suportam o inerente risco; todavia, a proibição de cessão do voto abrangeria também a situação em que o cessionário é sócio, de tal forma que poderia haver ações sem voto mas não votos sem ações; o sócio que aceite a transmissão do direito estará, em qualquer caso, a aceitar a degradação do seu estado de sócio, passando a ser um mero participante em ganhos e perdas, o que nos convocará para o domínio do artigo 809.º (renúncia antecipada a direitos). Assim, como expõe o autor citado, é a proibição de renúncia antecipada que explica que o sócio não possa autorizar terceiros a determinar o sentido do seu voto, independentemente dos casos em que se suscite. O problema restringe-se, pois, à obrigação de voto de conteúdo indeterminado, pois, na hipótese inversa, há apenas uma determinação antecipada do sentido de voto.

²⁸ Longe se está, pois, do dogma tradicional tão claramente expresso por EASTERBROOK/FISCHER, *Voting in corporate Law*, 26 J. L. & Econ. 395 (1983), 410, quando escreviam que “não é possível separar o direito de voto do interesse no capital [*equity interest*] ... e quem quer comprar um voto tem de comprar também a ação”.

orientação da sociedade o que atinge precisamente os mais elementares alicerces do governo societário.

Dir-se-ia, aliás, que o problema de *corporate governance* colocado é aqui de tipo qualificado ou agravado face às tradicionais dificuldades suscitadas, fundamentalmente relacionadas com a necessidade de (re)alinhamento dos interesses dos administradores com os interesses dos sócios, os proprietários da empresa, e traduzidas, portanto, em custos de agência verticais. Nem são sequer as já clássicas dificuldades inerentes ao tendencial “*short termism*” do acionista. É, agora, um novo e original problema de desalinhamento dos interesses dos próprios sócios com o interesse da sociedade (aqui entendido de uma perspectiva do valor da empresa) que está em jogo, *rectius*, trata-se de assegurar que a votação em assembleia geral não é condicionada pela intervenção de sujeitos que, apesar de formalmente titulares de participações e do voto, têm interesse económico não correspondente ou até contrário ao da sociedade (entendido como o interesse dos sócios titulares de uma posição económica efetiva), conduzindo a decisões suscetíveis de reduzir o valor da empresa. Deparamo-nos, em suma, com uma nova forma de conflitos de interesses entre acionista e sociedade²⁹ (que é simultaneamente um conflito entre acionistas, espelhando “custos de agência horizontais”³⁰), sem prejuízo de a deslocação dos votos poder ocorrer em sentido favorável à maximização do valor da empresa, como também tem sido sustentado.

Tendo em conta que, em geral, os votos não são repartidos em correspondência com a distribuição da informação sobre a forma do seu exercício, o que pode gerar ineficiências, tornou-se possível considerar que as transações dos votos os deslocam para investidores com maior incentivo e condições para votar adequadamente, o que implica também um papel acrescido das agências de aconselhamento de voto, colocando-se questões relevantes quanto aos incentivos e ao governo dos *proxy advisors*. O *vote trading* cumpriria, pois, o papel socialmente benéfico de incorporar mais informação no exercício do voto³¹.

²⁹ O problema que estudamos não corresponde à única situação em que ocorre o exercício do voto por quem não tem interesse económico. Também, por exemplo, o voto pelo representante, dissociado de qualquer investimento, acarreta um novo risco de conflito de interesses. Sobre o tópico, cf. PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, tese de doutoramento ainda não publicada, apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2009, 1063 ss. e *passim*.

³⁰ USHA RODRIGUES, *Corporate governance in an age of separation of ownership from ownership* (7-jan.-2011), Minnesota Law Review, 2011, Vol 95, 1822-1866 (p. 1829), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1736611>.

³¹ Assim concluem CHRISTOFFERSEN/GECZY/MUSTO/REED, *Vote trading* cit., 34 ss.

A negociação do voto poderia aumentar a eficiência global, não obstante estar muitas vezes em causa a venda de posições curtas com interesse negativo e a votação poder, em consequência, reduzir o valor da empresa. Já foi, aliás, sustentado que o aumento da eficiência é provável se os votos dos outros acionistas não estiverem altamente ligados à decisão “correta” ou se for relativamente dispendioso separar os votos das ações na *record date*; em contrapartida, o *empty voting* tende a diminuir a eficiência da sociedade se for relativamente pouco dispendioso separar o voto das ações e se for provável que os outros acionistas votem no sentido “certo”. O risco de manipulações poderia ser contrabalançado por uma probabilidade superior de o voto ser exercido para maximização do valor da empresa³². Este potencial aumento de eficiência não faz, contudo, esquecer a manipulação permitida pelo recurso a instrumentos derivados.

Tomemos como exemplo o sobejamente conhecido caso *Mylan*. Diversos outros exemplos são públicos. Este é, todavia, suficientemente significativo. A *Perry Corp.*, um *hedge fund*, detinha sete milhões de ações da *King Pharmaceuticals*. No final de 2004, a *Mylan Laboratories* anuncia que pretende comprar a sua rival *King* por um prémio substancialmente superior ao valor de mercado, provocando com a notícia uma abrupta descida na cotação das suas ações. Perante esta queda, a aprovação dos acionistas, necessária para que o negócio chegasse a bom porto, tornou-se pouco provável, cenário que não favorecia a *Perry*, acionista da *King*, cujo interesse económico se dirigia à efetivação do negócio. Para garantir que assim sucedia, adquiriu 9,9% da *Mylan*, tornando-se no seu maior acionista e assegurando o inerente direito de voto. Previsivelmente, com a aprovação da aquisição da *King*, a cotação destas ações desceria, pelo que a *Perry* segurou o risco associado às ações recentemente adquiridas, celebrando, para tal, um *equity swap*. Com este negócio consegue transferir os resultados negativos da sua posição de acionista, sem, no entanto, perder a titularidade das ações e o direito de voto. Fica, pois, titular da posição curta ou *interest leg*, *i.e.*, tem mais votos na *Mylan* do que interesse económico, enquanto a sua contraparte fica titular da posição longa, *long leg* ou *equity leg*, de tal maneira que, embora não tenha direitos de voto, tem interesse económico na *Mylan*.

Poder-se-ia perguntar qual o interesse da parte que fica com a posição longa em celebrar este contrato de permuta financeira, quando, na realidade, consegue identificar uma estratégia da *Perry*, que, a ter sucesso, irá resultar numa descida das cotações das ações da *Mylan*. Qual o apelo, no fundo, a segurar um risco de descida de cotações que se adivinha quase certo? Bem se vê que o

³² ALAN BRAV/RICHMOND D. MATHEWS, *Empty voting and the efficiency of corporate governance* (3-fev.-2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1108632>

incentivo para a celebração deste negócio apenas poderá resultar de uma estratégia especulativa da parte que fica titular da *equity leg*. Esta encontra-se, agora, na posse de informações privilegiadas. Enquanto o resto do mercado calculará que a compra da *King* não será aprovada pelos acionistas receosos perante a potencial desvalorização da *Mylan*, o titular da posição longa conhece a estratégia da *Perry*, que lucrará com a compra da *King* e que não sofre as consequências da desvalorização da *Mylan* por ter segurado a sua posição. Utilizando a informação a seu favor, o titular da *equity leg* tenderá a vender a descoberto as ações da *Mylan*. Quando a *Perry*, enquanto acionista da *Mylan*, tiver votado favoravelmente a compra e a cotação das ações descer, o titular da *long leg* compra as ações desta empresa a um preço consideravelmente mais baixo, entregando-as ao comprador a descoberto.

Nesta situação, a *Mylan* é a *host company*, ou seja, a empresa onde ocorre a votação. Mas, como um dos acionistas com direito de voto – a *Perry* – é titular de *related non-host assets*, *i.e.*, de ações de outra empresa cujo valor depende, de alguma forma, do valor das ações da *host company*, o seu interesse económico global dependerá sempre da conjugação destes dois valores, não podendo ser considerado, de forma separada, apenas o seu interesse na *Mylan*. Em concreto, a *Perry*, apesar de ser titular de direitos de voto na *Mylan*, tem nesta empresa um interesse económico negativo: lucrará tanto mais quanto maior for o valor pago para comprar a empresa concorrente.

Carl Icahn, o segundo maior acionista da *Mylan*, opôs-se à aquisição e processou a *Mylan* e a *Perry*, alegando que este e outros *hedge funds* com estratégias similares tinham conseguido obter 19% dos direitos de voto, sem qualquer interesse económico correspondente. A ação tornou-se, porém, inútil quando o negócio foi abandonado por problemas de contabilidade na *King*³³.

Muitas outras situações de *empty voting* têm vindo a ser detetadas no mercado. Em 2008, por exemplo, nos Estados Unidos, dois *hedge funds* – *Children's Investment Fund* e *3G* – adquiriram uma participação económica de 20% na *CSX*, uma empresa de caminhos de ferro norte-americana, através de *equity swaps*, mas mantiveram a sua participação de capital abaixo dos 5%, para evitar as regras de transparência estabelecidas pela SEC. A sentença do *U.S. District*

³³ Para uma explicação do caso, cf. HU/ BLACK, *Empty* cit., pp.15 ss., ANDREW ROSS SORKIN, *Nothing ventured, everything gained*, N.Y. Times, 2-dez.-2004, disponível em <http://www.nytimes.com/2004/12/02/business/02place.html?pagewanted=print&position>. Existem outros casos em que foram verificadas estratégias semelhantes, como a compra da *MONY* pela *AXA* francesa.

Court for the Southern District of New York onde a matéria foi discutida enfatizou que a contraparte no contrato de *equity swap* normalmente vota no sentido dos interesses dos clientes, para manter boas relações comerciais³⁴.

Nestes casos, como noutros, o *empty voting* é produto da utilização de derivados, que permitem transferir o risco para terceiro. É evidente que muitas vezes o esvaziamento do voto resulta de estratégias que não se prendem já com o recurso a derivados (*non-hedging based strategies*), com destaque para a negociação entre a data de registo das ações (*record date capture*) e a data da votação, além do próprio empréstimo de ações, levando a falar numa estratégia de *rent-a-vote*. Esta ganhou grande visibilidade no caso ocorrido em Inglaterra em 2002, com o *hedge fund Laxey Partners*, que detinha cerca de 1% da *British Land*, uma importante empresa imobiliária inglesa, e apareceu na assembleia geral desta sociedade com mais de 9% dos votos para apoiar uma proposta para desmembrar a sociedade: tinha pedido emprestadas 42 milhões de ações antes da *record date*³⁵.

O contratos de empréstimo de ações, celebrados regra geral com investidores institucionais (*v.g.*, fundos), transferem para o mutuário o direito de

³⁴ Outros casos em que foram identificados fenómenos de *empty voting*, *v.g.*, os casos Porsche/VW, Continental/Schaeffler, CSX/TCI, Implenia/Laxey Partners, podem ser confrontados no relatório da consulta pública da CMVM sobre alteração ao regulamento da CMVM n.º 5/2008 sobre deveres de informação, disponível em www.cmvm.pt.

³⁵ O sistema de determinação da legitimidade do acionista para o exercício do voto com referência a uma data de registo é tradicional nos Estados Unidos, no Reino Unido e em Espanha, tendo sido adotado em 2005 na Alemanha e em 2006 em França. Em virtude do processo de harmonização europeia, acabaria por ser adotado pela generalidade dos países europeus. Cf. NICOLA DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e "proprietà nascosta" di azioni*, *Rivista di diritto societario* 2010/2, 311-339 (312 ss.), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1633749>. Cf., entre nós, sobre o sistema de *record date*, embora anterior à alteração introduzida em 2010, PAULA COSTA E SILVA, *O conceito de accionista e o sistema de record date*, em AAVV, *Direito dos valores mobiliários*, vol. VIII, Coimbra, 2008, 447-460. O artigo 72.º/1, a), do CVM determina o bloqueio obrigatório dos valores mobiliários escriturais em relação aos quais tenham sido passados certificados para exercício de direitos a eles inerentes, durante o prazo de vigência indicado no certificado, quando o exercício daqueles direitos dependa da manutenção da titularidade até à data desse exercício. Todavia, não é este o caso do exercício do direito de voto: nos termos do artigo 23.º-C, aditado pelo decreto-lei n.º 49/2010, de 19 de maio, tem direito a participar na assembleia geral e aí discutir e votar quem, na data de registo, correspondente à 0 horas do 5.º dia de negociação anterior ao da realização da assembleia, for titular de ações que lhe confirmam pelo menos um voto, sendo que o exercício destes direitos não é prejudicado pela transmissão das ações em momento posterior à data de registo, nem depende do bloqueio das mesmas entre aquela data e a data da assembleia geral.

voto³⁶, apesar do interesse económico inexistente ou irrelevante que detém na sociedade. É o mutuante (*beneficial owner*) que, perdendo embora o direito de voto³⁷, permanece sujeito aos movimentos de cotações, já que a exposição económica não se transfere³⁸, obrigando-se o mutuário a pagar o valor dos dividendos e outras distribuições ocorridas na vigência do empréstimo. Fica assim titular do voto, esvaziado embora da titularidade económica. Uma utilização típica do empréstimo de ações é, como se sabe, permitir ou facilitar a venda a descoberto³⁹. Porém, não é raro os empréstimos de ações, em virtude da sua fisionomia, serem utilizados para obter mais poder de voto na assembleia geral, tanto mais que envolvem custos reduzidos. Assim, as ações são emprestadas antes da *record date* e restituídas depois da votação. Os riscos inerentes são conhecidos e têm sido apontados. A *International Securities Lending Association* (ISLA), por exemplo, tem sublinhado a necessidade de combater esta prática⁴⁰ e no *Global Master Securities Lending Agreement*⁴¹, modelo de contrato por si fornecido, encontra-se, inclusivamente, uma cláusula [14, al. d)], nos termos da qual o mutuário declara, enquanto garantia ao mutuante, que “*não está a contratar o empréstimo com o fim primário de obter ou exercer direitos de voto relativamente às ações emprestadas*”. Se tal estipulação não altera a prática, demonstra, pelo menos, a preocupação de combater um uso indevido do empréstimo de ações. Também nos Estados Unidos têm sido tomadas medidas neste tocante. O Delaware foi

³⁶ Já que a própria titularidade das ações se transfere, ficando o mutuário obrigado a restituir ações equivalentes.

³⁷ Sendo as ações normalmente emprestadas por fundos, na prática, muitas vezes os clientes nem sabem que foram emprestadas nem é sequer possível identificar os investidores que perderam o direito de voto. Se não for alocado um certo número de ações a um investidor mutuante como tendo sido emprestadas, é possível que sejam emitidas instruções de voto em relação a ações emprestadas e face às quais o próprio mutuário pode emitir instruções de voto. *I.e.*, podem ser submetidas instruções de voto de dois clientes quanto a uma única ação, o que pode gerar uma situação de *over-voting*.

³⁸ Tipicamente, o mutuante reserva-se, contudo, um direito de opção (*recall option*), que poderá antes da *record date* exercer se quiser exercer o voto. Um estudo de maio de 2005 (Euromoney Survey) da *International Securities Finance Magazine* (“ISF”) relative a 117 beneficiários económicos revelou que 42% declararam exercer o direito de opção para votar, hipótese que 59% disseram não utilizar.

³⁹ O mutuário vende as ações que pediu emprestadas, ficando, por isso, sem poder de voto e com um interesse económico negativo; mais tarde, compra as ações no mercado e restitui-as.

⁴⁰ *Securities lending and corporate governance*, disponível em <http://www.isla.co.uk/images/PDF/Publications/corporate%20gov%20%20sec%20lending.pdf>

⁴¹ Disponível em <http://www.isla.co.uk/images/PDF/MasterAgreements/gmsla%202010%20final3.pdf>.

pioneiro na matéria, tendo alterado a sua *General Corporation Law* para permitir às sociedades responderem a certas estratégias de *record date capture*⁴². No *Concept Release on the U.S. proxy system*⁴³ (*proxy plumbing*), a S.E.C. veio, depois, a colocar a hipótese de o empréstimo de ações explicar diversos abusos no exercício do voto. Algumas instituições passaram, pelo mesmo motivo, a incluir nas suas *proxy guidelines* diretivas sobre o empréstimo de ações, algumas envolvendo mesmo o *recall* total das ações antes da *record date*. O sistema de *record date*, de origem norte-americana mas adotado pelo legislador europeu na Diretiva n.º 2007/30/CE (artigo 7.º/2)⁴⁴, permite, pois, o *empty voting* mas nem por isso implica, como escreve De Luca, uma preferência pela aparência (legitimação avaliada em determinada data) em detrimento da substância (titularidade no momento da emissão do voto). Antes exprime uma solução de compromisso entre os diversos interesses conflitantes, ainda que com o inconveniente apontado, que, apesar de tudo, pode ser mitigado pela adequada fixação da data de registo em data próxima da assembleia geral. A matéria extravasa o objeto que presentemente nos ocupa.

Aqui chegados, podemos, inequivocamente, concluir que os derivados financeiros, a par de outras técnicas (*non-hedging*), provocam radicais mudanças nos padrões clássicos da tomada de decisão pelos acionistas, afetando, por essa via, o governo das sociedades.

São várias as áreas de distorção potencial dos mecanismos de *corporate governance*: (i) a falsa perceção da base acionista da empresa e dos verdadeiros titulares do interesse económico; (ii) o impacto no processo de voto e a potencial tomada de decisões que não refletem o interesse da generalidade dos acionistas; (iii) a potencial redução do poder dos acionistas na assembleia geral, se os titulares das posições curtas não exercerem o direito de voto, em particular no caso de os titulares de posições longas deterem uma percentagem elevada do capital da empresa; (iv) a fuga às regras em matéria de ofertas públicas; (v) a criação de conflitos de interesses. Paralelamente, não pode ser esquecido, desta feita do lado do governo da dívida, o impacto na forma como as sociedades são

⁴² Cf. BRUNN VAALER, *United States: DGCL Amendments Authorize Proxy Access and Expensive Reimbursement Bylaws, Reverse Schoon v. Troy Corp., Mondaq Business Briefing*, 12-mai.-2009, disponível em <http://www.mondaq.com/unitedstates/article.asp?articleid=79322>.

⁴³ 17 CFR Parts 240, 270, 274 and 275 (Release Nos. 34-62495; IA-29340; File No. S7-14-10), disponível em <http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>.

⁴⁴ Alguns exemplos podem ser consultados em AGGARWAL/SAFFI/STURGESS, *The role of institutional investors in voting: evidence from the securities lending market* (8-mar. 2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1688993>, 11 ss.

geridas da diminuição dos incentivos à monitorização do devedor e o risco moral inerente à compra de proteção.

Na verdade, o governo da sociedade é influenciado pela generalização dos derivados também pela via do crédito. É conhecido o poder que os credores são suscetíveis de adquirir sobre a sociedade. Mesmo que este não atinja a intensidade suficiente para lhes atribuir o controlo⁴⁵, é inequívoca a importância que estes sujeitos têm na gestão da sociedade. Governo da dívida e governo da sociedade não são, por isso, domínios cindíveis, razão por que a separação dos direitos de crédito do interesse no crédito e a existência de credores ocultos acarreta igualmente consequências negativas para a sociedade. O papel da dívida no governo societário identifica-se em diversos planos: na necessidade de os administradores atuarem em conformidade com os interesses dos investidores, tendo em vista a atração de capitais a baixo custo; no controlo sobre eventuais excessos da administração, impondo determinados objetivos financeiros e obrigações de reporte; no maior risco de insolvência, que tende a promover a tentativa de maximização dos lucros pelos administradores; na repercussão nas políticas de investimento; no ajustamento da gestão à maturidade da dívida; na negociação de *covenants* com impacto direto ou indireto na direção da empresa⁴⁶. Outros fatores poderiam ser apontados. Estes bastam, todavia, para tornar claro que o “esvaziamento” do crédito em resultado da negociação de derivados tem imediatas consequências no governo societário, de relevância equiparável às do próprio “esvaziamento” do voto: o *decoupling* dos direitos económicos e dos direitos de controlo pode conduzir a um governo menos eficaz, bem se podendo dizer que “o governo da dívida é uma peça importante do puzzle da corporate governance. Compreender os seus efeitos é um desafio maior da teoria da empresa”⁴⁷.

3. Regras de transparência: as regras europeias e a intervenção reguladora da CMVM. O problema da imputação

A utilização de derivados para ocultar a propriedade económica das ações deve ser estudada, em primeira linha, ao nível das regras de transparência e, por essa via, do impacto nos objetivos visados por estas regras: a eficiência do mer-

⁴⁵ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para os credores controladores?*, RDS I (2009), I, 95-133.

⁴⁶ Sobre estes tópicos, cf., por todos, WHITEHEAD, *Credit and debt governance* cit., 3 ss.

⁴⁷ WHITEHEAD, *Credit and debt governance* cit., 14.

cado (que implica que os preços reflitam em absoluto a informação disponível, obrigando à transparência da estrutura de voto e dos movimentos de capitais) e o governo societário (surgindo a informação como condição para lidar com os problemas de agência). É seguro, na verdade, que estes instrumentos financeiros acarretam potencialmente efeitos adversos tanto sobre a eficiência do mercado como sobre os mecanismos do governo societário em virtude, desde logo, da opacidade que os envolve⁴⁸. Não obstante a incerteza que rodeia a matéria, é razoavelmente pacífica (ainda que não em absoluto⁴⁹) a necessidade de uma estratégia assente na divulgação e transparência da propriedade oculta (*hidden ownership*), evitando que o recurso aos derivados constitua forma de fraudar regras de divulgação obrigatória, contribuindo para as “patologias da titularidade” (*pathologies of ownership*), na expressão de Kahan/Rock⁵⁰, a par das “patologias de desalinhamento” (*pathologies of misalignment*). Estas assentam, tradicionalmente, na titularidade formal da participação, pelo que, na ausência de adaptações relevantes, haveria todo um universo de sujeitos com titularidade económica mas não formal que não seria conhecido, com consequências graves, à luz dos objetivos visados pelo regime de transparência. Compreensivelmente, pois, a matéria tem sido objeto de atenção tanto pela CMVM como pelas instituições europeias. Também nos Estados Unidos, se pode ler no já mencionado *Concept Release on the U.S. proxy system* (p. 145) que “*uma informação mais robusta pode ser útil para todos os participantes no processo de voto, bem como para os reguladores. Por exemplo, se um investidor adquirir direitos de voto substanciais que não são divulgados, os demais acionistas não têm consciência da importância acrescida do seu voto. Sem tal informação, os acionistas poderão ter informação insuficiente sobre a necessidade de votar e de levar a cabo ações coordenadas ou outras para proteger os seus interesses. Melhorando a transparência, os investidores poderiam optar por responder a tal informação e tomar uma ação responsável e apropriada em resposta à divulgação de estratégias de esvaziamento do voto, tal como aumentar o seu esforço de solicitação de procurações*”.

⁴⁸ Cf., sobre o tópico, *u.g.*, MICHAEL C. SCHOUTEN, *The case for mandatory ownership disclosure*, 15 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 127-182 (2010), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1327114>

⁴⁹ Cf., *u.g.*, DIRK ZETZCHE, *Against mandatory disclosure* cit., pronunciando-se contra uma estratégia de regulação assente na transparência.

⁵⁰ *The hanging chads of corporate voting*, *Georgetown Law Journal*, Vol. 96, p. 1227, 2008; University of Pennsylvania, Inst. for Law & Econ. Research Paper No. 07-18; NYU Law and Economics Research Paper no. 07-29, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1007065> (1225 ss.).

O impacto da “titularidade oculta” no governo das sociedades projeta-se também num segundo nível, estritamente correlacionado com o da transparência: o da potencial defraudação das regras de imputação, *maxime* para efeitos do dever de lançamento de oferta pública de aquisição, com graves consequências do ponto de vista da tutela dos acionistas minoritários. No caso *Porsche-Volkswagen*, por exemplo, o uso de derivados permitiu à Porsche adquirir *morphable voting rights* (propriedade oculta com direito de aquisição de votos se necessário) a um *strike price* acordado, que na verdade conduziu à construção do que potencialmente seria uma posição de controlo na *VW* se não fosse a minoria de bloqueio detida pelo *Lower State of Saxony*. A aptidão da Porsche para aumentar a sua exposição económica de forma oculta fez com que o preço das ações permanecesse inalterado. Em consequência, isto permitiu que esta empresa estabelecesse o preço a que adquiriu as ações na *VW* em termos de tornar a oferta pública sobre a *VW* menos dispendiosa. Outros exemplos são conhecidos. O problema da imputação pressupõe, todavia, a prévia determinação do âmbito das regras de transparência no que respeita aos instrumentos considerados.

3.1. *A revisão da Diretiva Transparência*

À luz das regras europeias de transparência ainda vigentes, nomeadamente da Diretiva n.º 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de Setembro de 2004⁵¹, a posição assumida por *empty voters*, como no caso *supra* referido a *Perry*, não teria de ser comunicada. Da leitura combinada dos artigos 9.º, 10.º e 13.º da Diretiva Transparência resulta uma obrigação de comunicar a aquisição, acima de limites definidos, de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e às quais estejam associados direitos de voto. Tal obrigação estende-se aos casos em que pessoas singulares ou coletivas detenham, direta ou indiretamente, instrumentos financeiros que lhes confirmam o direito à aquisição, exclusivamente por iniciativa própria, no âmbito de um acordo formal, de ações já emitidas de um emitente cujas ações estejam admitidas à negociação num mercado regulamentado e às quais estejam associados direitos de voto. O artigo 11.º da Diretiva n.º 2007/14/CE concretizava os instrumentos que deveriam ser tomados em consideração para efeitos da obrigação de comu-

⁵¹ Complementada pela Diretiva n.º 2007/14/CE da Comissão, de 8 de março de 2007, que estabelece as normas de execução de determinadas disposições da Diretiva 2007/109/CE.

nicação: os valores mobiliários, opções, futuros, *swaps*, contratos a prazo sobre taxas de juro e quaisquer outros contratos sobre instrumentos derivados desde que confirmem o direito à aquisição, por acordo formal e iniciativa própria do titular, de ações a que estejam associados direitos de voto. Ficam, portanto, de fora, todas as situações em que os instrumentos financeiros não confirmam o direito a liquidação física, deixando a descoberto da obrigação de comunicação casos como o da *Mylan-King* e outros similares.

A proposta de alteração da Diretiva Transparência, a que já aludimos, alarga a definição de instrumentos financeiros de modo a abranger todos os instrumentos com efeito económico semelhante ao das participações e detenção de direito de aquisição de ações, independentemente de exigirem ou não liquidação física. A Comissão Europeia teve em conta que estes instrumentos podem ser utilizados para constituir participações ocultas em sociedade cotadas e que não são divulgadas ao mercado⁵². Uma alteração ao artigo 13.º, para que este passe a incluir os instrumentos derivados sem liquidação física tem em conta a inovação financeira e garante que emitentes e investidores têm pleno conhecimento da estrutura de propriedade das sociedades. A modificação surge na sequência de um processo de consulta pública, lançado em 2010, sobre a modernização da Diretiva, concordando as respostas quanto à necessidade de introduzir uma exigência de notificação da titularidade de derivados com liquidação financeira (*cash-settled equity derivatives*). Apesar de a utilização deste tipo de derivados ter aumentado consideravelmente e de permitir a aquisição e o exercício de influência sobre uma empresa cotada ou para obter uma posição oculta, concluiu-se que não estavam, nos termos apontados, cobertos pelas regras de transparência ainda em vigor, podendo conduzir a abuso de mercado, à ineficiência dos mecanismos de formação de preços e ao esvaziamento do voto, com consequências do ponto de vista dos níveis de confiança dos investidores e do desalinhamento de interesses destes com os interesses de longo prazo das empresas em si. Como solução com maior grau de consenso surgiu a extensão do regime de divulgação obrigatória a todos os instrumentos com efeito económico similar à detenção de ações. Enquanto as vantagens do sistema são acentuadas, os seus custos são residuais. Também com o mesmo objetivo, propõe-se a proibição de compensar posições longas e curtas. A comuni-

⁵² Cf. o documento de trabalho dos serviços da Comissão sobre avaliação do impacto da harmonização das regras europeias sobre requisitos de transparência [25-out.-2011, SEC(2011) 1280 final]; surge na sequência do Relatório emitido pela Comissão sobre o impacto da Diretiva Transparência [27-mai.-2010, COM(2010) 243 final, acompanhado documento de trabalho mais detalhado SEC(2010061)].

ção deve conter os tipos de instrumentos financeiros detidos de forma discriminada, de modo a fornecer ao mercado informações pormenorizadas sobre a natureza das participações⁵³.

3.2. O Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo às vendas a descoberto e a certos aspetos dos swaps de risco de incumprimento

O também já mencionado Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo às vendas a descoberto e a certos aspetos dos *swaps* de risco de incumprimento (*credit default swaps*), ainda não publicado mas com entrada em vigor prevista para 1 de novembro de 2012, tem, por seu lado, essencialmente em vista estabelecer uma ação coordenada a nível europeu, aumentar a transparência e reduzir os riscos. O regulamento exige que todas as encomendas de ações em praças de negociação sejam assinaladas (*flagging*) como estando “a descoberto” para que as autoridades reguladoras se mantenham informadas. Impõe-se, ainda, aos investidores a obrigação de comunicar as suas posições líquidas significativas em ações relevantes às autoridades reguladoras ou ao mercado, consoante ultrapassem o limiar de 0,2% ou 0,5% do capital próprio emitido. As posições curtas consideradas relevantes para efeitos de comunicação não deverão ser apenas as que resultem da transação de ações, mas também de outros instrumentos, como os derivados.

Reconhece-se, porém, que a transparência poderá não ser suficiente quando os mercados se encontrem em dificuldades. Se é certo que, em tempos normais, as vendas a descoberto reforçam a liquidez do mercado e contribuem para uma formação dos preços eficaz, quando os mercados estão em dificuldades estas vendas podem agravar as quedas dos preços e gerar riscos sistémicos. Por isso, considera-se que os reguladores devem dispor de competências para restringir ou proibir as vendas a descoberto em situações excecionais e em coordenação com a ESMA. No entanto, o regulamento, em si, não proíbe o *short selling*, apenas atribui aos reguladores competências para tomar as medidas necessárias para desacelerar ou interromper as quedas de preços passíveis de ser

⁵³ Cf. a proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a Diretiva n.º 2004/109/CE relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emittentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado e a Diretiva n.º 2007/14/CE da Comissão, [25-out.-2011, COM(2011) 683 final], disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_pt.pdf.

amplificadas pelas vendas a descoberto. Estas medidas deverão ser adotadas, por exemplo, quando se verifique uma quebra significativa nos preços de um instrumento financeiro.

A proposta da Comissão acentuava que as vendas a descoberto sem garantia de detenção dos ativos subjacentes aumentam o risco de que a liquidação não seja possível⁵⁴. Assim, visava proibir o *naked short selling*, passando a exigir-se que, para entrar numa transação a descoberto, um investidor já tenha tomado por empréstimo os instrumentos em causa, já tenha celebrado um acordo para esse empréstimo ou tenha um acordo com um terceiro com vista a encontrar e a reservar esses instrumentos para empréstimo, de modo a garantir a sua entrega na data de liquidação. O Regulamento não é, no entanto, tão rígido como a proposta da Comissão: estabelece requisitos substanciais para o *short selling*, que implicam que o ordenador tenha uma “expectativa razoável” de aquisição das ações. A regra *locate and reserve* originalmente proposta foi, pois, substituída por uma regra mais maleável, segundo a qual é necessário identificar a quem planeia pedir emprestadas as ações e a “expectativa razoável” de vir a obter as ações da parte identificada.

Note-se que, de acordo com o artigo 2.º, a definição de *short sale* não inclui vendas de valores mobiliários emprestados, nem cobertas por qualquer contrato que garanta a aquisição futura dos valores negociados. Estas hipóteses não serão abrangidas pelo dever de comunicação que impende sobre os operadores do mercado.

3.3. *A revisão da Diretiva do Abuso de Mercado*

A resolução de qualquer dos problemas apontados – seja de *empty voting* ou de *hidden ownership* – terá de passar, naturalmente, não apenas por regras de transparência, como as definidas *supra*, mas também pela punição dos agentes que as incumpram e cuja atuação contribua para a distorção dos mercados de valores mobiliários. Se é certo que, para que os investidores, empresas e reguladores formem as suas decisões, os mercados precisam de funcionar com base

⁵⁴ O *short selling* a descoberto é frequentemente considerado causa ou, pelo menos, acelerador da crise financeira, através de estratégias tendentes a fazer descer o preço das ações (*bear raids*). No entanto, não está demonstrada esta ligação. Cf. FOTAK/RAMAN/YADAV, *Naked short selling: the emperor's new clothes?* (22-mai.-2009), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1408493>, 21 ss., que analisa os casos Bear Sterns, Lehman, Merrill e AIG.

em informação clara e transparente, esta poderá ser, pela sua origem, natureza e função, em certos momentos, reservada. O momento da divulgação e a qualidade da informação condicionam e influenciam as decisões dos agentes no mercado e têm reflexos significativos sobre a formação dos preços⁵⁵. Uma divulgação rápida e leal da informação ao público reforça a integridade do mercado, ao passo que informação seletiva pode conduzir a perdas de confiança do investidor dos mercados financeiros. É isso que a Diretiva n.º 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (DAM), visa evitar. Para tal, deverá existir uma regulamentação eficaz para proteger os interesses de detentores de valores mobiliários com direitos de voto numa sociedade (ou que podem possuir tais direitos em virtude de exercício ou conversão desses direitos) quando a sociedade for alvo de OPA ou de outra proposta de mudança do seu controlo (considerando 28 da DAM) e também para assegurar, em geral, a integridade do mercado mediante um controlo estreito e reativo da inovação financeira. Com este objetivo, a DAM sanciona o *insider dealing* e a manipulação de mercado, de forma que já foi devidamente transposta para o direito português. O conceito de informação privilegiada consta do artigo 378.º/3, que deverá ser complementado pelo artigo 248.º/2, do CVM. Este conceito – tal como interpretado pela CMVM – determina que a informação possua quatro características para que possa ser considerada privilegiada: que seja informação (i) *não pública*, (ii) *específica*, (iii) *precisa* e (iv) *idónea para influenciar de maneira sensível o preço* de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros, caso fosse tornada pública (*price sensitive*). A informação é não pública quando não seja acessível à generalidade dos investidores e é específica quando disser respeito, direta ou indiretamente, a qualquer emitente ou a valores mobiliários ou instrumentos financeiros. A precisão da informação, tal como resulta do artigo 248.º/4, do CVM, corresponde a factos ocorridos, existentes ou razoavelmente previsíveis e apresenta um grau de concretização que permite a sua utilização. São estas características que diferenciam a informação privilegiada dos meros rumores ou especulações. Para que seja precisa, a informação não tem de ser completa, nem definitiva. Se disser respeito a um processo que decorre em várias fases – como é o caso da preparação de uma OPA – a

⁵⁵ Cf. documento da CMVM, “Abuso de informação privilegiada – conceitos, comportamentos proibidos, consequências legais, linhas de orientação e decisões judiciais”, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Novas%20Medidas%20de%20Prevenção%20e%20Combate%20ao%20Abuso%20de%20Mercado/Pages/Abuso%20de%20Informação%20Privilegiada.aspx>.

informação relativa a cada fase isolada, para além do processo globalmente considerado, pode ser tida como informação precisa. Do mesmo modo, a proposta de lançamento de uma OPA deverá ser considerada informação precisa, mesmo que não esteja ainda determinado o preço⁵⁶.

Exige a lei, ainda, que a informação seja *price sensitive*, i.e., que seja possível retirar da informação uma conclusão acerca do sentido do seu eventual impacto nos preços, permitindo, em consequência, tomar uma decisão de investimento que envolva um risco financeiro muito reduzido. O critério para determinar a suscetibilidade de influência da informação sobre o preço dos valores em mercado deverá ser o de um investidor razoável (*reasonable investor test*) e basear-se num critério hipotético: *se o facto fosse conhecido do mercado nessa altura produziria uma alteração significativa sobre o preço dos ativos?* Ou seja, deverá ser avaliado se *ex ante* seria expectável que aquela informação tivesse um efeito significativo na formação dos preços. O então Comité Europeu de Reguladores e Supervisores dos mercados de instrumentos financeiros (CESR), face à redação do artigo 1.º da Diretiva n.º 2003/6/CE, discutiu se a mera possibilidade de uma informação alterar de forma sensível o preço é suficiente para que esta seja considerada privilegiada. Entendeu a Autoridade que a resposta deveria ser negativa, ainda que não se pronunciando pela necessidade de exigir um grau de probabilidade perto da certeza⁵⁷. Numa tentativa de densificar o conceito *price sensitive*, a CMVM aponta alguns fatores que deverão ser tomados em consideração: (i) a magnitude previsível do facto em causa no contexto da atividade da empresa, (ii) a relevância da informação para as principais determinantes do preço do instrumento financeiro, (iii) a credibilidade da fonte e (iv) as variáveis do mercado que influem sobre o preço do instrumento financeiro em causa⁵⁸. Note-se que o artigo 378.º/3, do CVM, tal como o artigo 1.º da DAM, abrange, também, informação que diga indiretamente respeito ao emitente ou a instrumentos financeiros. Exemplos de informação deste tipo serão os estudos publicados por institutos de estatística, relatórios de agências de *rating* ou decisões do banco central a propósito das taxas de juro.

⁵⁶ Cf. CESR/06-562b.

⁵⁷ Cf. CESR/06-562b.

⁵⁸ Existem alguns exemplos de indicadores de que a informação é *price sensitive*: *v.g.*, o tipo de informação ser idêntico a informação que, no passado, teve impacto nos preços; tratar-se de informação normalmente tomada em consideração nas recomendações de investimento (nomeadamente para determinação do *price target*); a informação ser mantida expressamente em segredo; e, por fim, o próprio emitente ter tratado, no passado, factos idênticos como informação privilegiada.

Porém, a DAM está em curso de revisão, tendo sido já apresentada uma proposta de regulação do parlamento europeu e do conselho, baseada no “*think small first principle*”, reduzindo encargos administrativos e adaptando a legislação às necessidades dos emitentes. Embora o artigo 14.º da Diretiva n.º 2003/6/CE imponha que os Estados Membros, para além de aplicarem sanções penais, adotem medidas administrativas *efetivas, proporcionadas e dissuasivas*, o Grupo de Alto Nível sobre a supervisão financeira na UE considera que estas medidas ainda não foram tomadas e recomendou, em fevereiro de 2009, que uma “*conduta sólida e prudente de caráter profissional para o sector financeiro deve assentar em regimes fortes de supervisão e de sanções*”. Embora em Portugal o abuso de informação seja punido com uma pena de prisão até cinco anos ou multa, para os iniciados (*insiders*) primários (artigo 378.º/1, do CVM), e com prisão até quatro anos ou multa para os secundários⁵⁹, ainda existem cinco Estados-Membros que não punem os *insiders* primários e oito que não criminalizam o comportamento dos *insiders* secundários. Considerando que o abuso pode ter lugar além fronteiras, esta divergência poderá ser prejudicial para o mercado interno e deixa margem para que se cometa o crime de abuso de informação em jurisdições que não preveem sanções penais para essas comportamentos.

Seguindo a abordagem definida na comunicação de 20 de setembro de 2011, “*Rumo a uma política da UE em matéria penal: assegurar o recurso ao direito penal para uma aplicação efetiva das políticas da UE*”⁶⁰, deverão ser transpostas para a legislação penal nacional normas mínimas sobre infrações e sanções penais por abuso de mercado, refletindo uma desaprovação social de uma natureza qualitativamente diferente das sanções administrativas ou dos mecanismos de indemnização previstos pelo direito civil⁶¹.

A proposta de Diretiva define, nos artigos 2.º e 3.º, as infrações que devem ser tomadas em consideração para efeitos penais: abuso de informação privilegiada e manipulação de mercado, cuja punição em Portugal já se encontra prevista nos artigos 378.º e 379.º, do CVM. A tentativa de cometer qualquer um destes crimes também deverá ser punida, tal com a instigação, auxílio e cumplicidade, por imposição do artigo 4.º, o que exigirá uma transposição deste ponto para o direito português. Apenas não se punirá a tentativa da prática do crime de divulgação indevida de informação privilegiada e de difusão de infor-

⁵⁹ Após a transposição das diretivas sobre abuso de mercado, em 2006, deixou de se exigir que o conhecimento chegasse ao agente por via de uma fonte interna do emitente (direta ou indiretamente), bastando o conhecimento do caráter privilegiado da informação.

⁶⁰ Cf. COM (2011) 573 final.

⁶¹ Cf. COM (2011) 654 final.

mações que deem sinais falsos ou suscetíveis de induzir em erro, uma vez que não parece adequado definir as tentativas de cometer estas infrações como sanções penais.

Qualquer destas infrações só será punida se realizada intencionalmente, *i.e.*, se existir dolo do agente (artigo 14.º/1, do Código Penal – CP). Neste ponto, não se torna necessário alterar a redação do CVM, de modo a introduzir a exigência de intenção do agente, uma vez que, de acordo com o artigo 13.º do CP, só é punível o facto praticado com dolo. Em caso de negligência, a violação do regime da informação privilegiada será considerada contraordenação muito grave, tal como resulta do artigo 394.º/1, *i*), do CVM. Para além das sanções penais e contraordenacionais, estão já previstas medidas preventivas de condutas de abuso de mercado. O artigo 248.º-B, do CVM impõe aos dirigentes societários – tal como definidos pelo 248.º-B/3, do CVM – um dever de comunicar à CMVM, no prazo de cinco dias úteis, todas as transações efetuadas por conta própria, de terceiros ou por estes por conta daqueles que tenham como objeto ações dessa entidade emitente ou instrumentos financeiros com ela relacionados⁶².

A grande novidade da revisão da DAM é, portanto, a punição da tentativa e da instigação, auxílio e cumplicidade, que poderá contribuir para uma mais eficaz garantia da transparência dos mercados e evitar fenómenos como a *hidden ownership*. Já as restantes alterações introduzidas pela Diretiva terão maior impacto nos países onde as atuações contra o mercado ainda não sejam penalizadas criminalmente⁶³.

⁶² Acresce que, desde 2006 que as entidades emitentes e as pessoas que atuem em seu nome ou por sua conta têm de elaborar uma lista das pessoas com acesso a informação privilegiada (artigo 246.º/6 e 7 CVM, em transposição do artigo 6.º/3, 3.º parágrafo da DAM e das exigências da Diretiva n.º 2004/72/CE, de 29 de abril de 2004.⁶³ Esta exigência, para além de ter valor preventivo, é, ainda, uma ajuda para a investigação dos casos, uma vez que, embora a inclusão de um nome nesta lista não transforme o sujeito num suspeito, poderá ser útil na delimitação do circuito subjetivo dos *insiders* primários. A não elaboração desta lista constitui uma contra-ordenação muito grave [artigo 394.º/1, *i*), do CVM]. O incumprimento do dever de enviar a lista à CMVM será uma contra-ordenação grave [artigo 389.º/3, *c*), do CVM], sem prejuízo de lhe poder corresponder uma infração mais grave em função das particularidades do caso concreto.

⁶³ Já do DL n.º 52/2006, que transpôs para o direito nacional a DAM, não resultaram grandes alterações no domínio das definições de abuso de informação privilegiada e de manipulação de mercado: considerou-se que as penas previstas no CVM já eram compatíveis com o direito europeu. As principais alterações da altura limitaram-se, essencialmente, à criação de novos deveres de informação a cargo dos emitentes, intermediários financeiros, auditores e consultores jurídicos; à possibilidade de obtenção pela CMVM de dados de tráfego, mediante prévia autorização do magistrado; à autorização para o congelamento de bens e valores relacionados com atos ilícitos;

3.4. *A revisão da DMIF e a Proposta de Regulamento relativo aos derivados OTC, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações*

A revisão da DMIF, três anos após a sua entrada em vigor, tem proclamadamente em vista a construção de um sistema financeiro mais transparente e estável, respondendo às necessidades tornadas evidentes pela crise financeira e reagindo ao aparecimento de novos intervenientes (*v.g.*, novas estruturas de negociação) e produtos, bem como aos desenvolvimentos tecnológicos (*v.g.*, negociação algorítmica ou de alta frequência: *high frequency trading*, ou *automated trading* responsável pelo *flash crash* de 2010). Pretende-se o enquadramento regulativo de todos os serviços de investimento e atividades, evitando os riscos inerentes às atividades não cobertas. A transparência do mercado é melhorada: deixam de ficar abrangidas apenas as ações, as derrogações são limitadas (*dark pools of liquidity*) e as obrigações e os derivados OTC passam a estar compreendidos. Referência merece, também, o reforço das competências das autoridades de regulação e supervisão relativamente às posições sobre instrumentos derivados, as quais passam a poder exigir a qualquer pessoa informações sobre as posições detidas nos instrumentos derivados (e sobre as licenças de emissão). Além disso, podem ser tomadas medidas para a redução de uma posição.

Entre outros aspetos, a proposta de revisão da DMIF (DMIF II)⁶⁴ tem, assim, o objetivo central de assegurar que a negociação organizada tenha sempre lugar em estruturas de negociação regulamentadas, com requisitos equivalentes de transparência pré e pós negociação e com condições de organização e de supervisão equivalentes, quer se trate de mercados regulamentados, de sistemas de negociação multilateral (MTF) ou de sistemas de negociação organizada (OTF). Estes últimos são inovadoramente previstos pela DMIF II, equivalendo às *swap execution facilities* introduzidas pelo Dodd-Frank Act, nos Estados Unidos, e vêm, assim, juntar-se aos mercados regulamentados, às estruturas MTF e aos internalizadores sistemáticos (SI), já previstos na DMIF I, sem prejuízo de os últimos serem agora objeto de algumas medidas de clarificação. São,

ao desaparecimento da proibição de *reformatio in pejus* e à publicação das decisões da CMVM que condenassem o agente em contra-ordenações muito graves. Dando nota destas alterações, numa perspetiva crítica em relação à aptidão da DAM para promover a harmonização dos vários ordenamentos jurídicos, cf. PAULO DE SOUSA MENDES, *A adaptação do direito português à Directiva sobre o Abuso de Mercado*, em *Direito dos valores mobiliários*, vol. VIII, Coimbra, 2008, 201-212 (206).

⁶⁴ Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que revoga a Diretiva n.º 2004/39/CE, de 20-Out.-2011 [COM(2011) 656 final].

deste modo, captadas diversas plataformas de negociação até agora não cobertas e que, em muitos casos, haviam sido especificamente concebidas de forma a ficarem excluídas da definição de MTF.

Como é sabido, já o G20 havia postulado, na cimeira de Pittsburgh, que, no final de 2012, todos os contratos OTC normalizados sobre instrumentos derivados fossem transacionados em bolsas ou plataformas de negociação eletrônicas e compensados através de contrapartes centrais. Estes contratos deveriam ser comunicados a repositórios de transações e, no caso de não serem compensados centralmente, sujeitarem-se a requisitos de fundos próprios mais elevados. Foi sob este pano de fundo (e paralelamente à reforma norte-americana do DFA) que se verificou a adoção, em 15 de setembro de 2010, da Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos derivados OTC, às contrapartes centrais e aos repositórios de transações⁶⁵, cujo processo legislativo se encontra ainda a decorrer. Trata-se, pois, de dar concretização legislativa à obrigação de compensação de todos os derivados OTC normalizados, i.e., aqueles que sejam elegíveis para compensação por uma CCP (*central clearing counterparty*), tendo em vista a redução do risco no sistema financeiro, através da minimização do risco de crédito de contraparte. O Regulamento define os critérios para determinar a elegibilidade para compensação obrigatória (artigo 4.º). No caso de o derivado não ser elegível para compensação, devem ainda assim existir regras para gestão do risco.

A nova perspetiva de regulação europeia e norte-americana assente na compensação central de derivados assume, assim, que a interposição de uma contraparte central entre as contrapartes nos contratos de derivados OTC permite isolar cada interveniente do incumprimento do outro, reduzindo o risco sistémico através da diminuição da probabilidade dos incumprimentos se propagarem de contraparte para contraparte. Além disso, reduz o impacto dos problemas de solvência de um participante do mercado e diminui o risco de vendas relâmpago de derivados financeiros. Não obstante estas vantagens, algumas análises sustentam que adicionar uma CCP dedicada a determinada classe de derivados (*v.g.*, CDS) reduz a eficiência da liquidação e, ao repartir a compensação por diversas CCPs, pode aumentar, afinal, a exposição ao incumprimento da contraparte⁶⁶.

⁶⁵ COM (2010) 484.

⁶⁶ Cf. DARRELL DUFFIE/HAOXIANG ZHU, *Does a central clearing counterparty reduce counterparty risk?* (27-abr.-2011). Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper N.º 46; Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 2022, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1348343>.

No que respeita às regras de transparência propriamente ditas⁶⁷, não são propostas modificações significativas quanto ao regime de transparência prévia às operações, mas adotam medidas para disciplinar as isenções e combater as plataformas privadas de negociação em que não são divulgadas as transações ocorridas (*dark pools*⁶⁸), que vêm aumentando a sua quota de mercado. Embora na Europa ainda não seja um setor dominante, grande parte da negociação de derivados e ações OTC ocorre em *dark pools* ou *crossing networks*. As *dark pools of liquidity* caracterizam-se precisamente pela falta de transparência quanto à liquidez disponível, o que faz com que a execução das transações seja incerta e imprevisível. Acresce que as *dark pools* não determinam os preços, os quais são apurados através do acompanhamento das formas clássicas de negociação, ocorrendo a transação na *dark pool* se possível a tais preços, sem impacto na formação dos preços⁶⁹. O sucesso inicial destas plataformas nos Estados Unidos reproduziu-se na Europa, onde é atribuído à aprovação da DMIF I, que permitia a negociação *off-exchange*. Agora, as *dark pools* passam a estar sujeitas a maior escrutínio com a versão revista da Diretiva e a criação dos OTFs. A decisão europeia de combater as *dark pools* e de lhes trazer maior transparência foi, como seria esperado, objeto de oposição por diversos operadores, que apontam as vantagens destas plataformas privadas de negociação e os inconvenientes da projetada intervenção europeia. De qualquer maneira, o impacto da DMIF II já se faz sentir, levando os bancos europeus a adaptarem-se às novas regras e a modificar os respetivos modelos de negócios⁷⁰, enquanto a pergunta surge sobre se as novas regras europeias não irão ter mais consequências negativas do que positivas. A discussão ultrapassa naturalmente o âmbito desta análise.

⁶⁷ Nem todas as medidas de transparência são estudadas neste âmbito, *maxime* as que respeitam a produtos bancários e seguradores com perfil de risco análogo ao dos produtos transacionados nos mercados de capitais, que agora passam a estar cobertos.

⁶⁸ Redes privadas de transação electrónica, mantidas tipicamente por grandes bancos ou empresas seguradoras, onde os instrumentos financeiros são comprados e vendidos pelos clientes destas empresas. Todas as operações são processadas sob o controlo do banco e não são objeto de publicação. Não se sabe, por isso, quem compra e quem vende as ações nem o volume de ações transacionado. Para além dos lucros fornecidos aos operadores, as *dark pools* permitem aos investidores institucionais fazer grandes transações evitando a inerente publicidade e sem alterar os preços no mercado.

⁶⁹ Cf. PETER KRATZ/TORSTEN SCHOENEBORN, *Optimal Liquidation in Dark Pools* (13-abr.-2012). EFA 2009 Bergen Meetings Paper, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1344583>.

⁷⁰ O *Financial Times* noticiou, em março de 2012, os passos dados pelo *Deutsche Bank* para criar uma nova plataforma interna de negociação, à margem da plataforma existente e utilizando tecnologia fornecida por terceiro.

3.5. O Regulamento da CMVM n.º 4/2010

Em Portugal, a CMVM antecipou-se à iniciativa europeia levada a cabo através da Diretiva Transparência, adotando uma série de medidas que visam aumentar a transparência e a confiança nos mercados, tendo, até, em alguns pontos, ultrapassado o regulador europeu na imposição de deveres de informação, como sucede na definição do conceito de venda a descoberto. O Regulamento da CMVM n.º 4/2010 – que revogou o Regulamento n.º 4/2008 – estabelece deveres de informação de interesses a descoberto relevantes sobre ações, na sequência da aprovação, em março e maio de 2010, pelo CESR, de um parecer técnico à Comissão Europeia sobre a adoção de regras relativas a um regime europeu de transparência sobre posições curtas respeitantes a ações. Ao contrário do que era exigido ao abrigo do revogado Regulamento da CMVM n.º 4/2008, os deveres de comunicação não abrangem apenas as ações que integrem o PSI 20 e de instituições financeiras, mas estendem-se a todas as ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou que sejam negociadas em sistema de negociação multilateral situado ou a funcionar em Portugal (artigo 1.º/1, do Regulamento n.º 4/2010). A CMVM aponta como mecanismos que podem potencialmente resultar em posições a descoberto o *short selling*, o empréstimo de ações e outros contratos de efeito económico equivalente artigo 1.º/3, a).

Neste aspeto, a CMVM foi mais longe do que outros reguladores. Na Alemanha, a BaFin, a 19 de setembro de 2008, proibiu o *short selling*, esclarecendo, dois dias depois, que a proibição apenas abrangia o *naked short selling*. Em Portugal, porém, a partir da Instrução n.º 1/2008⁷¹, de 19 de setembro, a autoridade reguladora passou a considerar operações a descoberto, para além daquelas em que o alienante não tenha a titularidade dos valores mobiliários no momento da execução da ordem, também aquelas em que essa titularidade resulta de um empréstimo. O mútuo de ações implica a transferência de titularidade, tal como resulta do artigo 350.º/1, do CVM, em harmonia com o artigo 1144.º do Código Civil aplicável ao mútuo civil, o que pode levar a que se questione a razão de um tratamento materialmente equivalente ao do *short selling*. Estas são situações de venda financiada, que eram amplamente reguladas no CdMVM, sob a designação de operações em conta margem⁷². Apesar de o

⁷¹ Revogada pela Instrução n.º 1/2009.

⁷² Atualmente, a Instrução da CMVM n.º 10/2011 impõe aos intermediários financeiros uma obrigação de comunicar o montante de concessão de crédito, em dinheiro, para efeito de compra, ou a quantidade de instrumentos financeiros, para efeito de venda. A concessão de crédito

empréstimo implicar a transferência de titularidade, reconhece-se, com PAULA COSTA E SILVA⁷³, a semelhança entre a posição do vendedor de ações que lhe são emprestadas e do vendedor que não tem a titularidade do ativo que está a vender. Na verdade, a titularidade do vendedor financiado é precária e não é caracterizada por uma estratégia de permanência na sociedade. O vendedor financiado, com a aquisição do ativo, quer apenas realizar mais valias com determinadas operações no mercado financeiro. Tanto na venda a descoberto, como na venda financiada, a ordem é tipicamente emitida pelo investidor aproveitando quedas de cotação ou antecipando essas quedas. Acresce que a titularidade do vendedor financeiro é justificada por um título que lhe impõe uma obrigação de disponibilização de valores fungíveis com aqueles que lhe foram emprestados. O Regulamento aponta, ainda, como gerador de interesses a descoberto “outro contrato de efeito económico equivalente”. De entre os contratos de que podem resultar posições *short* destacamos os contratos de garantia financeira⁷⁴, em que a titularidade do ativo é, também, precária e implica a obrigação de restituição de ativos equivalentes aos que foram dados em garantia, quer estes contratos assumam a modalidade de penhor financeiro ou de alienação fiduciária em garantia. De facto, as duas modalidades de garantias financeiras implicam o desapossamento do objeto dado em garantia, que pode consistir em numerário ou em instrumentos financeiros (artigos 5.º e 6.º do decreto-lei n.º 105/2004, de 8 de maio). Ou seja, embora no penhor financeiro não haja transferência da propriedade, ao contrário do que acontece na fidúcia financeira, tem de existir desapossamento⁷⁵ e poderá ter sido convencionada a

para compra de valores gera um fenómeno de compra a descoberto, paralelo ao *short selling*. São casos em que o comprador ordenante não põe à disposição do intermediário financeiro os fundos necessários para a operação, na esperança de, na altura da liquidação, conseguir vender os valores a um preço superior.

⁷³ *As operações de venda a descoberto de valores mobiliários*, Coimbra, 2009, 30 ss.

⁷⁴ Um contrato de garantia financeira é uma garantia real, sob a forma de penhor, de fidúcia ou de reporte, concluído entre uma instituição de crédito ou entidade para o efeito equiparada e uma pessoa coletiva, destinado a assegurar obrigações pecuniárias ou instrumentos financeiros, que recaiam sobre numerário e que as partes tenham decidido submeter a um regime especial, legalmente previsto. Cf. MENEZES CORDEIRO, *Manual de direito bancário*, 4.ª ed., Coimbra, 2012, 731 ss. O regime jurídico destes contratos é definido pelo Decreto-Lei n.º 105/2004, de 8 de maio, que transpõe para a ordem jurídica nacional a Diretiva n.º 2002/47/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de junho.

⁷⁵ A constituição, modificação ou extinção do penhor sobre ações tituladas é feita nos termos estabelecidos para a sua transmissão (artigo 103.º CVM, em harmonia com o artigo 681.º, n.º 1, CC). Assim, no que respeita às ações ao portador não integradas em sistema centralizado, quanto àquelas que não forem depositadas, o penhor constitui-se pela entrega dos títulos ao credor pig-

concessão ao beneficiário da garantia de um direito de disposição⁷⁶ sobre o objeto desta, que lhe permita alienar ou onerar o objeto garantido como se fosse seu proprietário (artigo 9.º do decreto-lei n.º 105/2004). Nestes casos, o credor terá total disponibilidade para alienar as ações objeto de garantia, tendo apenas de restituir objeto equivalente ou quantia em dinheiro correspondente até à data convencionada para o cumprimento das obrigações financeiras garantidas. Aqui, o credor pignoratício poderá, igualmente, valer-se das descidas da cotação de ações, à semelhança do que sucede nas operações de venda a descoberto. A grande diferença entre o *naked short selling* – previsto na primeira parte do artigo 1.º/3, a), do Regulamento da CMVM n.º 4/2010 – e o *covered short selling, i.e.*, operações a descoberto asseguradas por um negócio jurídico que atribui a titularidade temporária ao ordenador e o constitui numa obrigação de restituir esses instrumentos – artigo 1.º/3, a), 2.ª parte – é que nos primeiros o risco de incumprimento situa-se no mercado, enquanto na segunda modalidade este tem repercussões apenas a nível das relações contratuais. Como é sabido, a venda a descoberto resulta do desfasamento entre sistemas de negociação e de liquidação: os valores são vendidos e comprados, sem que sejam imediatamente creditados na conta do ordenador final ou pagos. Estas são obri-

noratício ou ao depositário por ele indicado (artigo 101.º, n.º 1, *ex vi* do artigo 103.º do CVM). Se as ações ao portador estiverem depositadas, o penhor constitui-se por registo na conta do depositário indicado pelo credor pignoratício, com efeitos a partir da data do requerimento do registo (artigo 101.º, n.º 2, *ex vi* do artigo 103.º do CVM). Caso se trate de ações nominativas não integradas em sistema centralizado, a constituição efetua-se por declaração de penhor, escrita no título, a favor do credor pignoratício, seguida de registo junto do emitente ou junto do intermediário financeiro que o represente (artigo 102.º, n.º 1, *ex vi* do artigo 103.º do CVM). Se forem ações representadas por um só título depositado em intermediário financeiro aplica-se o regime do artigo 99.º/2, b) e 5, do CVM. Para que seja constituído um penhor sobre ações tituladas integras e depositadas em sistema centralizado e as ações escriturais é necessário o registo na conta do titular das ações (artigo 81.º/1, do CVM). Cf., sobre a forma de constituição do penhor de ações, TIAGO SOARES DA FONSECA, *O penhor de ações*, 2.ª ed., Coimbra, 2007, 65 ss.

⁷⁶ Tendo sido convencionado o direito de disposição a favor do credor pignoratício, será necessária a sua compatibilização com a presunção da existência de um pacto anticrético que resulta do artigo 672.º/2, do CC para o penhor civil. Havendo lugar à restituição de frutos, estes não se consideram abrangidos pelo penhor, de acordo com o regime civil. Sendo que o objeto típico do penhor financeiro é frutífero (no caso de numerário pode haver lugar ao recebimento de juros, enquanto no de instrumentos financeiros podem resultar dividendos), também se deverá presumir a existência de um pacto anticrese e considerar que os frutos civis devem ser afetos à satisfação do crédito pignoratício. Neste sentido, cf. DIOGO MACEDO GRAÇA, *Os contratos de garantia financeira*, Coimbra, 2010, 46 ss. Aliás, se se receber os frutos sem que estes sejam utilizados para amortizar a dívida poderá, eventualmente, existir uma situação de enriquecimento sem causa.

gações complementares, destinadas ao cumprimento de obrigações equivalentes às de vendedor – entregar a coisa – e de comprador – pagar o preço⁷⁷ – que ocorrem em momento posterior ao da negociação e através de sistemas autónomos, destinados à liquidação. A liquidação física ocorre após três dias a negociação, tal como resulta do Regulamento da CMVM n.º 5/2007 (artigos 11.º e 12.º) e do Regulamento Interbolsa n.º 3/2004, ao passo que a liquidação financeira, consistente no pagamento do preço, tem lugar, caso seja possível, em simultâneo com a liquidação física ou um dia depois desta. Ora, estes três dias que medeiam entre a venda dos valores e a obrigação de os disponibilizar permitem ao vendedor a descoberto apostar na descida dos preços dos valores que tem de ter disponíveis. Para que esta operação seja lucrativa para o vendedor a descoberto, basta que este venda os valores a um preço superior àquele a que os compra. Nos casos de mútuo de ações ou de contratos de garantia financeira o prazo de três dias é alargado. O ordenador que vende a descoberto pode entregar os valores correspondentes até à data do vencimento da obrigação de entrega do valor, no caso do mútuo, ou até à data convencionada para o cumprimento das obrigações financeiras garantidas, no caso do penhor financeiro. O operador tem, portanto, um maior lapso temporal para adquirir as ações vendidas a descoberto. Ora, o incumprimento da obrigação de entrega dos valores vendidos, no caso de *naked short selling*, implicará que tenham de ser revertidas todas as operações realizadas e a liquidar nesse dia. Na venda em mercado regulamentado, nunca será possível apurar a que vendedor deveriam ter sido entregues os valores. Não se identificam contrapartes com obrigações simétricas e sinalagmáticas⁷⁸. Pelo contrário, no *covered short selling* o incumprimento da obrigação de entrega dos valores emprestados ou dados em garantia situa-se no plano das relações contratuais entre as partes. Ainda assim, as considerações feitas a propósito do *naked short selling* também poderão encontrar campo de aplicação neste tipo de contrato, pelo que deverão ser tomadas em conta no preenchimento da parte final do artigo 1.º/3, a), do Regulamento da CMVM n.º 4/2010.

O Regulamento denuncia, ainda, outras situações que podem potenciar interesses a descoberto. A saber: a transação de participações em fundos de gestão passiva que repliquem índices ou cabazes de ações e a transação de instrumentos financeiros derivados, negociados em mercado ou fora de mercado,

⁷⁷ Traçando este paralelo e, em geral, explicando as condições de facto por detrás das operações de *short selling*, cf. PAULA COSTA E SILVA, *As operações cit.*, 34–38.

⁷⁸ Cf. PAULA COSTA E SILVA, *As operações cit.*, 39 ss.

designadamente contratos de *swap*, opções e futuros, mesmo que incidam sobre índices ou cabazes.

Para além do alargamento dos instrumentos considerados relevantes na criação de posições curtas – que corresponde já às exigências do novo Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho – são, ainda, modificadas as formas de cálculo dos interesses a descoberto relevantes e da sua agregação. O interesse a descoberto relevante é calculado numa base líquida, *i.e.*, compensam-se as posições a descoberto com as posições longas, a nível de cada pessoa jurídica. As entidades em relação de domínio ou de grupo deixam de poder compensar as posições detidas dentro do grupo (artigo 2.º), mas devem ser somadas as posições líquidas curtas de cada uma dessas entidades para efeitos de comunicação à CMVM (artigo 3.º). Uma série de outros casos em que existe uma obrigação de agregação das posições líquidas curtas são tipificados no artigo 3.º/3. De um modo geral, correspondem a situações em que as decisões de gestão de diferentes pessoas jurídicas são tomadas, de forma direta ou indireta, pela mesma entidade e correspondem à mesma estratégia.

Entende-se por interesse a descoberto relevante a detenção de qualquer título, direta ou indiretamente, de um interesse económico decorrente da obrigação de entrega futura ou de efeito económico equivalente que seja igual ou superior a 0,20% do capital social da sociedade emitente, independentemente da natureza desses interesses (artigo 1.º/2). A titularidade de um interesse a descoberto relevante cria a obrigação de comunicar essa posição à CMVM. Quando existam entidades que detenham ou sejam gestoras de interesses a descoberto relevantes iguais ou superiores a 0,5% do capital social da sociedade emitente existe uma obrigação de comunicação à CMVM e à sociedade emitente, com vista à sua divulgação ao mercado (artigo 5.º/1). A CMVM pretendia, ainda, estender o regime de transparência dos interesses económicos relevantes a outro tipo de instrumentos financeiros, designadamente os representativos de dívida, mas aguardava, então, a adoção de recomendações pelo CESR. Tal extensão viria entretanto a ser determinada pelo novo Regulamento do Parlamento e do Conselho de 2012.

3.6. A Instrução da CMVM n.º 2/2008 e os Regulamentos da CMVM n.ºs 5/2010 e 2/2011

Em atenção à instabilidade económica e à necessidade de intervenção regulatória no sentido de garantir a integridade dos mercados e prevenir situações de arbitragem regulatória, a CMVM estabeleceu, em 2008, medidas especiais

no que respeita à realização de vendas curtas, através da Instrução n.º 2/2008. Impõe-se aos intermediários um dever de recusa de ordens de venda quando não esteja assegurada a disponibilidade dos valores no momento da emissão da ordem, relativamente a valores mobiliários emitidos por instituições financeiras. São consideradas instituições financeiras o Banco Comercial Português, o Banco Espírito Santo, o BPI, o Banif, SGPS, o Finibanco-holding SGPS, o Santander, o Banco Popular Español e o Espírito Santo Financial Group. Fica, porém, a questão de saber qual a norma habilitante desta proibição, que vai contra o regime legal de legitimidade de emissão de ordens de venda sem valores mobiliários disponíveis para entrega [artigo 326.º/2, a), do CVM]⁷⁹.

Paralelamente, o Regulamento n.º 5/2010, que altera o Regulamento n.º 5/2008, introduz o dever de divulgação de posições económicas longas relativas a ações, em resultado da necessidade de obstar a situações de “participações qualificadas de grande dimensão comunicadas ao mercado sem aviso prévio porque construídas com base em instrumentos financeiros derivados com liquidação financeira”, como se escreve no próprio Regulamento. As posições longas resultam em potenciais falhas de mercado porque modificam os regimes de formação dos preços de cotação, impedem a deteção de conflitos de interesses e o cálculo do *free-float* e provocam falhas de mercado ao nível do regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias. O detentor dos instrumentos financeiros derivados com liquidação financeira exerce, muitas vezes, influência de facto sobre os direitos de voto detidos formalmente pela contraparte, a qual, tipicamente, procura assegurar a manutenção de uma relação comercial estável e duradoura. Ou seja, ainda que formalmente não tenha direito de voto, em virtude das relações especiais que mantém com a outra parte, consegue influenciar o exercício desse direito⁸⁰.

Assim, a posição económica integra as ações cujos direitos de voto sejam imputáveis nos termos do artigo 20.º do CVM e também os acordos ou ins-

⁷⁹ Para PAULO CÂMARA, *Manual* cit., 488, a legalidade da Instrução n.º 2/2008 “permanece ensombrada em dúvidas”.

⁸⁰ O documento de consulta pública da CMVM torna claro o problema: “*trata-se de instrumentos financeiros que criam um efeito económico similar à detenção das ações e ainda que não permitam o acesso directo a direitos de voto, são idóneos para a aquisição e/ou exercício de influência potencial sobre uma sociedade. A susceptibilidade de influência por parte do detentor deste tipo de instrumento resulta do facto de a sua contraparte realizar a cobertura da sua posição, frequentemente, através da aquisição das ações que são o activo subjacente do instrumento. Em consequência, o detentor da posição longa tem a susceptibilidade de exercer influência de facto sobre os direitos de voto detidos formalmente pela contraparte, a qual, tipicamente, procura assegurar a manutenção de um relacionamento comercial estável e duradouro*”.

trumentos financeiros com efeito económico similar à detenção de ações que não geram autonomamente imputação de direitos de voto, detidos diretamente ou por terceiros que se encontrem em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º do CVM. Será o caso dos contratos diferenciais, dos *swaps*, opções, futuros e contratos a prazo com liquidação financeira (artigo 2.º-A).

A CMVM foi ainda mais além quanto às regras de transparência desenhadas para evitar abusos de mercado. Ao abrigo do considerando 45 da DMIF, o Regulamento n.º 2/2011 alarga os deveres de informação aos instrumentos financeiros derivados, negociados fora do mercado regulamentado, quando o ativo subjacente se encontre admitido à negociação em mercado regulamentado, uma vez que estes, frequentemente, replicam instrumentos financeiros admitidos à negociação em mercado regulamentado⁸¹ e são utilizados para operações ilícitas. Por isso considera-se adequado que os intermediários financeiros procedam também ao reporte de operações sobre estes instrumentos, de forma a aumentar a eficácia da deteção de eventuais operações ilícitas que ponham em causa a credibilidade e confiança no mercado. Este dever é concretizado pela instrução n.º 12/2011 (que revoga a instrução n.º 2/2007) a qual não consagra os deveres de informação dos intermediários financeiros e das entidades gestoras de mercados regulamentados ou de sistemas de negociação multilateral, como pretende tornar céleres os procedimentos de envio de informação, facilitando o acesso à *extranet* onde aquela deve ser entregue.

4. Uma estratégia substantiva? Deveres dos acionistas na contratação de instrumentos financeiros e deveres dos titulares de posições vazias

Ultrapassada esta área de consenso mínimo, não é claro, como resulta do que escrevemos de início, que deva combater-se o *empty voting*, i.e., que, para além da estratégia assente na divulgação, deva haver uma estratégia substantiva, *v.g.* proibitiva ou assente na obrigação de detenção do ativo subjacente. Não obstante alguns aspetos substantivos já regulados, não se seguiu, para já, uma via geral deste tipo (apesar de soluções proibitivas ocasionais, muito contestadas), considerando-se prematura a iniciativa legislativa num tema que ainda carece

⁸¹ Apenas se excluem deste dever os derivados com múltiplos ativos subjacentes, a não ser que seja o mesmo o emitente. Esta modalidade de derivados não replica com exatidão o ativo subjacente e, por isso, é menos frequentemente utilizada para operações ilícitas, razão por que não lhe são extensíveis os deveres de informação previstos no Regulamento.

de ser melhor estudado, tanto na Europa (explicando a já referida consulta pública da ESMA de setembro de 2012) como nos Estados Unidos⁸².

A questão está, pois, em aberto. É seguro, todavia, que existe um problema regulativo, que provavelmente não poderá ser resolvido exclusivamente através de regras de transparência.

Na consulta pública lançada pela S.E.C. sobre o sistema de voto norte-americano também se pode ler (p. 104) que “(...) a confiança dos investidores e dos emittentes na legitimidade da votação pelos acionistas pode basear-se na convicção de que, exceto se outra coisa tiver sido expressamente acordada, os acionistas com direito de voto na eleição dos administradores e noutras matérias têm um interesse económico (ou capital) residual na empresa que é proporcional aos seus direitos de voto. Na medida em que os votos podem ser emitidos por pessoas sem tal interesse económico na sociedade, a confiança no sistema de voto pode ficar minada”. A partir daqui, a S.E.C. questiona se a regulação desempenha um papel no (des)alinhamento do poder de voto relativamente ao interesse económico, distinguindo como áreas potenciais de impacto o crescentemente importante papel dos serviços de aconselhamento de voto, as limitações que existem à possibilidade de a *record date* ser fixada de forma a coincidir com a data em que a votação efetivamente ocorre, bem como as práticas de *hedging* e outras estratégias que permitem a separação do voto do interesse económico.

Fora do campo das iniciativas legislativas de regulação especificamente dirigidas a esta área, o impacto dos deveres de lealdade dos acionistas⁸³ nas práticas subjacentes ao esvaziamento do voto tem sido ocasionalmente ponderado, não obstante a opção por uma estratégia de regulação de cariz não substancial⁸⁴. Embora estes deveres possam, em abstrato, interferir no recurso a instrumentos próprios do mercado dos valores mobiliários – ultrapassada que está a conceção deste ramo do direito como área fechada a considerações substantivas e, em particular, ao princípio da boa fé –, os mesmos não implicam qualquer proibição geral de negociação de instrumentos financeiros em termos que conduzam ao esvaziamento do voto ou a situações de titularidade oculta. Para além das dificuldades de conhecimento e prova, que só por si não seriam decisivas nem

⁸² Cf. IRRC Institute, *Identifying the legal contours of the separation of economic rights and voting rights in publicly held corporation* (out. 2010), disponível em <http://rockcenter.stanford.edu/wp-content/uploads/2010/10/Final-decoupling-report-for-SEC.pdf>, 4 ss.

⁸³ Sobre este, em geral, cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de sociedades e deveres de lealdade. Por um critério unitário de solução do “conflito do grupo”*, Coimbra, 2012, *passim*.

⁸⁴ Cf. NICOLAS A. OSTLER, *Stimmrecht ohne Beteiligungsinteresse. Erwerb und Ausübung des Aktiens-timmrechts ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung*, Frankfurt a. M., 2010, 127 ss.

radicalmente inultrapassáveis, só muito excepcionalmente poderá considerar-se desleal a negociação, em si mesma, de algum dos instrumentos financeiros em jogo. Quando muito, perante o caso concreto – e se for possível a prova – aceitar-se-á que o exercício do voto (ou de outros direitos sociais) violou os deveres de lealdade do acionista, *maxime* quando este seja titular de um interesse económico neutro ou até negativo, votando em sentido oposto aos interesses da sociedade, motivado, *u.g.*, pela utilização de algum mecanismo de *hedging*. Já o próprio negócio jurídico de que resulta a transferência para terceiro do risco económico inerente à posição acionista e, eventualmente, a criação de incentivos contrários ao interesse da sociedade não infringe, por si só, os deveres de lealdade do acionista. A hipótese não fica, todavia, excluída: pense-se, designadamente, no recurso a derivados para ilidir regras de imputação ou de conflitos de interesses, em que, como é evidente, a própria negociação dos instrumentos financeiros viola os deveres de lealdade dos acionistas. Em exemplos como este, é a própria contratação, em si mesma, que é contrária aos deveres de lealdade. Regressaremos, de seguida, a este ponto.

Encontrado o fundamento dos deveres de lealdade no poder de influência sobre a sociedade – o que não significa restringi-los ao acionista maioritário –, e ultrapassada uma ideia de lealdade estritamente dependente de um vínculo jurídico formal com a sociedade (que falta, no caso), é possível afirmar que também o sujeito que controla materialmente o voto, formalmente exercido por sujeito diverso, se encontra vinculado a deveres de lealdade perante a sociedade, da mesma maneira que o próprio sócio diretamente votante. E sobretudo, o titular formal do voto, ainda que desacompanhado de interesse económico correspondente, em virtude do recurso a algum dos instrumentos atrás mencionados, está também, nos termos gerais, adstrito aos deveres de lealdade próprios do acionista. Se prosseguir interesses exteriores à sociedade e, assim, um interesse patrimonial negativo, viola os deveres de lealdade que sobre ele continuam a recair⁸⁵. Decerto que esta consideração genérica – apesar de, quanto a nós, incontroversa – não tem, por si só, qualquer eficácia limitativa ou disciplinadora do exercício do voto se não for acompanhada de regras que obriguem à divulgação das posições em causa e que permitam identificar tanto os titulares das posições longas como das posições curtas, tornando assim possível o discernimento de situações de prossecução pelo acionista de um interesse económico negativo, que afinal mais não é do que a tentativa de lesar a sociedade através do exercício do voto (sem prejuízo, naturalmente, de eventuais

⁸⁵ Cf. também NICOLAS A. OSTLER, *Stimmrecht* cit., 195, exemplificando.

facilitações de prova, ao abrigo das regras gerais, como adiante veremos). I.e., os *empty voters* mantêm-se vinculados a deveres de lealdade perante a sociedade, tal como a generalidade dos sujeitos com direito de voto: como é evidente, a desagregação do voto de um interesse material não elimina – antes aumenta – a importância dos deveres de lealdade no respetivo exercício. O poder de influência decorrente do sentido de voto e o potencial acrescido de resultados lesivos no que respeita ao exercício do voto pelo titular de posição vazia tornam particularmente importantes os deveres de boa fê que vinculam estes sujeitos. Inexistindo um dever de votar no sentido de um pré-determinado interesse social – que só da própria conjugação de vontades resultará⁸⁶ –, permanece, todavia, em vários casos, a dificuldade prática de distinguir um exercício normal do voto, porventura motivado pelo interesse próprio e não necessariamente no melhor interesse económico da sociedade (o que, dentro de certos limites, é inerente ao funcionamento do mecanismo deliberativo), de um exercício abusivo ou ilícito desse direito, resultante de tal interesse próprio negativo. Por seu lado, um dever *positivo* de voto só emerge em casos pontuais, quando uma medida for objetivamente indispensável à realização do interesse social (*v.g.*, à sobrevivência da sociedade), e sem prejuízo da necessidade de ponderar os interesses do sócio: nesta hipótese, o princípio da lealdade comprome, em concreto, o princípio da liberdade de voto, obrigando o sócio a votar favoravelmente a medida⁸⁷.

Em qualquer caso, o dever de lealdade não implica qualquer proibição de voto havendo interesse económico neutro ou mesmo negativo. Por outras palavras, ainda que possa entender-se que o titular de interesse económico negativo, proveniente do recurso a algum dos instrumentos financeiros considerados, deve ficar impedido de votar, não parece que possa fundar-se tal impedimento, por si só, no dever de lealdade social. O acionista que “compra” proteção para os riscos inerentes à atividade económica não contraria, ao fazê-lo, os deveres de lealdade que o vinculam, nem é possível concluir, *sic et simpliciter*, que os irá contrariar em futuras deliberações sociais, razão por que a lealdade deveria atuar *ex ante*, impedindo o acionista de exercer o voto. A simples inexistência de um incentivo económico positivo ou a presença de um incentivo económico negativo não parecem configurar fatores suficientes, à luz dos regimes societário e mobiliário vigentes, para se afirmar um genérico impedimento de voto, o que equivaleria a considerar que efeito necessário do recurso

⁸⁶ Ultrapassadas as concepções institucionalistas do interesse social.

⁸⁷ Cf., com maior desenvolvimento, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos* cit., nota 1312.

aos instrumentos de *hedging* considerados era a privação do direito de voto. Só, portanto, o concreto exercício do voto pode ser contrário aos deveres de lealdade e não são, quanto a nós, de aceitar as propostas que pretendem impedir o registo dos *empty voters* como acionistas com direito de voto⁸⁸.

Quando ocorra um concreto exercício do voto em contradição com o dever de lealdade, o sócio fica obrigado a indemnizar os danos causados. A solução, no direito português, não oferece dúvidas: o artigo 58.º/3 estabelece expressamente para o caso dos votos abusivos («os sócios que tenham formado maioria em deliberação abrangida pela alínea b) do n.º 1 respondem solidariamente para com a sociedade ou para com os outros sócios pelos prejuízos causados»), devendo o princípio ser estendido a todas as situações de violação de deveres de lealdade. Não vigora, pois, uma regra de irresponsabilidade pelo exercício do voto, similar àquela que se identifica, no direito alemão, onde o § 117 VII AktG afasta, no caso das sociedades anónimas, a responsabilidade dos acionistas, discutindo-se a aplicabilidade de idêntico princípio às sociedades de responsabilidade limitada. Por seu lado, a deliberação que atinja o princípio da lealdade é nula, por violação de lei (*lato sensu*), nos termos do artigo 56.º/1, d). Também o voto em si, enquanto declaração, é inválido⁸⁹, não devendo ser contabilizado na deliberação⁹⁰.

Problema diferente – mas não menos importante – é o dos deveres e dos conflitos de interesses dos serviços de aconselhamento de voto, que já têm, eles próprios, sido vistos como *empty voters*, uma vez que igualmente lhes falta interesse económico nas ações, não obstante o seu poder de voto indireto. O Livro

⁸⁸ Neste sentido, cf., v.g., URS BERTSCHINGER, *Finanzinstrumente in der Aktienrechtsrevision – Derivate, Securities Lending and Repurchase Agreements*, SZW/RSDA 2/2008, 208–214.

⁸⁹ Cf. OLIVEIRA ASCENSÃO, *Invalidez das deliberações dos sócios*, em *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura*, vol. II, Lisboa, 2003, 17–44 (19), entendendo, todavia, que o voto é uma declaração mas também um negócio jurídico, sujeitando-se aos vícios que podem afetar os negócios jurídicos; ainda assim, o vício do voto apenas inquina a deliberação se o voto for determinante para esta, nos termos da regra de maioria aplicável: estabelece-se um *limiar de relevância* da invalidade do voto sobre a validade da deliberação. Em sentido próximo, cf. PEREIRA DE ALMEIDA, *A relevância dos vícios de voto nas deliberações sociais*, em *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Inocêncio Galvão Telles*, vol. IV, Coimbra, 2003, 637–657 (648): nada obstaria à natureza negocial do voto, ainda que por vezes seja mera declarações (dependendo do seu conteúdo). Cf., porém, PINTO FURTADO, *O voto nas deliberações de sociedades*, em *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Raúl Ventura*, vol. II, Lisboa, 2003, 213–273 (228), para quem o voto nunca é um negócio jurídico, limitando-se a constituir uma declaração negocial.

⁹⁰ Cf., neste sentido, v.g., NICOLAS A. OSTLER, *Stimmrecht* cit., 203, rejeitando a ideia, por vezes invocada, de que a consideração da invalidade do voto em si mesmo acarretaria incerteza.

Verde da Comissão “O quadro da UE do governo das sociedades”⁹¹, de abril de 2011, aponta precisamente, quer a difusão dos serviços de aconselhamento de voto, em resultado das dificuldades práticas que os investidores institucionais com uma carteira de títulos diversificada enfrentam para avaliar a forma como devem votar, quer a importância dos respetivos conflitos de interesses: “quando estes agem igualmente como consultores em matéria de governo das sociedades junto das empresas em que se investiu isso pode dar origem a conflitos de interesses. Também surgem conflitos de interesses quando um proxy advisor é consultado sobre deliberações dos accionistas que foram propostas por um dos seus clientes”⁹². Na verdade, não é raro as empresas de aconselhamento de voto fornecerem recomendações de voto a investidores institucionais sobre matérias em relação às quais também ofereceram serviços de consultoria ao emitente (v.g., sobre governo das sociedades, remuneração dos administradores). Algumas empresas divulgam a existência desta relação dupla, outras procuram criar “firewalls” entre diferentes áreas de negócio. Nos Estados Unidos, o *Supreme Court* determinou que a sec. 206 do *Advisors Act* estabelece um padrão fiduciário (*fiduciary standard*) que guia a conduta destes sujeitos, em virtude da “delicada natureza fiduciária da relação de aconselhamento de investimento” e da vontade de eliminar (ou pelo menos expor) todos os conflitos de interesses existentes. Nessa medida, as empresas de aconselhamento de voto, enquanto consultoras de investimento, têm tais deveres fiduciários para com os seus clientes. Independentemente destes deveres, a regulação dos serviços de aconselhamento de voto está presentemente na agenda europeia e norte-americana, afigurando-se particularmente importante à luz da influência que estas agências têm no resultado das votações, há muito conhecida e recentemente confirmada. Um estudo divulgado em março de 2012, conduzido pelo The Conference Board, The NASDAQ OMX Group, Inc. e o Stanford University’s Rock Center for Corporate Governance, indicou que mais de 2/3 das empresas norte-americanas afirmam que o seu programa de remunerações é influenciado pelas políticas e recomendações de voto de

⁹¹ Bruxelas, 5.4.2011 COM(2011) 164 final. O Livro Verde não teve objetivos muito ambiciosos: tratou-se sobretudo de avaliar a eficácia do atual enquadramento do governo das sociedades para as empresas europeias, auscultando os Estados e os intervenientes no mercado, com vista a um eventual aprofundamento das regras existentes. São feitos, porém, alguns avanços importantes, designadamente admitindo a hipótese de estender a intervenção europeia às sociedades não cotadas, que se têm mantido arredadas dessa intervenção. Por outro lado, é dada grande importância à posição dos acionistas e não apenas à dos administradores, que constitui, desde o início, o tema central em matéria de governo societário.

⁹² *Livro Verde* cit., p. 16.

serviços de aconselhamento de voto como o *Institutional Shareholder Services* (ISS) e o *Glass Lewis*. Em particular, a maioria das administrações estão dispostas a modificar a remuneração do CEO para obter uma recomendação favorável em matéria de *say on pay*⁹³. Tal é suficiente para revelar o impacto destes serviços e a importância da sua regulação, o que justifica a intervenção da ESMA através da consulta pública sobre o tema, lançada em 22 de março de 2012.

5. Regras sobre conflitos de interesses

Na medida em que dependem dos princípios gerais sobre imputação dos votos, as regras sobre conflitos de interesses, *maxime* sobre impedimentos, incluem-se entre as normas cuja defraudação é possível com recurso a instrumentos financeiros derivados. Com frequência, a utilização destes instrumentos torna especialmente complexa, senão mesmo impossível, a prova dos factos que justificam o conflito de interesses e o conseqüente impedimento de voto, o que lhes confere particular atratividade para o efeito.

O fenómeno verificou-se, com grande visibilidade pública, no panorama societário português, aquando da assembleia geral da Portugal Telecom, SGPS, S.A. de julho de 2010 em que se deliberava a aceitação da proposta formulada pela Telefónica tendente à aquisição das participações do grupo PT na Brasilcel e, por esta via, na Vivo⁹⁴. Em causa esteve um conjunto de transações, através de contratos de *equity swap*, das participações da Telefónica na PT, na sequência das quais esta sociedade – que se encontrava impedida de votar – ficava, aparentemente, titular de apenas 2,02% do capital da PT, e não dos 10% que vinha detendo e que se havia obrigado a alienar à PT, nos termos da *call option* estabelecida na oferta dirigida a esta sociedade, caso a mesma fosse aceite. Foi comunicada à CMVM a venda pela Telefónica, fora de mercado regulamentado, em 17/6/2010, de 15.689.000 ações, em 18/6/2010, de 17.839.58 ações e, finalmente, em 21/6/2010, de 24.676.250 ações. Paralelamente, esta sociedade comunicou a celebração de contratos de *equity swap*, nos dias 17/6, 18/6 e 21/6, em relação, respetivamente, a 15.689.000 ações, 17.839.58 ações e

⁹³ Publicado em *The Conference Board's Director Notes*, disponível em www.conference-board.org/directornotes.

⁹⁴ Apesar de ser competência do conselho de administração, nos termos do artigo 406.º do CSC, este órgão decidiu submeter a matéria a deliberação dos sócios, ao abrigo do artigo 373.º/3, devido ao seu impacto na sociedade.

38.000.000 ações⁹⁵. Através destes contratos, a Telefónica procedia ao «parqueamento» das participações em instituições financeiras, mantendo o controlo material dos respetivos votos, segundo acabou por se concluir. Tratar-se-ia, conforme foi comunicado, de contratos com liquidação financeira, e não com liquidação física, *i.e.*, não tinha lugar a entrega do ativo subjacente e o pagamento do preço respetivo, antes se prevendo apenas o pagamento da diferença entre o valor contratado e o valor do ativo subjacente.

Do ponto de vista jurídico, independentemente do problema da imputação dos votos, a obrigação de venda daquela percentagem do capital social não obstava à respetiva alienação. Tal como não há uma proibição de prometer – e mesmo de vender – bens de que ainda não se é titular, também não há impedimento a que se aliene aqueles bens que se detém e que se prometeu vender. De resto, a *call option* sempre seria integralmente satisfeita desde que as ações alienadas fossem atempadamente recompradas.

Se por este prisma, estritamente jurídico-formal, a legitimidade da operação estaria assegurada, até porque a recompra no mercado encontrava-se, na verdade, ao alcance da Telefónica, já do ponto de vista económico a operação não era facilmente explicável. Considerando que, em caso de sucesso da oferta, a recompra teria lugar a um preço significativamente superior àquele a que fora feita a venda, tendo em conta a previsível subida da cotação das ações da PT, tal implicaria um considerável prejuízo financeiro para a Telefónica, tornando, assim, duvidosa a justificação publicamente apresentada por esta empresa para a celebração do contrato de *equity swap*: a proteção contra o risco financeiro decorrente da eventualidade de ter de recomprar as ações para cumprir a oferta feita à PT, atendendo à referida subida do preço. Simplesmente, o risco que os contratos de *equity swap* viriam proteger teria sido criado, afinal, pela própria Telefónica ao negociar as suas participações sociais. *I.e.*, a Telefónica justificava um contrato que gera um determinado risco para si invocando a finalidade de evitar um risco produzido por esse preciso contrato. Perante as dúvidas suscitadas, a intervenção da CVMV foi solicitada, no sentido de determinar ou não a imputação dos votos, acabando a entidade supervisora por se pronunciar em sentido positivo. Se, neste caso, o organismo regulador pôde manifestar-se ainda a tempo, sempre se perguntará como deve proceder-se quando, em virtude do constrangimento temporal inerente à proximidade entre as operações e a assembleia geral, *maxime* tendo em conta a potencial dificuldade de apuramento dos dados de facto relevantes, não for possível o regulador intervir eficazmente.

⁹⁵ Dados disponíveis em www.cvmv.pt.

Deverá então o presidente da mesa aceitar a emissão dos votos, não obstante o curso de eventos sugerir, com elevada probabilidade, a defraudação das regras do impedimento de voto? A questão chegou a colocar-se no caso PT-Telefónica.

Tal elevada probabilidade ocorria nesta situação de facto. A proximidade temporal da assembleia geral, o impedimento e a consequente insusceptibilidade de a Telefónica exercer os direitos de voto de que era titular, bem como a consideração de uma das finalidades típicas dos contratos de *equity swap* – a de incrementar os votos detidos –, eram tudo fatores que indiciavam que, através destes negócios, a Telefónica mantinha o controlo sobre os votos em causa, tanto mais que a operação não encontrava, como dissemos, uma real justificação económica, capaz de afastar as suspeitas criadas. As relações especiais mantidas com os eventuais contratantes, a determinar, *maxime* no âmbito do próprio processo de oferta, tenderiam porventura, por seu lado, a reforçar a conclusão. Se paralelamente se tivesse em mente que os *equity swaps* precisamente se enquadram, como temos dito, no conjunto das novas formas de compra do voto (*new vote buying*) e que delas são manifestação típica, mais evidente se torna a probabilidade de nos depararmos com hipótese de dissociação entre o interesse e o voto, permitindo a obtenção de mais votos do que ações e, portanto, do que interesse económico, em típica situação de esvaziamento do voto (situação de *long the vote*, em que o sujeito detém mais votos do que interesse económico), com contraponto na propriedade oculta de percentagem de capital superior àquela que é formalmente detida.

Entre as funções típicas do *equity swap* conta-se, na verdade, como dissemos já, a de os acionistas expandirem o seu poder de voto em assembleia geral, assim aumentando materialmente a respetiva posição social: para o efeito, antes da assembleia geral e da verificação dos acionistas com direito de voto, celebra-se o contrato de empréstimo sobre as ações, que permitem o exercício do voto, revendendo-se de seguida as mesmas. Trata-se da designada estratégia de *record date capture*⁹⁶. Ou seja, uma das utilizações mais frequentes dos *equity swaps* é precisamente para possibilitar o exercício do voto na assembleia geral. Naturalmente que assim se faculta também o contorno dos impedimentos legais ao voto, transferindo para outrem os votos inibidos, mas mantendo o controlo sobre o modo do seu exercício. No fundo, estar-se-á a iludir as regras sobre conflitos de interesses, num fenómeno sobejamente conhecido.

⁹⁶ Sobre esta estratégia, cf. PETRI MÄNTYSAARI, *The Law of corporate finance: general principles and EU Law*, Heildelberg, 2010, 555.

O problema pode e deve ser generalizado. Se, neste caso, a CMVM acabou por, pouco antes da assembleia geral, decidir no sentido da imputação dos votos à Telefónica, impedindo o seu exercício, nas hipóteses em que não seja possível a intervenção do organismo de supervisão do mercado, pergunta-se, pois, se estará o presidente da mesa vinculado a aceitar a emissão de votos quando todos os factos sugerem que estes devem ser materialmente imputados a acionista que se encontra impedido de votar. A questão tem, como se vê, máxima relevância e só pode ser esclarecida lembrando a *ratio* e verdadeira natureza das normas sobre conflitos de interesses, atendendo, em especial, às sociedades anónimas⁹⁷.

É o princípio da lealdade, expressão dos valores essenciais do sistema jurídico, que está subjacente à regra do artigo 384.º/3, do CSC, sobre impedimentos de voto. Podemos até dizer que esta norma consubstancia, relativamente aos acionistas das sociedades anónimas, uma das mais importantes manifestações desse princípio, que se encontra concretizado, sobretudo, no que toca aos administradores – área na qual, para além da sua consagração geral no artigo 64.º/1, b), do CSC, é possível apontar o dever de não concorrência previsto nos artigos 254.º e 398.º/3 ou as regras sobre a contratação com a sociedade (*self dealing*) do artigo 397.º, ou ainda a disciplina do impedimento de voto no conselho de administração prevista no artigo 410.º/3, todos do mesmo Código, para além do artigo 186.º/2, e), f) e g), do CIRE, por exemplo.

Na área da lealdade dos sócios – aquela que agora nos interessa –, a proibição de o sócio votar em conflito de interesses com a sociedade, nos termos dos artigos 251.º e 384.º/6, e a proibição do voto abusivo [artigo 58.º/, 1, b)] traduzem, inequivocamente, as principais manifestações jurídico-positivas da lealdade nas sociedades de capitais, evitando o desvirtuamento – e, sobretudo, a suspeita de desvirtuamento – do voto do sócio que se encontra interessado na deliberação em termos extrasocietários.

De resto, o objetivo de evitar transações em situação de conflitos de interesses apresenta-se com um dos campos privilegiados do debate em torno do governo societário, apontando-se, não raramente, «a delicadeza da matéria, que constitui um dos setores mais “quentes” do Direito societário»⁹⁸, o que bem permite demonstrar a relevância da consagração legal dos impedimentos de voto.

Não pode ignorar-se, de todo o modo, que o tema dos conflitos de interesses é sobremaneira complexo, sobretudo considerando que não é desejável

⁹⁷ Neste ponto concreto, a análise é, todavia, transponível para as sociedades por quotas.

⁹⁸ SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitale*, *Giur-Com* 30.5, setembro-outubro 2003, 661-677 (663).

nem possível a lei prevenir ou eliminar a totalidade desses conflitos no seio das sociedades comerciais. Tal é particularmente evidente no que toca à posição dos administradores. Se, como tem sido sublinhado por alguns, os conflitos de interesses são frequentemente vistos como um mal a ser evitado a todo o custo, especialmente perante abusos chocantes, não deverá, porém, esquecer-se que tais conflitos surgem inevitavelmente nas relações sociais e económicas⁹⁹ e que uma postura excessivamente rígida da lei poderá prejudicar, por exemplo, a contratação dos administradores mais competentes, impondo-se, por isso, um ponto de equilíbrio, cuja descoberta surge como um dos desafios essenciais do governo societário¹⁰⁰.

Independentemente da resposta a dar ao problema mais geral em causa, as normas sobre impedimentos de voto – *maxime*, no que aqui releva, do acionista da sociedade anónima – cumprem funções essenciais, cuja consideração é indispensável para se definir os limites do impedimento de voto legalmente previsto.

Por um lado, o artigo 384.º/6 visa, como é sabido, antecipar e prevenir o eventual desvirtuamento do sentido de voto do sócio quando este tenha interesses pessoais ou extrassociais em jogo na deliberação. A situação releva em termos puramente objetivos: *i.e.*, não importa a intenção do acionista nem que sejam ou não previsivelmente causados danos à sociedade. Trata-se, tão-somente, da objetiva situação de conflito¹⁰¹.

Resulta daqui, por outro lado, que os impedimentos cumprem essencialmente uma função determinante de garantia da transparência procedimental: pretende-se não só assegurar a boa decisão mas também e sobretudo a sua legitimação formal. É, pois, à luz destas finalidades que cabe determinar o âmbito do impedimento de voto, com vista a responder à questão colocada acima.

Nos termos legais, o acionista fica impedido de votar por si, por representante ou como representante. Apesar de o artigo 384.º/6 não conter referência

⁹⁹ Cf., *v.g.*, ALAIN HIRSCH, prefácio a LUC THÉVENOZ/RASHID BAHAR (eds.), *Conflicts of interest*, Zurich, Genève, Bâle, 2007.

¹⁰⁰ Como escrevem Também RASHID BAHAR/LUC THÉVENOZ, *Conflicts of interest: disclosure, incentives and the market*, em LUC THÉVENOZ/RASHID BAHAR (eds.), *Conflicts* cit., 1-29 (7), «a lealdade acarreta um custo: para o comissário (*agent*) este facto é óbvio (...). Os comitentes (*principals*), todavia, também poderão ser obrigados a suportar os custos da lealdade: os conflitos de interesses podem impedi-los de contratar os mais experientes e especializados para defender os seus interesses. Os comitentes podem ter de se contentar com um padrão inferior de qualidade, em troca de maior integridade, num *trade-off* difícil de quantificar».

¹⁰¹ Cf. JOSÉ FERREIRA GOMES, *Conflitos de interesse entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu acionista controlador*, em *Conflito de interesses no direito financeiro e societário. Um balanço a partir da crise*, Coimbra, 2010, 75-213 (143).

expressa à votação indireta, promana das regras gerais societárias e dos princípios do ordenamento jurídico que também essas situações se encontram cobertas pela proibição.

Tal afirmação não surpreende, considerando, desde logo, as múltiplas previsões de imputação de votos e de participações sociais no capital das empresas que demonstram a preocupação do direito das sociedades comerciais e do direito dos valores mobiliários com a realização material, e não apenas formal, das suas regras.

Em primeiro lugar, está aqui em causa o já referido artigo 20.º do CVM, que prevê regras de imputação do voto para efeitos do cômputo das participações qualificadas, sendo certo que para a mesma regra remetem outras disposições do Código, *maxime* em sede de OPA obrigatória¹⁰². Bem se vê que é consideravelmente abrangente o elenco das hipóteses de imputação de votos, devido, em boa parte, à transposição da Diretiva da Transparência¹⁰³. Assim, além da titularidade direta, relevam os casos de titularidade indireta. Entre eles, releva, em primeiro lugar, a hipótese de participação detida por sujeito que assume a qualidade de sócio e exerce os respectivos direitos, mas por conta de outrem, para cuja esfera jurídica são transferidos os benefícios económicos da participação social. Esta situação não se confunde, naturalmente, com a atuação através de representante, pois, neste caso, este não atua enquanto sócio (que

¹⁰² Nos termos desta norma, consideram-se designadamente, além dos inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto a) detidos por terceiros em nome próprio, mas por conta do participante; b) detidos por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo; c) detidos por titulares do direito de voto com os quais o participante tenha celebrado acordo para o seu exercício, salvo se, pelo mesmo acordo, estiver vinculado a seguir instruções de terceiro; d) detidos, se o participante for uma sociedade, pelos membros dos seus órgãos de administração e de fiscalização; e) que o participante possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os respectivos titulares; f) inerentes a ações detidas em garantia pelo participante ou por este administradas ou depositadas junto dele, se os direitos de voto lhe tiverem sido atribuídos; g) detidos por titulares do direito de voto que tenham conferido ao participante poderes discricionários para o seu exercício; h) detidos por pessoas que tenham celebrado algum acordo com o participante que vise adquirir o domínio da sociedade ou frustrar a alteração de domínio ou que, de outro modo, constitua um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada; i) imputáveis a qualquer das pessoas referidas numa das alíneas anteriores por aplicação, com as devidas adaptações, de critério constante de alguma das outras alíneas.

¹⁰³ Diretiva n.º 88/627/CEE7, do Conselho, de 12 de dezembro de 1988, revogada pela Diretiva n.º 2001/34 CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de maio de 2001, relativa à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e à informação a publicar sobre esses valores. Não surgiram, porém, modificações relevantes.

pode ou não ser) e os efeitos da sua atuação repercutem-se direta e imediatamente na esfera do representado, nos termos gerais, de tal maneira que aí nos deparamos ainda com titularidade direta. Além desta hipótese, em que a titularidade de direitos de voto resulta da qualidade de sócio mas em que existe uma dissociação da mesma relativamente à titularidade material ou económica da participação, interessam, de modo muito especial – devido à configuração típica dos contratos de *equity swap* –, as alíneas c) e e) do artigo 20.º.

Independentemente do conteúdo concreto das diversas alíneas do artigo 20.º, resulta do mesmo uma relevância alargada da titularidade material. Assim, apesar de frequentemente se entender a regulamentação do mercado de capitais como dotada de carácter conclusivo e fechado, a verdade é que a natureza formal e a rigidez deste ramo de direito¹⁰⁴ não eliminam – nem poderiam eliminar – o relevo da realidade substantiva subjacente, conforme dissemos.

O mesmo sucede no Código das Sociedades Comerciais. Também o carácter acentuadamente formal da regulamentação jus-societária, na qual «preponderam os processos exteriores, as concordâncias de esquemas e a normalização das condutas»¹⁰⁵, não afasta a relevância das preocupações substantivas, designadamente quando se trata da imputação de participações.

Assim, desde logo, os artigos 447.º e 448.º do CSC estabelecem a obrigatoriedade de informar acerca da constituição e extinção de participações qualificadas, atendendo, para efeitos de cômputo da participação, não só à participação do próprio acionista mas também à dos sujeitos referidos no n.º 2, que com ele se encontram especialmente relacionados e, portanto, numa posição de especial proximidade. A lei recorre a uma ficção legal, baseada no perigo abstrato de influência do membro do órgão de administração ou de fiscalização face ao terceiro visado, de tal maneira que o dever de informação vigora mesmo que se demonstre que essa influência não existe de forma alguma¹⁰⁶.

Além do mais, deve notar-se que, nos termos do n.º 3 do artigo 447.º, são equiparados às aquisições ou alienações “os contratos de promessa, de opção, de reporte ou outros que produzam efeitos semelhantes”. Ou seja, a lei opera um alargamento objetivo dos deveres informativos a todos os contratos que tenham um efeito translativo da titularidade ou dos efeitos económicos a esta associados. Incluir-se-ão aqui alguns contratos derivados relativos a ações, designada-

¹⁰⁴ Cf. AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, 1997, 33 ss.

¹⁰⁵ MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das sociedades I*, Coimbra, 2007, 238.

¹⁰⁶ Cf. PAULO CÂMARA, em *Código das Sociedades comerciais anotado*, 2.ª ed., Coimbra, 2011, artigo 447.º, anot. 9.

mente *swaps* de ações, pelo menos no caso de admitirem a entrega, *i.e.*, se existir liquidação física¹⁰⁷.

Por seu lado, o cômputo das participações sociais para efeitos de aferição da existência de uma coligação de sociedades – seja na modalidade de relação de simples participação, de participações recíprocas, de domínio ou de grupo por domínio total (artigos 483.º, 485.º, 486.º, 488.º e 489.º) – atende não só à titularidade direta mas também à titularidade indireta. No conceito de participação indireta incluem-se os casos em que é titular de participação sociedade dominada por outra ou que com esta se encontre em relação de grupo, bem como os casos de interposição de pessoas. Por força do artigo 483.º/2, aplicável às restantes hipóteses, é imputada a uma sociedade a titularidade de participações formalmente detidas por outra pessoa, com vista a evitar a defraudação dos esquemas de proteção legalmente instituídos. Em especial, no caso de participação através de interposta pessoa (singular ou colectiva), a participação formalmente detida por quem atua por conta de outrem (*u.g.*, através de mandato sem representação) é imputada a esta última (titular material)¹⁰⁸.

A relevância da posição material em detrimento da relevância exclusiva da posição formal vai, por outro lado, ao encontro dos princípios gerais do ordenamento jurídico, ao qual repugnam as situações de fraude à lei e de exercício meramente formal das posições jurídicas.

Ainda que possa apontar-se a falta de autonomia da fraude à lei¹⁰⁹, a verdade é que, quando o ordenamento jurídico proíbe ou associa um determinado efeito jurídico à verificação de um facto ou negócio, não aceita a utilização de meios indiretos para contornar essa proibição ou evitar a produção de tal efeito. Em rigor, tudo está numa correta interpretação da norma proibitiva ou que estabelece o efeito em causa, tendo em vista descobrir se, à luz das suas finalidades, apenas relevam os negócios ou atos especificamente visados ou também outros com efeitos práticos ou económicos equivalentes.

Dentro destes parâmetros, a fraude à lei não dependerá sequer, em geral, de elementos subjetivos, *i.e.*, não se exige a imputação ao agente de uma intenção pessoal de iludir a disposição legal (*animus fraudandi*), sendo antes suficiente que a atuação do sujeito, em termos objetivos, produza o resultado que a lei quer evitar ou evite o resultado que a lei quer produzir¹¹⁰.

¹⁰⁷ *Idem*, anots. 11 ss.

¹⁰⁸ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em *Código das Sociedades comerciais anotado cit.*, artigo 447.º, anot. 15.

¹⁰⁹ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito civil português*, I/1, 3.ª ed., Coimbra, 2005, 694 ss.

¹¹⁰ Cf. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Têoria geral do direito civil*, 6.ª ed., Coimbra, 2010, 592 ss.

A fraude à lei anda, por outro lado, associada ao instituto do abuso do direito, consagrado no artigo 334.º do Código Civil, e, portanto, ao princípio da boa fé. É, na realidade, este princípio que, condensando os valores essenciais da ordem jurídica, é capaz de garantir a prevalência do sistema. Em tal contexto, relevância particular tem, naturalmente, o princípio da primazia da materialidade subjacente que reclama a obtenção, através dos preceitos legais, de soluções efetivas, afastando condutas que apenas na forma correspondam aos objetivos legais¹¹¹. A exigência da apreciação material das condutas – que neste caso se impõe – constitui, pois, manifestação do princípio da boa fé.

Não há dúvidas, em suma, quanto à transversal preferência do ordenamento jurídico pelas soluções materiais, em detrimento das soluções formais, ou quanto ao imperativo de evitar a defraudação das regras legais, com recurso a expedientes indiretos e formalmente inócuos, quer exista intenção defraudatória da parte do agente cujo comportamento impede a produção do efeito jurídico pretendido pela norma, quer essa intenção não exista. Requisito é apenas que a norma em causa pretenda, em termos substanciais, travar todos os atos materialmente equivalentes e não apenas um determinado ato especificamente considerado.

Na situação que nos ocupa, é certo afirmar que a finalidade do artigo 384.º/6, ao impedir o voto em situação de conflito de interesses, tanto abrange o voto direto como o voto indireto, mesmo quando não esteja em causa votação do sócio impedido através de representante ou como representante, únicas situações que se encontram expressamente previstas na lei. Com efeito, o perigo inerente ao exercício do voto em termos indiretos e a necessidade de acaute-lar a transparência no processo deliberativo não seriam compatíveis com uma interpretação meramente literal da lei.

Para facilitar a concretização do conceito de votação indireta, relevarão naturalmente os factores enunciados no artigo 20.º do CVM. Mas, mais do que isso, relevarão, em geral, todos os factores susceptíveis de justificar objetivamente a suspeita de que o sujeito em causa poderá votar motivado por interesses extrassociais e em eventual prejuízo da sociedade.

Recorde-se que a finalidade do artigo 384.º, n.º 6 é, fundamentalmente, proteger a sociedade dos riscos associados às situações de conflitos de interesses, não só (ou não tanto) de um ponto de vista substancial mas também (e fundamentalmente) de um prisma processual. O sentido das limitações deliberativas é garantir a isenção processual, o que significa que a lei, mais do que atender

¹¹¹ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado* cit., 415.

ao conteúdo das deliberações, cujo mérito poderá até ser óbvio e indiscutível, está preocupada com o procedimento que lhes dá lugar: aquele que vota em causa própria pode votar no melhor sentido para a empresa mas a dúvida e a suspeita serão inevitáveis. Ora, a transparência e a credibilidade são fundamentais para a sociedade¹¹². Daí falar-se num princípio de isenção processual, que integra a ordem pública¹¹³ e que constitui, nessa medida, factor sistemático de limitação da autonomia privada¹¹⁴, em termos que a situação em análise torna evidentes. É a esta luz que a questão que colocámos, sobre a atuação exigível do presidente da mesa em situação de risco de conflito de interesses, deve ser encarada, como veremos.

Antes disso, não pode deixar de sublinhar-se, sob perspectiva conexa, a ilegitimidade da própria negociação de participações sociais – independentemente da forma que assuma – com o fito de contornar o impedimento legalmente consagrado e de, por essa via, obter vantagens extrassociais, com potencial prejuízo para a sociedade. Em tal hipótese, são os limites gerais ao exercício da posição de acionista, que ??????, quer do princípio da boa fé e da proibição de abuso de direito, quer, mais especificamente, da lealdade associada ao *status socii*, que são postos em causa.

Repare-se, a este propósito, que também na sociedade anónima – ao contrário do entendimento prevalente numa primeira fase do desenvolvimento do Direito societário – o acionista se encontra vinculado a deveres de lealdade, mesmo quando não detenha posição dominante. A evolução do reconhecimento dos deveres de lealdade permite, hoje, afirmar com segurança que também nas sociedades de capitais eles vigoram, decorrendo do *status socii*. Na realidade, a doutrina e a jurisprudência, primeiro no ordenamento alemão e depois no nacional, partindo do reconhecimento da lealdade nas sociedades de pessoas, avançariam para a sua afirmação nas sociedades por quotas e, finalmente, nas sociedades anónimas, inicialmente com dependência de uma concreta estrutura personalista e apenas em relação ao sócio maioritário, depois abdicando desse requisito e estendendo a lealdade também aos sócios minoritários. Os deveres de lealdade atuam como contraponto do desalinhamento de interesses potencialmente verificado, especialmente – mas não só – nos casos em que o sócio prossegue interesses empresariais próprios, estranhos à sociedade, o que sucede quando reveste natureza societária.

¹¹² Assim, MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das sociedades*, II, Coimbra, 2007, 415 e 416.

¹¹³ *Idem*, 416.

¹¹⁴ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado cit.*, 710.

O acionista está, pois, vinculado, não só aos deveres gerais de boa fé, mas a deveres de lealdade de intensidade acrescida. Apesar de ser livre para negociar, como entender, as suas ações, não pode fazê-lo de forma abusiva, para contornar proibições legais. *I.e.*, a liberdade de atuação do acionista na prossecução de interesses próprios encontra, de facto, os seus limites no dever de respeito pelo fim ou interesse social da sociedade e nos limites gerais ditados pelo princípio da boa fé. Assim, para além de determinar a imputação dos votos, a celebração de contratos em tais circunstâncias e com tais finalidades é abusiva, aplicando-se o artigo 334.º do Código Civil. Mais do que isso, é a própria lealdade devida pelo acionista à sociedade – mais intensa – que é violada.

Pressuposto desta afirmação é, naturalmente, a própria possibilidade de fazer operar, no momento da alienação das participações, os deveres de lealdade inerentes ao *status socii*. Mesmo quando o sócio perde totalmente essa qualidade – o que nem sequer é o caso – não devem existir dúvidas sobre a atuação da lealdade também na altura em que o sócio abandona a sociedade.

Não ignoramos, claro está, que a existência de deveres de lealdade na transação de ações já tem sido questionada, duvidando-se da possibilidade de ver a raiz da venda da participação na socialidade: segundo uma corrente¹¹⁵, a venda das ações deveria ser qualificada como comportamento estranho à área social em causa, pertencendo a esfera na qual os deveres de lealdade, como instituto baseado na posição social, não teriam aplicação.

No entanto, a ideia deve ser rejeitada: não só o sócio ainda o é no momento em que vende a participação, como nem mesmo a perda da qualidade de sócio acarreta, como consequência automática, a extinção dos deveres de lealdade sociais. Tal como é possível afirmar uma lealdade prévia à própria aquisição da posição de sócio (baseada na pré-socialidade: *Vormitgliedschaft*)¹¹⁶, a lealdade mantém-se para lá da perda do *status socii*. A afirmação hoje é clara¹¹⁷, assente

¹¹⁵ Cf. ASSMANN/BOZENHARDT, *Übernahmeangebote*, em HEINZ-DIETER ASSMANN/NATHALIE BASALDUA/FRIEDRICH BOZENHARDT/MARTIN PELTZER, *Übernahmeangebote*, Berlin, New York, 1990, 72 ss.

¹¹⁶ Sobre a dimensão temporal dos deveres de lealdade sociais, cf., por todos e com mais referências, PENTZ, em ROWEDDER/SCHMIDT-LEITHOFF, *GmbHG-Kommentar*, 4.ª ed., München, § 13, 454. Em especial, a construção de uma «lealdade pré-societária», no ordenamento alemão, deve-se a MARTIN WEBER, que, na sua dissertação de habilitação, identifica um conjunto de elementos parciais no Direito societário que constituem manifestações ou corolários de um poder de influência, a partir dos quais seria possível constituir uma figura jurídica de alcance geral (cf. WEBER, *Vormitgliedschaftliche Treubindung*, München, 1999, 24 ss. e *passim*).

¹¹⁷ Cf., aliás, por todos, KARSTEN SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 4.ª ed., Köln, Berlin, Bonn, München, 2002, 48.

que está a existência de deveres de boa fé *post pactum finitum*: a conclusão, formulada para o direito civil em geral, não é modificada no caso das sociedades comerciais. Os deveres de lealdade dos sócios são, naturalmente, deveres materiais que se prolongam para além da vigência da relação social, quando a realização dos valores em jogo o reclame¹¹⁸.

Assim, ocorrerá uma clara violação dos deveres de lealdade do acionista na hipótese de se confirmar que a transmissão das participações tem em vista exercer indiretamente o voto de sócio impedido. Em tal hipótese, a transação da participação social é utilizada como forma de obter um poder, não legalmente reconhecido, de influenciar finalidades extrassociais em potencial prejuízo da sociedade e dos seus sócios.

Certamente que, quando se trata de sancionar a violação de deveres de lealdade, se exige a imputação subjetiva do comportamento ao agente, *i.e.*, a culpa, o que, frequentemente, não é considerado indispensável a respeito do abuso do direito (sem prejuízo de, pelo menos objetivamente, ter de se verificar tal imputação).

Impõe-se, de qualquer forma, acautelar o interesse da sociedade e do sócio. Assim se vê, designadamente, a importância do acatamento dos deveres de lealdade do acionista, por um lado, e a necessidade de soluções preventivas, por outro lado.

Os impedimentos de voto cumprem, nesse contexto, papel determinante, o que redobra o relevo da investigação em torno das circunstâncias em que a imputação de votos deve ser determinada, nomeadamente em casos como o descrito, em que as participações são transferidas através de contratos de *equity swap*. Não obstante a essencialidade dos direitos participativos dos sócios, vedar o exercício do voto, neste contexto, surge, potencialmente, como um meio indispensável para salvaguardar os interesses da sociedade enquanto interesses coletivos dos sócios.

São conhecidas e objeto de preocupação da entidade reguladora as utilizações de contratos deste tipo para contornar proibições de atuação em situação de conflitos de interesses, dando origem a um dos problemas centrais de *corporate governance* gerados por este instrumento, associado à sua falta de transparência. Lembre-se, aliás, o documento de consulta pública da CMVM sobre a alteração ao Regulamento n.º 5/2008 sobre deveres de informação, que torna clara a questão, esclarecendo também que “*é seguro afirmar que a utilização de instrumentos que criam um efeito económico similar à detenção das ações, ainda que não per-*

¹¹⁸ MENEZES CORDEIRO, *Da pós-eficácia das obrigações*, Lisboa, 1984, *passim*.

mitindo o acesso direto a direitos de voto, tendo por referência ações de sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal, não é desconhecida”.

Recorde-se este documento também quando se escreve: “trata-se de instrumentos financeiros que criam um efeito económico similar à detenção das ações e ainda que não permitam o acesso direto a direitos de voto, são idóneos para a aquisição e/ou exercício de influência potencial sobre uma sociedade. A susceptibilidade de influência por parte do detentor deste tipo de instrumento resulta do facto de a sua contraparte realizar a cobertura da sua posição, frequentemente, através da aquisição das ações que são o ativo subjacente do instrumento. Em consequência, o detentor da posição longa tem a susceptibilidade de exercer influência de facto sobre os direitos de voto detidos formalmente pela contraparte, a qual, tipicamente, procura assegurar a manutenção de um relacionamento comercial estável e duradouro”.

Em boa medida, na atual ausência de regras legais especificamente aplicáveis, a resolução das dificuldades apontadas deve começar pelos mecanismos gerais do ordenamento jurídico. Para além dos princípios substanciais já apontados, cabe considerar ainda os princípios vigentes em matéria de prova, os quais permitem alargar os casos de imputação de votos, em situações em que esta se reclama materialmente¹¹⁹.

Valem aqui, com efeito, as regras gerais sobre apreciação da prova e distribuição do ónus da prova. Assim, cabe à sociedade que pretenda impedir o voto a demonstração, através dos órgãos competentes, da existência do impedimento. Nessa demonstração, é legítimo recorrer, designadamente, aos princípios da prova *prima facie*, que podem permitir concluir que eventuais votos a exercer pelas entidades adquirentes no contrato de *equity swap* são imputáveis ao titular da *long leg*.

Não deve esquecer-se, na realidade, a importância de mecanismos suscetíveis de operar “facilitações de prova” (*Beweiserleichterungen*)¹²⁰, como a prova *prima facie* ou a prova indiciária, que não atuam ao nível da repartição do ónus da prova, mas antes ao nível da respectiva valoração, não obstante o seu impacto material evidente, que leva, aliás, a que sejam, frequentemente, vistos como importantes instrumentos de imputação.

¹¹⁹ Cf., sensivelmente na mesma linha, ainda que recorrendo à própria distribuição do ónus da prova, PEDRO DE ALBUQUERQUE/DIOGO COSTA GONÇALVES, *O impedimento do exercício do direito de voto como proibição genérica de atuação em conflito*, RDS III (2011), 3, 657-712 (699 ss.).

¹²⁰ Para uma visão sistemática das diversas formas de “alívios” ou “facilitações de prova”, cf., por todos, PRÜTTING, em BAUMGARTEL/LAUMEN/PRÜTTING (orgs.), *Handbuch der Beweislast Grundlagen*, 2009, § 8, 181 ss.

Esta modalidade de prova baseia-se no decurso típico dos acontecimentos e, portanto, numa presunção natural: infere-se a veracidade do facto presumido daquilo que, segundo a experiência da vida, normalmente acontece, *i.e.*, preenche-se determinada lacuna na descoberta da situação de facto com recurso a regras de experiência¹²¹. Do ponto de vista estrutural, a prova de primeira aparência tem paralelo com as presunções legais e com a prova indiciária¹²². Há consenso no que toca ao seu pressuposto básico: a tipicidade do curso de acontecimentos, *i.e.*, a existência de um processo uniforme, cuja regularidade torna desnecessária a prova das circunstâncias precisas dos eventos históricos.

O critério do curso de eventos típico restringe a admissibilidade dos dados da experiência como conteúdo da apreciação da prova, o que permite obstar às observações segundo as quais o critério seria inservível como forma de distinguir a prova *prima facie* das outras formas de apreciação da prova, uma vez que se referiria apenas à experiência da vida, que é componente de toda a valoração probatória¹²³.

Repare-se, por outro lado, que existem diferentes tipos de regras de experiência (*Erfahrungssätze*), entendidas, genericamente, como “regras que condensam a soma dos resultados que foram determinados, caso após caso, a partir da observação do curso de eventos típico”¹²⁴. Estas são, pois, regras abstratas, que podem ser cindidas em previsão e estatuição e que envolvem um curso de eventos típico, sendo certo que o seu grau de cogência é variável, consoante sozinhas sejam suficientes para fundamentar uma presunção de facto ou apenas em conjunto com outros argumentos. É possível, concretamente, distinguir várias regras de experiência: (i) as *regras de experiência necessárias*, que não admitem contraprova e que, nessa medida, não podem fundamentar a prova de primeira aparência; (ii) os *princípios de experiência*, que podem justificar a convicção plena da veracidade dos factos mas que simultaneamente podem fundamentar a sua elevada probabilidade; (iii) as *simples regras de experiência*, que implicam determinado grau de probabilidade mas não justificam a convicção plena da veracidade do facto por si; estas últimas apenas excepcionalmente são suficientes para a prova de primeira aparência, mas

¹²¹ TEIXEIRA DE SOUSA, *As partes cit.*, 212.

¹²² Há múltiplas posições sobre a natureza e a forma de atuação da prova *prima facie*. Sobre elas, cf. LAUMEN, em BAUMGARTEL/LAUMEN/PRÜTTING (orgs.), *Handbuch cit.*, § 12, 263 ss.

¹²³ Como nota LAUMEN, em BAUMGARTEL/LAUMEN/PRÜTTING (orgs.), *Handbuch cit.*, § 12, 267.

¹²⁴ MUSIELAK/STADLER, *Die Grundlagen der Beweislast im Zivilprozess*, Köln, 1975, 96.

podem ser utilizadas em interligação com outros elementos, fundamentando assim a convicção¹²⁵⁻¹²⁶.

Ora, está ao alcance daquele que, no caso em análise, aprecie os dados de facto identificar um curso típico de eventos e recorrer à prova de primeira aparência. Exige-se a demonstração dos factos suficientes para se poder presumir (presunção natural) que se verifica uma situação de imputação dos votos, *rectius* de eventual votação indirecta, de acordo com os dados da experiência e, portanto, em termos de idoneidade ou normalidade segundo o *id quod plerumque accidit*.

Embora não se trate, na prova *prima facie*, de basear a prova num juízo de probabilidade – mas antes na verificação de determinados “padrões” –, uma elevada probabilidade permite considerar verificados os pressupostos da prova de primeira aparência. Seguramente não são suficientes presunções “mais ou menos subjetivas”¹²⁷.

O sujeito considerado pode sempre afastar a presunção natural, demonstrando que não se verificam os factos que justificam a imputação, *i.e.*, provando os factos de que decorre a possibilidade séria de outro curso de eventos, em termos de formar a convicção plena, como é típico da prova *prima facie*. A mera possibilidade da ocorrência desses factos não é suficiente, o que não significa, em todo o caso, que se tenha de ficar convencido da não veracidade do facto principal, a operar mediante contraprova. *I.e.*, não se requer a prova de que o curso de acontecimentos desviante teve lugar exatamente de dada maneira, o que equivaleria à prova do contrário, não exigível perante a prova *prima facie*, a qual não conduz a uma inversão do ónus da prova. A prova de primeira aparência pode, pois, ser afastada por contraprova. Não é suficiente, contudo, a mera possibilidade vaga do curso desviante de eventos: faz parte da natureza da prova *prima facie* a possibilidade abstrata de os eventos terem ocorrido de forma diversa daquela que o curso de eventos típico permite assumir¹²⁸. Por isso, é inegável que a prova *prima facie* implica a redução da medida da prova, constituindo considerável auxílio na pretendida simplificação das exigências probatórias. Tal como, aliás, a própria prova indiciária, razão pela qual se tem encarado

¹²⁵ Cf., por todos, sobre estas várias modalidades, LAUMEN, em BAUMGARTEL/LAUMEN/PRÜTTING (orgs.), *Handbuch* cit., § 12, 273.

¹²⁶ Embora a relevância da prova *prima facie* se assumia principalmente nos domínios em que se verificam situações de necessidade de prova (*Beweisnot*), as dificuldades de prova não constituem pressuposto do recurso a esta modalidade de prova.

¹²⁷ Cf. HERMANN LANGE/GOTTFRIED SCHIEMANN, *Schadenersatz*, Tübingen, 2003, 173.

¹²⁸ Assim, LAUMEN, em BAUMGARTEL/LAUMEN/PRÜTTING (orgs.), *Handbuch* cit., § 12, 281.

ambas as modalidades de prova como tipos uniformes. Ainda assim, algumas diferenças podem ser apontadas: (i) a prova indiciária encontra-se mais próxima do facto principal do que o apelo, próprio da prova *prima facie*, ao curso típico de eventos; (ii) a prova indiciária implica uma probabilidade mais elevada, por se basear em razões concretas, ao contrário da prova *prima facie*, baseada em factos que normalmente se verificam e, portanto, em máximas de experiência; (iii) a prova indiciária implica maiores custos e uma análise mais aprofundada do caso concreto; (iv) a prova *prima facie* pode ser afastada por contraprova¹²⁹.

Não deve ignorar-se que, em casos como os aqui considerados, apesar de todos os fatores apontarem para a imputação é, por vezes, *abstratamente* possível que a sociedade tenha transacionado as ações em termos que não justifiquem a imputação. Simplesmente, se, segundo os dados da experiência, tem lugar uma medida que se compreende à luz do objectivo de manter o controlo sobre os votos e permitir o seu exercício e não se compreende à luz de finalidades financeiras, associada a outros fatores como os apontados no caso que, a título exemplificativo, aqui estudamos, o julgador independente presume (presunção *hominis*) que se verificam os pressupostos da imputação dos votos. A vaga hipótese de isso não suceder por o contrato de *equity swap* ter teoricamente outras finalidades – que poderiam abstratamente estar em causa – não permite sequer dizer que nos deparamos com um segundo curso de eventos típico, que enfraqueceria a prova *prima facie*. Restará, pois, à empresa provar os factos que formem a convicção sobre esse curso de eventos desviante, que afastaria a imputação dos votos.

A solução a que assim chegamos representa, de resto, justa repartição do risco da não clarificação dos factos, *inclusive* do ponto de vista da “proximidade da prova” e da função preventiva das regras sobre impedimentos de voto. O recurso à prova de primeira aparência, que produz um efeito similar ao da inversão do ónus da prova, não é de estranhar no presente contexto. Com efeito, no direito norte-americano, por exemplo, a *case law* presume, classicamente, a transação entre comprador do voto e vendedor do voto e avalia as motivações de ambos. Por outro lado, esta é a única solução que permite contrabalançar os défices de transparência gerados pelo tipo de contratos em causa, particularmente graves num setor como o das sociedades cotadas, consideradas sociedades de interesse público, e onde a informação apresenta o papel essencial de permitir aos investidores a tomada de decisões de investimento, sendo fundamental para a transparência geral do mercado e para a eficiência do mercado do controlo societário.

¹²⁹ Cf. LAUMEN, BAUMGARTEL/LAUMEN/PRÜTTING (orgs.), *Handbuch* cit., § 12, 316.

A solução é justa, em acréscimo, atendendo a que a finalidade central dos impedimentos de voto é, como sublinhámos, a de garantir a transparência e a isenção processual. Se os acionistas relativamente aos quais se considera (nos termos próprios da prova *prima facie*) haver impedimento não conseguem afastar essa presunção natural, então o exercício do voto por tais sujeitos viola o artigo 384.º/6. Trata-se de aspecto essencial: a consideração dos seus votos geraria graves inconvenientes e abalaria a confiança na bondade da deliberação.

Cumpre insistir neste ponto: o artigo 384.º/6, ao evitar o voto do sujeito em conflito de interesses, além de constituir forma de proteção preventiva contra o perigo abstrato de uma má decisão, constitui sobretudo uma forma de evitar a dúvida e a suspeita, que a lei considerou intoleráveis e gravemente prejudiciais, particularmente se estiver em causa sociedade cotada. Assim sendo, sempre que essa dúvida exista e seja objetivamente fundada, verifica-se o impedimento de voto. No caso de se concluir que tal impedimento não existia – hipótese que é pouco provável atendendo à incapacidade do sócio impedido para demonstrar o não impedimento previamente à assembleia – fica sempre em aberto a impugnação da deliberação nos termos do artigo 58.º/1, *a*), do CSC, conforme veremos. Este é, segundo julgamos, o mais adequado sistema de repartição dos riscos, conforme com os valores visados pelo sistema.

Concluindo-se pela imputação dos votos transmitidos, o que conduz ao impedimento de voto no que toca às participações adquiridas *ex novo*, questiona-se se os votos correspondentes ao capital detido previamente aos contratos de *equity swap* pelas entidades parqueadoras ficam igualmente inibidos ou se, pelo contrário, continuam a poder ser exercidos. Não estando as entidades parqueadoras pessoalmente impedidas de votar, estaria fora de causa o funcionamento da inibição em relação àquela percentagem dos votos imputável, no sentido anteriormente referido, à sociedade impedida e nunca em relação aos demais votos. Essa seria, de resto, resposta aparentemente coerente com o princípio capitalístico refletido na forma de atribuição do voto, que não ocorre em função da pessoa do acionista.

A solução pode, todavia, ser outra. Repare-se que, à luz dos factos e das regras de prova atrás apresentadas, é legítimo assumir que, em determinados casos, se não se verificasse a situação de impedimento de voto, as entidades parqueadoras exerceriam os seus votos em sentido determinado pela sociedade transmitente, verdadeira proprietária material das ações e do voto. Ora, atendendo ao princípio da unidade do voto, consagrado no artigo 385.º, não seria possível juridicamente – para além de não ser, muitas vezes, facticamente pensável – a cisão dos votos emitidos por essas entidades. *I.e.*, se fosse autorizado o

voto pelas parqueadoras, é seguro afirmar que a totalidade dos correspondentes votos seria indiretamente controlada pela sociedade transmitente, em virtude dos contratos de *equity swap* celebrados, e não apenas a parte estritamente correspondente às ações objeto do referido acordo.

É verdade que o princípio da unidade do voto conhece exceções mas nenhuma delas está aqui em causa. Por um lado, as entidades parqueadoras não atuam formalmente como representantes, pelo que não se coloca a hipótese de cisão de voto admitida pelo n.º 2 do artigo 385.º. Por outro lado, também não é claramente aplicável o artigo 23.º-C/6, do CVM, nos termos do qual os acionistas de sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado que, a título profissional, detenham as ações em nome próprio mas por conta de clientes, podem votar em sentido diverso com as suas ações, desde que, em adição ao exigido nos n.ºs 3 e 4 apresentem ao presidente da mesa da assembleia geral elementos de prova requeridos.

Assim, podemos dizer que, se parte dos votos é imputável materialmente à sociedade alienante, sendo estes exercidos em conformidade com o que esta determinar, então também os restantes votos não poderão deixar de ser exercidos no mesmo sentido, de tal maneira que o poder de controlo da sociedade se estende à totalidade dos votos das parqueadoras. Por esse motivo, não será suficiente, para eliminar a situação material de conflitos de interesses, inibir apenas a parte dos votos imputável àquela sociedade. Quanto aos votos não inibidos permanecerá a suspeita, objetivamente fundada, de que teriam sido exercidos em conformidade com a vontade da sociedade impedida.

Um argumento adicional reforça a conclusão. Pense-se, na verdade, num relevante paralelo: quando o acionista se encontra impedido de votar, tanto não pode votar por si e por representante como também não pode votar em representação de acionista não impedido. Apesar disso, o certo é que, em abstrato, seria pensável que ele dividisse o seu voto, nos termos do artigo 385.º/2, o que poderia levar a supor que não haveria qualquer impedimento quando atuasse em representação de outrem. Seguindo esta lógica, dir-se-ia que, sendo em abstrato independente o exercício do voto próprio e o exercício do voto alheio – de tal maneira que, na ausência de impedimento, poderia inclusive o voto ter lugar em sentidos díspares –, então não se justificaria impedir o sócio de votar em representação de outro. Não é isso, todavia, que a lei determina. Ao vedar a atuação de sócio impedido em representação de sócio não impedido, considera-se que existe o perigo abstrato de aquele exercer o voto de acordo com o seu próprio interesse extrassocial, em prejuízo do interesse da sociedade e, portanto, dos sócios. O que resulta daqui é, pois, que a garantia de isenção processual conferida pelo artigo 384.º/6 exige que se afaste, por completo, o sócio

impedido do processo deliberativo, seja qual for a forma (direta ou indireta) e a qualidade (por si ou em representação de outrem) em que intervenha.

Nestes termos, é evidente a amplitude com que o legislador português consagrou o impedimento de voto como mecanismo de proteção preventiva em caso de conflito de interesses com a sociedade, pretendendo, claramente, evitar toda e qualquer suspeita sobre o possível condicionamento do sócio votante por parte de sócio impedido.

Desta fisionomia geral do artigo 384.º/6 retira-se, quanto ao problema ora em análise, que, caso se permitisse a votação por parte das parceadoras no que toca às ações previamente detidas, as exigências materiais desse artigo seriam atingidas, pois, apesar de tais entidades não se encontrarem pessoalmente impedidas, existe o referido perigo abstrato (mas objetivo) de exercerem o voto no sentido determinado pela sociedade impedida, sendo certo que é esse preciso perigo que o artigo 384.º/6 pretendeu evitar com a solução de máxima amplitude acolhida e que demonstrámos.

Aqui chegados, resta saber se deve o presidente da mesa impedir o voto ou se o problema fica totalmente relegado para uma posterior ação em que seja controvertida a validade da deliberação.

Como ponto de partida, a deliberação tomada com os votos inibidos é anulável¹³⁰, de acordo com o artigo 58.º/1, *a*), por violação de preceito legal cuja preterição não gera a nulidade à luz do artigo 56.º. Repare-se que não é o conteúdo da deliberação mas o seu procedimento que é posto em causa com a intervenção do sócio impedido, pelo que a situação se encontra fora do âmbito da alínea *d*) do artigo 56.º, não se encontrando preenchida também qualquer outra das suas alíneas. Mas a anulabilidade da deliberação não esconde que é o próprio voto inibido que é, desde logo, ilícito, por atingir a proibição do artigo 384.º/6. A “dissolução” do voto na deliberação após esta ser tomada, com consequente perda da respectiva autonomia, permite, quando muito, dizer que o voto, uma vez emitido, não pode ser autonomamente contestado, à luz do sistema do Código das Sociedades Comerciais, cabendo ao interessado impugnar a deliberação social em si¹³¹. O que de certo não é possível é retirar daqui con-

¹³⁰ Pelo menos quando estes votos tenham sido relevantes, nos termos da prova de resistência, aplicável por analogia com o artigo 58.º/1, *b*).

¹³¹ Mesmo esta asserção não é incontroversa, sendo possível avançar no reconhecimento da autonomia do voto face à deliberação. Há que cindir o plano do voto (ao qual são aplicáveis as disposições vigentes quanto ao negócio jurídico) e o da deliberação. Está em causa um desvalor específico e autónomo de um ato jurídico, ainda que integrado no processo deliberativo. Considerando o voto emitido em situação de impedimento como ineficaz, cf. NUNO TRIGO DOS REIS,

clusões sobre a possibilidade ou a necessidade de atuação preventiva no sentido de impedir a emissão dos votos por parte dos sujeitos impedidos.

Se dúvidas houvesse sobre esse imperativo, bastaria ter-se em atenção as finalidades dos impedimentos de voto, designadamente no que toca à garantia de transparência no processo deliberativo. Seria totalmente frustrado o objetivo do artigo 384.º/6 se o sócio impedido de votar fosse, não obstante, autorizado a fazê-lo, remetendo-se o problema para posterior discussão em sede de ação de invalidade. É, pois, o próprio desígnio de *favor societatis* e a necessidade de proteger a sociedade do perigo para a credibilidade das decisões por si tomadas – muito especialmente relevante no caso de sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado – que reclamam uma intervenção preventiva do artigo 384.º/6.

Com efeito, novamente cabe sublinhar que se trata, nesta norma, de proteção preventiva e não de reação contra um eventual voto ilícito, designadamente abusivo, ao contrário do que sucede no caso do artigo 58.º/1, b), que só atua *ex post*. Se a finalidade do artigo 384.º/6 é preventiva, a inibição dos votos, previamente à sua emissão, impõe-se, sem margem para dúvidas.

A solução – inequivocamente desejável – só não seria passível de execução prática na hipótese de inexistir órgão independente com capacidade técnica para apreciar a ocorrência de impedimento e determinar a inibição dos votos. Ora, não é isso que sucede nas sociedades anónimas, onde o presidente da mesa, que reúne tais competências, desempenha, entre outras, funções de acompanhamento geral da sociedade anónima e, no que aqui releva, funções de direção e condução da assembleia, devendo assegurar que as deliberações são tomadas nos termos da lei, tanto do ponto de vista formal como substancial. O presidente da mesa cumpre, nesse sentido, uma espécie de função de “guarda avançada” contra eventuais ações de invalidação desnecessárias, com efeitos negativos de alcance indefinido para a sociedade.

A importância do presidente da mesa é, por isso, particularmente notável no âmbito das sociedades de maior dimensão e, mais ainda, se estas forem sociedades abertas, atentas as exigências de isenção e de transparência no processo deliberativo que aí vigoram em termos acrescidos, e a maior complexidade potencial das questões a decidir. Daí, pois, as garantias de independência e de imparcialidade de que a lei dotou este órgão, nos termos do artigo 374.º-A/1, que remete para o artigo 414.º/5, relativo à independência de pelo menos um dos membros do conselho fiscal das sociedades referidas no artigo 413.º/2, a).

As obrigações de votar segundo instruções de terceiro no direito das sociedades, RDS III (2011), 2, 403-572.

Perante tais garantias de imparcialidade e os deveres funcionais do presidente da mesa, mal se compreenderia que este órgão não desse cumprimento ao artigo 384.º/6 e assistisse, passivamente, à violação de uma regra fundamental de legitimação processual, quando é certo que uma das suas tarefas é precisamente garantir o regular funcionamento das assembleias gerais. Uma eventual aceitação, por parte do presidente da mesa, do exercício do voto pelo sócio em situação de conflito de interesses implicaria compactuar com conduta que, para além de representar grave violação dos deveres de lealdade do sócio, afeta toda a credibilidade da deliberação, com prejuízo de todos os envolvidos, e em benefício dos interesses extrassociais do acionista impedido.

Em suma, o presidente da mesa tem o dever funcional de recusar os votos impedidos, cabendo-lhe o juízo sobre a verificação do impedimento. Nos termos gerais, ainda que da sua decisão não haja recurso para a assembleia, resta ao acionista que se considere indevidamente impedido de votar propor ação de invalidação da deliberação, por vício procedimental, desde que, em abstrato, o seu voto pudesse ser relevante. Resta acrescentar que, ao presidente da mesa, compete apreciar a existência do impedimento, de acordo com as regras gerais – materiais e probatórias – apontadas. Ou seja, se, colhidas todas as informações e conhecidos os factos relevantes, os dados da experiência fundarem a convicção de que o voto de determinados sujeitos, *maxime* entidades parqueadoras, está afetado em virtude da influência do sócio impedido, deve impedir o voto, cabendo-lhe igualmente aferir a extensão do impedimento.