

Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais

DR.^a MADALENA PER ESTRELO DE OLIVEIRA

SUMÁRIO: § 1.º Introdução: 1. Delimitação e enquadramento científico; 2. Em especial, a utilização de instrumentos financeiros derivados com finalidade de cobertura do risco ou hedging. A fronteira ténue com a especulação ou trading: duas faces da mesma moeda; 3. O impacto no exercício dos direitos sociais: 3.1. O papel dos acionistas e investidores hoje: a dissociação do risco; 3.2. O princípio geral da incindibilidade da participação social. O destaque de direitos sociais. O direito de voto em especial; 3.3. Contratos de garantia sobre instrumentos financeiros e outros lugares paralelos: penhor de ações, alienação fiduciária em garantia, usufruto, leasing; 3.4. As formas atuais de separação entre titularidade formal e titularidade económica. O recente caso *Telus Corporation v. CDS Clearing & Depository Services Inc.*; 4. O problema paralelo do lado do crédito: credores com interesse económico nulo ou negativo (empty crediting). § 2.º Esvaziamento do direito de voto: uma solução para o empty voting?: 1. Situações paradigmáticas: os casos *Mylan-King (2004)* e *Children's Investment Group-CSX (2008)*. Celebração de um equity swap e transferência dos resultados negativos sem perda de titularidade do direito de voto (posição curta, interest leg); 2. Estratégia especulativa da parte com a posição longa (equity leg): as vendas a descoberto (short selling) e problemas conexos. Opções regulativas; 3. Soluções para o esvaziamento do voto: 3.1. Questão prévia: um problema real?; 3.2. Resolução do problema por via da transparência?; 3.3. Necessidade da adoção de soluções substantivas: 3.3.1. Panorama geral. A solução de *Martin-Partnoy* em especial: limitação do exercício do direito de voto; 3.3.2. Solução proposta: 3.3.2.1. Titularidade de related non-host assets inversamente relacionadas como presunção de existência de interesse económico negativo na host company; 3.3.2.2. Outras situações. § 3.º Titularidade económica sem direito de voto: hidden ownership: 1. As regras de transparência. As críticas de *Zetzsche*; 2. A titularidade oculta como forma de defraudar as regras sobre OPAs obrigatórias. O caso *Schaeffler-Continental*; 3. Outras regras defraudadas pela propriedade oculta de ações; 4. Solução proposta: a imputação da titularidade económica à parte com a posição longa. Interpretação lata do artigo 20.º/1, alínea a), CVM e do artigo 10.º, alínea g), da DT.

§ 1.º **Introdução**1. *Delimitação e enquadramento científico*

O estudo do tema “*Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais*” exige um especial cuidado de clarificação e de delimitação, bem como de enquadramento científico.

O recurso à expressão instrumentos financeiros “*com fins de garantia*” e não “*em garantia*” não é neutro: pretende-se excluir da análise um universo que, apesar de conexo e com impacto no problema último em jogo – o das garantias financeiras –, conta já na doutrina portuguesa com estudos aprofundados¹. É menor, portanto, a premência em retomar o tema *ex professo*, ainda que reconhecamos, evidentemente, o impacto que a matéria tem no nosso objeto de estudo.

Maior interesse apresenta, hoje, o estudo das hipóteses em que os instrumentos financeiros são utilizados como forma de proteção contra o risco de oscilação de valor dos ativos, evoluindo, depois, em termos de se tornarem praticamente apenas instrumentos de especulação. O tópico não tem sido objeto de desenvolvimento na doutrina nacional, pelo que mais relevante será a investigação nesta área. Parte dos problemas que aqui estudamos foram por nós já levantados em artigo publicado sobre a matéria² – aproveitando o ensejo do lançamento da consulta pública da ESMA sobre os fenómenos de esvaziamento do voto³ – e, pelo impacto que têm, merecem sem dúvida aprofundamento.

Tratamos, portanto, não do problema das garantias incidentes sobre valores mobiliários ou, mais genericamente, sobre instrumentos financeiros⁴⁻⁵, mas

¹ Cf., por todos, *v.g.*, MENEZES CORDEIRO, *Direito bancário*, 4.ª ed., Coimbra, 2012, pp. 731 ss.; L. MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS, “Os contratos de garantia financeira. O dealbar do direito europeu das garantias”, em *Estudos em honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, vol. II, Coimbra, 2008, pp. 1275-305; DIOGO MACEDO GRAÇA, *Os contratos de garantia financeira*, Coimbra, 2010. Na doutrina estrangeira, *cf.*, *v.g.*, SCHWENNICKE, em *Kreditwesengesetz Kommentar*, München, 2009, 107 ss.

² Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA/MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre *empty voting*”, *Revista de Direito das Sociedades IV* (2012), 1, pp. 49-109.

³ Cf. *infra* 3.1.

⁴ Designam-se instrumentos financeiros “um conjunto de instrumentos juscomerciais heterogéneos susceptíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou a cobertura do risco da atividade económica das empresas”. Já valores mobiliários são “os instrumentos financeiros representados num título ou registo em conta, que consubstanciam posições jurídicas homogéneas e fungíveis e são negociáveis em mercado organizado” (ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos financeiros*, Coimbra, 2009, pp. 7 e 51, respetivamente).

⁵ Cf., em especial, DOROTHEE EINSELE, *Wertpapierrecht als Schuldrecht*, Tübingen, 1995, pp. 119 ss.; MATTHIAS LEHMANN, *Finanzinstrumente*, Tübingen, 2009, 437 ss.

antes das dificuldades criadas pelo recurso a instrumentos financeiros *com fins de* “garantia”, utilizando-se esse conceito *latissimo sensu*. Partimos, na verdade, da verificação de que, hoje, a generalidade dos problemas associados às garantias ditas “clássicas” encontra respostas seguras e consolidadas: as dúvidas pontuais surgidas não justificam, em geral, estudo autónomo, que tenderia a assumir mero caráter reprodutivo. Naturalmente que, à medida que nos afastamos desse núcleo tradicional, afastamo-nos também do conceito de “garantia”⁶. Este é, todavia, termo polissêmico. Em termos nucleares, mas “extremamente genéricos e descritivos”⁷, garantia será todo o meio destinado a tornar mais seguro um direito ou o cumprimento de uma obrigação⁸⁻⁹. A existência, de um ponto de vista jurídico, de significados diversos e heterogêneos para o termo “garantia” permite-nos a ele recorrer no presente contexto. Fala-se em garantia para referir o ato de assegurar ou tornar seguro uma determinada situação jurídica subjetiva, podendo utilizar-se vários instrumentos para obter esse fim. Como nota Peter Bülow, “garantias são instituições jurídicas que têm como objetivo assegurar a realização de uma prestação. (...) Com que construção jurídica a satisfação do credor é alcançada depende do tipo de garantia; as construções são muito variadas”¹⁰. A amplitude do conceito tem, assim, permitido nele incluir situações tão diversas como, em termos primeiros, o património do devedor (garantia geral), a afetação de uma coisa corpórea do devedor ou de terceiro à satisfação preferencial de uma obrigação (garantia real)¹¹, uma prestação de terceiro (garantia pessoal)¹², a afetação de créditos e outras coisas incorpóreas à realização da obrigação, mas também, *v.g.*, as garantias na compra e venda quanto à qualidade da coisa vendida, entre muitas outras, a ponto de se tornar difícil, por exemplo, traçar as fronteiras entre “garantia” e “responsabilidade civil”¹³. A tudo isto acresce o apelo às funções de

⁶ Apontando a limitação das garantias tradicionais, cf. DIOGO LEITE DE CAMPOS, “A alienação em garantia”, Estudos em Homenagem ao Banco de Portugal, 150.º aniversário, Lisboa, 1998, 7-23.

⁷ GIUSEPPE TUCCI, “Garanzie”, em *Digesto – Sezione Civile*, Tomo VIII, Torino, 1992, pp. 579-596 (581).

⁸ TUCCI, “Garanzie” *cit.*, p. 581.

⁹ Em geral, cf. JANUÁRIO COSTA GOMES, *Assunção fideijussória de dívida: sobre o sentido e o âmbito da vinculação como fiador*, Coimbra, 1999, p. 78.

¹⁰ *Recht der Kreditsicherheiten*, 7.ª ed., Heidelberg, 2007, pp. 1 e 2. Cf., também, sobre os limites das garantias, GANTER, em SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI, *Bankrechts-Handbuch*, II, 3.ª ed., 2007, pp. 14 ss.

¹¹ Cf., por todos, PAULO CUNHA, *Da garantia nas obrigações*, vol. II, Lisboa, 1938-1939, pp. 112 ss.

¹² Cf., *v.g.*, MENEZES CORDEIRO, *Tratado de direito civil português*, II, tomo IV, Coimbra, 2010, pp. 449 ss.; MENEZES LEITÃO, *Garantias das obrigações*, 3.ª ed., Coimbra, 2012; PEDRO ROMANO MARTINEZ/PEDRO FUZETA DA PONTE, 5.ª ed., Coimbra, 2006, pp. 71 ss.

¹³ TUCCI, “Garanzie” *cit.*, p. 589, referindo-se à responsabilidade extracontratual.

garantia de diversos institutos como a compensação¹⁴, a solidariedade, a exceção de não cumprimento, a sanção pecuniária compulsória, a cláusula penal, o depósito, a cessão de créditos ou o mandato, entre vários outros. Se a situação aqui em causa é diferente, o que dizemos serve para demonstrar que a utilização *latissimo sensu* da expressão garantia nada tem de inusual no direito civil, antes apresenta neste grande tradição, como sinónimo de reforço da segurança do crédito, independentemente da forma que assuma. Mais ainda sucede assim quando está em causa esta utilização de institutos jurídicos para fins de garantia¹⁵.

As figuras que ora estudamos nascem precisamente com funções como as descritas, apesar de longe estarem de serem qualificáveis como garantias em sentido técnico¹⁶. Nem por isso a importância ou pertinência do seu estudo é menor. Por outro lado, a evolução da finalidade de garantia para puras finalidades especulativas nada altera, limitando-se a criar problemas jurídicos novos. Em rigor, melhor do que falar em garantia – que só em sentido muito amplo poderá servir – é falar em instrumentos de cobertura de risco ou *hedging*. Encontramo-nos, na verdade, perante mecanismos de proteção de operações financeiras contra o risco de variações de preço de determinado ativo e, por isso, no cerne do “objeto fascinante” do financiamento das empresas¹⁷. A qualificação destes instrumentos como seguros já foi tentada mas acabou por ser abandonada, em virtude do seu carácter também inadequado para enquadrar a realidade em causa, sobretudo se lembrarmos as referidas finalidades de especulação, verdadeira fonte dos problemas objeto do nosso estudo. O tema é adiante abordado.

Por outro lado, ainda em jeito de enquadramento, deve notar-se que os problemas que estudamos dizem respeito a um conjunto de produtos financeiros em que as garantias financeiras são utilizadas em termos típicos, de tal maneira que, também por esse motivo, se justifica o seu estudo neste contexto. Queremos com isto dizer que, ainda que tenhamos optado por não abordar diretamente o problema das garantias financeiras, já mais desenvolvido, o tema que escolhemos tem uma estreita ligação com esse outro em vários planos: por um lado, do ponto de vista dos problemas suscitados ao nível do exercício dos direitos sociais mas também, por outro lado, pelo facto de os produtos analisados serem, tipicamente, aqueles que fazem uso das garantias financeiras, nomeadamente os acordos de reporte ou “*repo*”

¹⁴ Cf. HUGO RAMOS ALVES, “Sobre a função de garantia da compensação”, Separata da Revista O Direito ano 142.º (2010) V, 1049 ss.a

¹⁵ JANUÁRIO COSTA GOMES, *Assunção...* cit., pp. 78.

¹⁶ Sobre as “garantias clássicas” e o aparecimento de novas garantias, cf. MANFRED OBERMÜLLER, *Insolvenzrecht in der Bankpraxis*, 7.ª ed., Köln, 2007, 1345 ss.

¹⁷ Prefácio em BERND RUDOLPH, *Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, Tübingen, 2006.

(*repurchase agreements*)¹⁸, os acordos relativos a empréstimo de ações e, bem assim, a derivados, merecendo estes últimos especial destaque¹⁹. Como tem sido notado ocasionalmente por alguma doutrina estrangeira, a compreensão da matéria das garantias financeiras depende também da compreensão do funcionamento dos referidos mercados, com o impacto que lhe é inerente²⁰.

Não pretendemos tratar toda a temática associada aos instrumentos financeiros em causa, mas antes, mais especificamente, ponderar o seu impacto societário, *maxime* do ponto de vista dos direitos sociais e do seu exercício. Na verdade, os instrumentos que se estuda implicam fenómenos de dissociação entre titularidade e interesse económico, pondo em crise vetores básicos do direito societário, que não têm sido objeto de análise na nossa doutrina e que, mesmo nos ordenamentos onde são aprofundados, continuam a suscitar importantes dúvidas e dificuldades. Assim, podemos afirmar que, duma perspetiva científica, o tema que estudamos se encontra no cruzamento entre o direito civil, o direito societário e o direito dos instrumentos financeiros, suscitando, por isso, dificuldades particulares. As respostas a que se chega não têm, por isso, carácter definitivo: são propostas que merecem reflexão crítica e que a evolução posterior, ao nível técnico e regulativo, irá testar.

2. *Em especial, a utilização de instrumentos financeiros derivados com finalidade de cobertura do risco ou hedging. A fronteira ténue com a especulação ou trading: duas faces da mesma moeda*

Objeto do nosso estudo é, como dissemos de início, o impacto ao nível societário das atuais estratégias de minimização dos riscos de operações financeiras ou do crédito através de contratos financeiros²¹. Os derivados de crédito constituem uma importante forma de gestão dos riscos de crédito entre a totalidade da carteira da instituição, sendo afirmada a sua eficiência do ponto de vista dos custos, conforme se pode ler nas *Guidelines for Collateral Practitioners* da ISDA²². Repare-se, conforme apontado, que as próprias transações respeitantes a derivados

¹⁸ Transações em que uma parte acorda vender à outra e posteriormente recomprar determinados ativos pelo valor inicial acrescido de uma taxa (*taxa repo*). Sobre o reporte, cf. L. MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS, “Do reporte com função de crédito e garantia”, *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais. Homenagem aos Profs. Doutores A. F. Correia, O. Carvalho e VL Xavier*, Coimbra, 2007, pp. 9-58.

¹⁹ Cf. *infra* ponto 2.

²⁰ Cf. THOMAS KEIJSER, *Financial Collateral arrangements*, Deventer, 2006, 1 ss.

²¹ PETER ALBRECHT/RAMOND MAURER, *Investment- und Risikomanagement. Modelle, Methoden, Anwendungen*, 2.^a ed., Stuttgart, 2005, p. 871.

²² Disponível em www.isda.org.

podem ser objeto de garantias, incluindo cruzadas (*cross-product collateralization*). Aqui analisamos, porém, o impacto dos próprios derivados e de outros mecanismos com efeitos análogos.

Algumas das estratégias de *hedging* envolvem o recurso a contratos diferenciais, futuros, opções e *swaps*. As hipóteses são diversas quando a empresa procura reduzir a sua exposição económica, sem, no entanto, alarmar o público com sinais de que os *insiders* não estão seguros da evolução da empresa. Os bancos, a troco de uma remuneração, desenvolveram uma estratégia para garantir a proteção dos *insiders*, ao mesmo tempo que mantêm o direito de voto. Uma das técnicas possíveis é manter uma posição curta num *equity swap*, mas a estratégia mais comum será talvez a de celebrar um *zero-cost collar*, que envolve a compra de uma opção de venda, para limitar os riscos de desvalorizações, ao mesmo tempo que vendem uma opção de compra, apesar de reduzirem o potencial de ganho. Se as duas opções tiverem o mesmo preço de exercício e expirarem na mesma data, esta operação é economicamente equivalente à venda de ações. Neste tipo de operações, o lucro resultante da venda da opção de compra equivale ao custo da opção de venda²³.

São vários os riscos que podem ser objeto de cobertura ou *hedging* (taxa de juro, preço de mercado, crédito, liquidez etc.). Procura-se eliminar a variabilidade e volatilidade do desempenho financeiro e a variabilidade dos *cash flows*, buscando ou retornos simétricos ou assimétricos. Naturalmente que o recurso a derivados não é a única forma de uma empresa modificar a sua exposição a uma variedade de riscos, podendo *maxime* alterar a sua estrutura de capital ou recorrer a transações de outro tipo. O recurso a derivados é considerado, todavia, uma forma adequada de levar a cabo esse resultado, não só pela eficiência e custos, mas também pela possibilidade de serem adaptados aos objetivos concretamente visados.

Não vamos retomar aqui a explicação do conceito de derivados, definidos como “instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado activo subjacente”²⁴ e previstos no artigo 2.º, n.º 1, alíneas c) e f) do CVM (transposição da DMIF para o ordenamento jurídico português), que se referem aos instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito, aos contratos diferenciais, às opções, futuros, *swaps*, contratos a prazo e quaisquer outros contratos derivados referentes a um conjunto de

²³ Segundo HU/BLACK, “Empty and Hidden (Morphable) Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, pp. 343-367, 2007, disponível em <http://ssrn.com>, p. 18, um estudo demonstrou que, em 2001, os *executives* seniores de empresas públicas americanas, em média, usam *collars* para 36% das suas ações, reduzindo, com essas operações, a sua titularidade económica em 25%.

²⁴ A designação como “derivados” resulta precisamente de serem contratos a prazo celebrados por referência a um ativo subjacente (*v.g.*, valores mobiliários, instrumentos monetários, taxas de juro, divisas ou índices financeiros). São, portanto, instrumentos de segundo grau, que se encontram previstos no artigo 2.º, n.º 1, c) a f). Cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos...* cit., pp. 119 ss.

situações legalmente enunciadas. Os ativos subjacentes são múltiplos, apresentando como característica comum tratarem-se de realidades sujeitas a risco de variação do respetivo valor, como valores mobiliários, instrumentos monetários, taxas de juro, divisas, índices financeiros, entre muitos outros²⁵.

É sabido que os derivados tanto podem ser de balcão (*over the counter – OTC*), quando são negociados entre duas partes (tipicamente, um utilizador final e um banco de investimento), o que permite a sua adaptação à específica exposição aos riscos, ou ser transacionados de forma regulamentada (*exchanged-listed derivatives*), caso em que, apesar do menor risco de crédito, não podem ser adequados a eventuais necessidades específicas. Os derivados mais comuns incluem *forwards*, *swaps* de taxas de juro, futuros, opções, *caps* e *floors*, além de múltiplas variações destes contratos como *swaptions*, i.e., opções de entrar em *swaps*, e *cancelable swaps*, que são *swaps* com opções, que permitem ao titular sair do contrato de *swap* em certas circunstâncias.

No caso dos *futuros*, as empresas adquirem o direito de comprar ou vender no mercado a prazo um determinado ativo (divisas, ações, mercadorias) por um preço pré-fixado. P.ex., *A* projeta adquirir ações da sociedade *X* mas pensa que o valor pode subir. *B* quer vender mas pensa que pode descer o valor. *A* vincula-se a comprar pelo valor *Z* um determinado número de ações a *B* e este a comprar, por esse valor, numa data futura. Se o valor desceu, *A* protegeu-se eficazmente e *B* suporta a perda, e vice-versa no caso de o valor subir. Estes derivados estão previstos no artigo 2.º, n.º 1, alínea *c*), do CVM e são próximos dos *forwards*, contratos inominados a prazo, que se têm considerado reconduzíveis ao artigo 2.º, n.º 1, alínea *e*), distinguindo-se por estes serem instrumentos OTC e os seus ativos mais limitados (taxas de juro, de câmbio).

Também as opções [artigo 2.º/1, alínea *e*] são figuras próximas mas distinguem-se por ser apenas uma opção, i.e., um direito potestativo de comprar ou vender determinado ativo (*call/put option*), podendo ser OTC ou *exchange-traded*. O vendedor da opção confere ao comprador da opção (*writer*) o direito de comprar o ativo *Y* ao preço *X* (*strike price*) mediante o pagamento de um prémio, para compensá-lo pelo risco de eventuais pagamentos, sendo que esse prémio pode ser *in the money* ou *out of the money*. Diz-se *in the money* se, p.ex., se tratar de uma *call option* para comprar por 10 a ação que está a ser negociada a 15: a opção está *in the money* por 5, i.e., tem um valor intrínseco de 5. Há, por outro lado, dois tipos essenciais de opções: as de tipo americano, que podem ser exercidas em qualquer momento durante o período do contrato, e as de tipo europeu, que apenas podem ser exercidas na maturidade. Pode também recorrer-se a um *collar* (p.ex. venda de uma opção *call* e compra de uma opção *put*) que combina uma

²⁵ ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos...* cit., p. 131.

opção comprada com uma opção vendida: abdica-se de determinados ganhos com o objetivo de proteção contra perdas. *Caps* e *floors* são contratos OTC muitas vezes designados “opções de taxas de juro”. Um *cap* de taxa de juro compensa o comprador do *cap* se a taxa de juro subir acima da *strike rate* enquanto um *floor* de taxa de juro compensa o comprador se as taxas de juro descerem abaixo da taxa predeterminada, havendo, em ambos os casos, lugar ao pagamento de um juro.

Muita importância têm os *swaps* (ou permuta financeira), derivados de balanço, normalmente implicando um intermediário financeiro, que constituem instrumentos de proteção contra oscilações das taxas de juro ou de câmbio. As partes obrigam-se ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias em datas predeterminadas, calculadas por referência a fluxos financeiros relativos a um ativo subjacente (regra geral, taxa de câmbio ou taxa de juro, consoante se trate de *swaps* de divisas ou de juros – *currency swap*, *interest rate swap*). Quando haja liquidação financeira e pagamento do diferencial em dinheiro, os *swaps* configuram-se como diferenciais [artigo 2.º, n.º 1, alínea e)], que são contratos a prazo cujo objeto é o pagamento de um valor correspondente à diferença entre o valor do ativo (normalmente ações: *CFD on equity*) no momento da celebração e o valor no momento da execução (*spot price*).

Muito relevantes para o nosso objeto de estudo são, como dissemos, os derivados de crédito [artigo 2.º, n.º 1, alínea c), CVM], instrumentos financeiros que permitem ao credor (comprador de proteção) controlar a sua exposição ao risco de crédito²⁶. Para tal, deverá pagar um prémio a uma entidade vendedora de proteção, que, em contrapartida, assegura que, em caso de ocorrência do evento de crédito contratualmente acordado, *v.g.*, a insolvência do devedor²⁷, cobrirá os prejuízos que o credor teria em circunstâncias normais. As entidades vendedoras de proteção apostam, com isto, na solvência do devedor, acreditando que receberão um prémio por cobrirem o risco de crédito, sem que, no entanto, tenham

²⁶ Sobre estes instrumentos cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos... cit.*, pp. 174 ss; “Os derivados”, *Cadernos do mercado de valores mobiliários*, 30, 2008, pp. 91-136; SOFIA LEITE BORGES/SOFIA TORRES MAGALHÃES, “Derivados de crédito – Algumas notas sobre o regime dos valores mobiliários condicionados por eventos de crédito”, *Cadernos do mercado de valores mobiliários*, 15, 2002, pp. 115-146 (117). O risco de crédito assume duas vertentes: por um lado, o risco de a situação do devedor se alterar para pior e, por outro, o risco de o mercado evoluir desfavoravelmente e a qualidade do crédito se deteriorar, perdendo parte do seu valor, *i.e.*, o risco de mercado.

²⁷ O evento de crédito deverá ser contratualmente acordado, sendo os eventos de crédito mais típicos o incumprimento pelo devedor ou a declaração de insolvência deste. Para o elenco de outros eventos de crédito que também poderão resultar destes instrumentos, cf. LEITE BORGES/TORRES MAGALHÃES, “Derivados... cit.”, p. 118.

de liquidar a operação²⁸. São estas características que os transformam numa forma fácil de promover a especulação (*trading*)²⁹: os contratos podem ser celebrados a descoberto (*naked derivatives*), sem que o comprador de proteção seja detentor do ativo subjacente³⁰, jogando na antecipação do sentido de evolução dos ativos subjacentes. Um comprador de proteção terá interesse na insolvência do devedor de referência, enquanto o vendedor de proteção aposta no sentido contrário, de solvência do devedor. Este jogo só é possível porque estes são instrumentos abstratos³¹: depois da celebração tornam-se independentes do ativo subjacente que duplicam e do qual dependem economicamente.

Os derivados de crédito podem ser simples ou sintéticos, consoante os fluxos de pagamentos dependam apenas do evento de crédito ou, também, da evolução do valor da obrigação subjacente. São modalidades de derivados simples os CDS – *credit default swaps* ou *swaps* de risco de crédito – em que o vendedor de

²⁸ A liquidação extingue o derivado e poderá ser física ou financeira. Ou seja, na data do vencimento, se tiver sido acordada uma liquidação física (*physical settlement*), deverá ser entregue o ativo subjacente pelo seu valor nominal. Se a liquidação for financeira (*cash settlement*) o vendedor de proteção terá de entregar ao comprador a diferença entre o *strike price* e o *spot price*, ou seja, a diferença entre o valor do ativo no momento da celebração do contrato e no momento do seu vencimento. Pode haver uma liquidação diária não extintiva, caso se trate de derivados de mercado organizado. É o sistema “*mark-to-market*” previsto no artigo 259.º/1, c), do CVM e no artigo 14.º do Regulamento da CMVM n.º 5/2007, de 5 de novembro. É um mecanismo de salvaguarda do sistema que assegura o pagamento diário do saldo dos ganhos e prejuízos dos investidores verificados por referência à cotação diária do derivado (*margins calls*). São repetições diárias da operação de liquidação a realizar no termo do contrato. A definição é de ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos...* cit., p. 150, nota 313.

²⁹ É certo que os derivados assumem, primordialmente, uma função de cobertura dos riscos inerentes à atividade económica (*hedging*), mas têm também finalidades especulativas, como resulta do que é dito em texto, e, ainda, de arbitragem, *i.e.*, permitem que o investidor lucre com as imperfeições dos mercados dos ativos de referência. Podem produzir um efeito de alavancagem financeira, que permite, através da mobilização de escassos meios financeiros próprios, que o investidor participe mais do que proporcionalmente nas variações de valor do ativo subjacente. Cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos...* cit., pp. 123 ss.

³⁰ *I.e.*, sem que o comprador de proteção detenha um crédito sobre a entidade emitente., o devedor de referência.

³¹ E, por isso, dotados de “total impermeabilidade jurídica”, para utilizar a expressão de ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos...* cit., p. 137. A abstração surge como contraponto do princípio da causalidade, segundo o qual as obrigações só existem e subsistem quando são acompanhadas pela sua fonte ou causa. Em prol da firmeza e previsibilidade das obrigações, este é o princípio dominante no nosso ordenamento jurídico (ao contrário do que acontece na Alemanha), mas, ainda assim, em áreas sensíveis, como os títulos de crédito e os valores mobiliários opera a abstração. Cf. MENEZES CORDEIRO, *Tratado...* cit., II, tomo I, Coimbra, 2009, pp. 68-70. A abstração dos derivados de crédito é absoluta e pura: os direitos e obrigações deles emergentes tornam-se imunes às vicissitudes jurídicas do ativo subjacente.

proteção se obriga perante o comprador a efetuar o pagamento de um montante pecuniário em caso de verificação do evento de crédito, recebendo, em contrapartida, um prémio ou *spread*, periódico, calculado sobre o valor nominal da proteção. Entre os derivados simples encontram-se ainda as *credit default options*: verificado o evento de crédito, o comprador de proteção fica investido no direito potestativo de concluir um contrato sobre o ativo subjacente por preço e prazo determinados, como contrapartida do pagamento de um prémio ao vendedor de proteção³². Já os instrumentos derivados sintéticos podem assumir a modalidade de *credit spread derivatives*, que permitem mitigar o risco de degradação da obrigação subjacente, e de *total rate of return swaps* (“*tror swaps*”), em que o comprador de proteção paga ao vendedor de proteção um montante periódico que consiste numa taxa de referência (LIBOR ou EURIBOR) acrescida de um *spread*, em contrapartida do pagamento de todos os fluxos financeiros associados a um ativo subjacente. Na maturidade o pagador terá ainda de entregar a diferença entre o valor do ativo no momento da celebração do contrato e no momento da maturidade³³. É uma figura materialmente equivalente a uma cessão da posição contratual³⁴. Se não existissem estes instrumentos, a única forma de transferir o risco de incumprimento seria através dos instrumentos clássicos, como a cessão de créditos ou sub-rogação, ou modernos, como a titularização de créditos. A importância destes derivados enquanto meio de salvaguarda das empresas face aos riscos de mercado, de crédito, de regulação e outros análogos é 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”³⁵

³² Cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos...* cit., p. 180.

³³ Existem, ainda, as *credit linked notes*, valores mobiliários condicionados por eventos de crédito ou, na terminologia proposta pela tradução oficial do artigo 112.º da Diretiva 2006/48/CE, títulos de dívida indexados a crédito incorporam um direito de crédito com uma extensão ou subsistência condicionados por um evento de crédito. Cf. PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 2.ª ed., Coimbra, 2011, pp. 181 ss. Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA/MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Derivados... cit. Sobre o caso AIG, cf. por todos, WILLIAM K. SJOSTROM, “The AIG bailout”, (1-Nov.-2009). *Washington and Lee Law Review*, Vol. 66 (2009), 943, disponível em <http://ssrn.com>.

³⁴ Sobre as figuras, cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos...* cit., pp. 179-181; LEITE BORGES/TORRES MAGALHÃES, “Derivados... cit., pp. 123 ss.

³⁵ 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. Ao contrário de HU /BLACK, “Debt cit., pp. 18 ss. que referem apenas as gravosas consequências dos CDS, é importante não esquecer que estes instrumentos promovem a liquidez do mercado, como notam, *v.g.*, ANDRÁS DANIS, “Do empty creditors matter? Evidence from distressed Exchange offers”, pp. 1-50 (36), disponível em <http://ssrn.com> (ainda que numa análise essencialmente económica) e PATRICK BOLTON/MARTIN OEHMKE, “Credit Default Swaps and the empty creditor problem”, *The review of financial studies*, 2011, pp. 1-39 (19) disponível em <http://ssrn.com>.

– 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 mercado³⁶. Os perigos dos derivados de crédito explicam a recente aprovação do regulamento relativo a vendas a descoberto e a certos aspetos dos *swaps* de risco de incumprimento³⁷.

Cumpra mencionar ainda o papel dos CDOs (*collateralized debt obligations*), sejam *cash* CDOs ou CDOs sintéticos: no primeiro caso, o originador, *v.g.*, Banco, tem uma carteira 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

³⁶ 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 descoberto 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 FRANK PARTNOY/DAVID A. SKEEL JR., “The promise and perils of credits derivatives”, *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 75, 1019 (2007); disponível em <http://ssrn.com>.

³⁷ Regulamento (UE) N.º 236/2012, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de março de 2012. 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 fardoeste. 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*”. Press release IP/10/1125, disponível em <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/10/1125>. 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.

pagamento de um prémio, o qual 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 o qual 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.

Para um maior controlo público destes diversos instrumentos já se tentou equipará-los a um contrato de seguro. Quem primeiro notou a afinidade das duas figuras foi a *National Association of Insurance Commissioners* (NAIC), tendo, no entanto, recuado com esta posição depois de um *lobbying* intenso por parte da ISDA³⁸, já que a qualificação como contratos de seguro não seria isenta de consequências práticas: haveria uma imediata restrição do acesso aos derivados financeiros; em Portugal, como acontece noutros países, o exercício da atividade seguradora é limitado a entidades especificamente autorizadas para tal e elencadas no artigo 7.º do Decreto-Lei n.º 94-B/98, de 17 de abril³⁹, o que permitiria garantir que o segurador estará em condições financeiras para cumprir os compromissos a que se vinculou. O contrato de seguro transfere o risco (de eventual verificação de um sinistro) que seria suportado por uma esfera jurídica para outra

³⁸ Cf. RAGHAV SHARMA/ SIDDHARTA SHUKLA, “Credit Default Swaps: gateway to a new world of opportunities and legal risks”, *Company law journal*, vol. 3, 2008, pp. 12 ss., disponível em <http://ssrn.com>.

³⁹ Com as alterações subsequentes. A prática ilícita da atividade é punida com pena de prisão até três anos. Estas entidades deverão, ainda, estar legalmente autorizadas a exercer a atividade seguradora em Portugal, no ramo em que atuem (artigo 16.º/1 do Decreto-Lei n.º 72/2008, de 16 de abril). A preocupação de ordem pública de garantia de que o segurador estará em condições financeiras para cumprir as suas obrigações leva a que se restrinja a atividade a entidades que cumpram requisitos de solvência exigentes e estejam sujeitas ao controlo de organismos públicos. Cf. EDUARDA RIBEIRO, em anotação ao artigo 16.º, in ROMANO MARTINEZ et alii, *Lei do contrato de seguro anotada*, Coimbra, 2009, p. 74.

entidade, mediante o pagamento de uma contrapartida (prémio)⁴⁰. Consta-se que a função dos derivados de crédito – transferência de um risco para outra entidade – é a mesma que a de um seguro, porém, a existência de diferenças de regime permitiram que a *ISDA* demarcasse as duas figuras. O comprador de proteção de um derivado não sofre necessariamente um dano quando ocorre o evento de crédito e o valor que vai receber da contraparte não fica dependente da quantificação desse dano, como aconteceria caso se tratasse de um seguro⁴¹. Acrescente-se que o segurado deve ter um interesse “digno de proteção legal, relativamente ao risco coberto”, sob pena de nulidade do contrato (artigo 43.º da lei do contrato de seguro), requisito que não é tido em conta na celebração de contratos de derivados. Algumas medidas, 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. No âmbito da nova regulação, não sendo banidos os *naked CDS*, novas regras garantem uma maior transparência (os detentores de posições consideráveis em *naked CDS* terão de as comunicar aos reguladores), ao passo que são atribuídos aos reguladores poderes para obterem informações sobre a circulação dos instrumentos e, em situações excecionais, sob coordenação da ESMA, a autoridade nacional competente (em Portugal a CMVM) poderá temporariamente restringir a utilização de derivados a descoberto. Fica por definir qual deverá ser a regulamentação dos *CDS* celebrados por referência ao capital de uma empresa, questão que nos ocupará adiante.

Para já, note-se que o facto de os derivados de crédito poderem ser (e serem efetivamente) utilizados como instrumentos de especulação é responsável pelo estigma de que passaram, e com boas razões, a ser objeto, a ponto de se falar no “*Great Derivatives Disaster*”⁴². É certo que o especulador celebra o contrato relativo ao derivado para obter lucros, aceitando níveis elevados de risco, sem que tenha um interesse inerente no mercado, mas também é verdade que as práticas de *hedging* e de especulação se completam e são ambas necessárias para o funcionamento do mercado dos derivados. Os *hedges* mitigam o risco transferindo-o para outros investidores, que, regra geral, são especuladores, dispostos a correr riscos e assegurando ao mercado a liquidez necessária.

⁴⁰ Cf. ROMANO MARTINEZ, *Direito dos seguros. Relatório*, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa – Suplemento, Coimbra, 2006, p. 9, 42; *Direito dos seguros*, Cascais, 2006, pp. 51 ss.

⁴¹ Neste sentido, cf. LEITE BORGES/ TORRES MAGALHÃES, “Derivados... cit.,” p. 127.

⁴² CHRISTOPH VON DRYANDER/GABRIELE APFELBACHER, em HABERSACK/MÜLBERT/SCHLITT, *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, Köln, 2008, § 22, Derivativen, p. 615.

Ainda assim, as preocupações com a utilização dos derivados para fins de especulação são evidentemente justificadas⁴³. O *Joint Report on International Swap Regulation*, da *Securities Exchange Commission* (S.E.C.) e da *Commodity Futures Trading Commission* (C.F.T.C.)⁴⁴, 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, demonstrando como as preocupações com o tema são transversais.

3. O impacto no exercício dos direitos sociais

3.1. O papel dos acionistas e investidores hoje: a dissociação do risco

O recurso a derivados implica, como dissemos, um fenómeno de dissociação entre a titularidade formal dos direitos e a titularidade do interesse económico e, portanto, de dissociação do risco: o titular do direito transfere o risco inerente para terceiro (posição vazia), que não tem formalmente qualquer poder na sociedade (titularidade oculta). O fenómeno é recente e só vagamente tem paralelo em situações clássicas. Tradicionalmente, apesar de poderem existir conflitos de interesses pontuais, os acionistas agiam em geral para benefício da sociedade, pela elementar razão de que corriam o risco da sua atividade. Hoje, acionistas e investidores apresentam características muito diferentes. Alguns são conhecidos pelo seu comportamento agressivo e pela adoção de estratégias capazes de prejudicar a sociedade. São precisamente estes investidores ativistas que são os principais protagonistas dos fenómenos que aqui estudamos.

É o caso dos *hedge funds*, que têm como finalidade genérica a obtenção de retorno absoluto do investimento, através de operações arriscadas, que se baseiam, frequentemente, na utilização de empréstimos de ações e de instrumentos derivados, através, por exemplo, da aquisição de ações e paralela compra de opções de venda no mercado de derivados sobre o índice respetivo. Por isso se diz que estes fundos estão associados à existência de posições acionistas sem o risco associado à típica qualidade acionista. O primeiro *hedge fund* – criado por Alfred Winslow Jones em 1940 – caracterizava-se pela utilização de uma estrutura societária não regulada, em que se combinavam estratégias de aquisição de ações e de vendas a descoberto, criando fenómenos de alavancagem financeira, resultantes do

⁴³ Cf. MICHAEL R. DARBY, *Over-the-counter derivatives and systemic risk to the global financial system*, em B. SCHACHTER, *Derivatives, regulations and banking*, Amsterdam, Lausanne, New York, Oxford, Shannon, Tokyo, 1997, pp. 215-235.

⁴⁴ Disponível em <http://www.sec.gov/news/studies/2012/sec-cftc-intlswapreg.pdf>.

financiamento externo das suas aquisições. Foi constituído a partir de um conjunto limitado de investidores e supunha uma comissão de gestão significativa⁴⁵. Pelas suas características, os *hedge funds* podem aumentar a volatilidade dos preços, através de estratégias *pump and dump* (comunicações de pressões para fazer subir os preços), ao mesmo tempo que se caracterizam por um exercício ativo – e até agressivo – dos seus direitos. Por isso, discute-se se estes fundos deveriam ser objeto de (i) uma regulação indireta, que se traduziria na formação dos investidores e na regulação das contrapartes; (ii) de uma autorregulação, através da produção de guias de boas práticas, como aconteceu, em 2008, no Reino Unido, com a aprovação de um documento recomendatório por parte do *Hedge Fund Working Group*, e com a criação do *Hedge Fund Standard Board*, órgão destinado a vigiar o cumprimento das recomendações; ou, por fim, (iii) se deveriam ser robustecidos os deveres de informação, uma vez que as estratégias de gestão destes fundos não são reveladas, o que constitui a sua grande vantagem competitiva⁴⁶.

O que é certo, independentemente do problema da estratégia de regulação, é que os *hedge funds* têm uma intervenção muito diversa da dos tradicionais fundos de investimento⁴⁷ e levantam problemas próprios. Muitos deles não relevam diretamente aqui, sobretudo da perspetiva dos respetivos conflitos de interesses internos, *maxime* quando se pondera a possibilidade de transposição para os mesmos das regras de governo societário⁴⁸. Aqui pretendemos antes sublinhar que os *hedge funds* recorrem “típica e intensivamente”⁴⁹ ao investimento em instrumentos financeiros derivados, utilizando ainda frequentemente o *short selling* e adotando posições cruzadas no mesmo ativo, para efeitos de mitigação do risco, bem como múltiplas técnicas de alavancagem. Pelos estratagemas próprios que adotam, representam, como se tem apontado, um novo estilo de ativismo acionista⁵⁰ e foram eles que “trouxeram para a ribalta os perigos do chamado ‘voto vazio’ ou esvaziamento

⁴⁵ Cf. PAULO CÂMARA, *Manual...* cit., p. 797.

⁴⁶ Ponderando estas soluções regulatórias, cf. PAULO CÂMARA, *Manual...* cit., pp. 801 e 802.

⁴⁷ Sobre estes, cf. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, “O governo dos fundos de investimento”, em *Direito dos valores mobiliários*, vol. VIII, Coimbra, 2008, pp. 9-38; em geral sobre os fundos, cf. ALEXANDRE BRANDÃO DA VEIGA, *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário. Regime Jurídico*, Coimbra, 1999, 19 ss. Sobre a admissão inicial e percurso dos *hedge funds* no mercado português, cf. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, “Regulação e supervisão de *hedge funds*”, em AAVV, *Direito dos valores mobiliários*, vol. VIII, Coimbra, 2008, pp. 65-149 (90 ss.).

⁴⁸ Cf. GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, “Regulação...cit., pp. 88 e 89.

⁴⁹ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, “Regulação...cit., p. 81.

⁵⁰ ENGRÁCIA ANTUNES, “Os ‘hedge funds’ e o governo das sociedades”, em *Direito dos valores mobiliários*, vol. IX, Coimbra, 2009, pp. 9- 70 (41).

do voto (*empty voting*)⁵¹. Daí a importância que têm, conforme dizíamos, como protagonistas principais do fenómeno que aqui estudamos⁵².

3.2. *O princípio geral da incidibilidade da participação social. O destaque de direitos sociais. O direito de voto em especial*

Independentemente do problema da natureza jurídica da participação social⁵³, esta abrange um conjunto unitário de situações jurídicas ativas e passivas, insuscetíveis de serem cindidas. O fenómeno que aqui estudamos afeta precisamente esse dogma, ainda que de forma indireta, no que respeita ao exercício do voto, que na prática é separado da titularidade económica da participação social.

Este direito é considerado a principal forma de exercício em comum pelos sócios da atividade económica da sociedade, integrando o núcleo essencial da participação social. A sua separação da participação social ou a sua eliminação é, em geral, inconcebível, apesar de se admitirem as ações preferenciais sem voto – mas mesmo aí não totalmente desprovidas de voto, atenta a possibilidade de este renascer, em caso de não pagamento do dividendo prioritário (artigo 342.º/3)⁵⁴ – e apesar dos mecanismos de limitação do voto constantes do artigo 384.º, ditados, essencialmente, por razões de praticabilidade.

As hipóteses de destaque de direitos eram, até há pouco tempo, muito poucas. O anterior artigo 3.º, n.º 2, alínea a), CdMVM equiparava aos valores mobiliários os direitos de conteúdo económico destacáveis desses valores, desde que suscetíveis de negociação autónoma no mercado secundário. A norma deste artigo, no fundo, estabelecia requisitos para a destacabilidade. Perante a atual redação do CVM, José Marques Estaca veio admitir a possibilidade de destaque do direito de voto⁵⁵. Na verdade, no atual código desapareceu qualquer referência ao conteúdo

⁵¹ Cf. ENGRÁCIA ANTUNES, Os *“hedge funds... cit.*, p. 67.

⁵² Cf. também a MARCEL KAHAN/EDWARD B. ROCK, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, p. 1021, 2007, disponível em <http://ssrn.com>.

⁵³ Sobre ele, cf., por todos, PAIS DE VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, 2.ª ed., Coimbra, 2006, pp. 389 ss.

⁵⁴ Cf. PEDRO MAIA, *Voto e Corporate Governance. Um novo paradigma para a sociedade anónima*, tese de doutoramento não publicada, apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2010, p. 117.

⁵⁵ “O destaque dos direitos de voto em face do código dos valores mobiliários”, em *Estudos em honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, vol. II, Coimbra, 2008, pp. 1347-1361. O autor procura, de facto, demonstrar a inexistência de uma regra de indissociabilidade do direito de voto da participação social. O autor parte da revogação do artigo 3.º, n.º 2, a), do CdMVM e equaciona esta possibilidade face ao CVM, em que desaparece qualquer referência ao conteúdo económico do direito para que este possa ser destacado.

económico do direito para que este possa ser destacado⁵⁶. Pelo contrário, o artigo 1.º, n.º 1, alínea f), CVM elenca, na tipologia de valores mobiliários, os direitos destacados dos valores mobiliários referidos nas alíneas anteriores, desde que o destaque abranja toda a emissão ou série ou esteja previsto no ato de emissão. Assim, ficaria aberta a porta ao destaque de direitos que, aparentemente, não têm conteúdo patrimonial.

O direito de voto, embora não conste no elenco dos direitos dos sócios no artigo 21.º do CSC⁵⁷, é um direito inerente aos valores mobiliários [artigo 55.º, n.º 3, alínea b), do CVM]⁵⁸. Normalmente são-lhe apontadas as características de inderrogabilidade e irrenunciabilidade⁵⁹. No entanto, a norma do artigo 17.º, n.º 3, alínea c), do CSC, que limita, em larga medida, os negócios que podem ser celebrados sobre o voto, não implica uma proibição de negociação deste direito. O que essa norma determina é que “*são nulos os acordos pelos quais um sócio se obriga a votar exercendo o direito de voto ou abstendo-se de o exercer em contrapartida de vantagens especiais*”. Ora, existem diferenças entre vender o exercício do direito ou abster-se de o exercer mediante vantagens especiais – caso em que o sócio permanece titular do direito de voto – e alienar a titularidade do direito. Nesta situação o

⁵⁶ Cf. JOSÉ MARQUES ESTACA, “O destaque...cit., pp. 1354 ss. O Autor sustenta a sua posição com argumentos de direito comparado: tanto em Itália, como em França, o direito de voto pode ser negociado autonomamente, porque a influência na sociedade resultante do poder de voto tem um valor económico, o que pode ser comprovado pelo mais elevado preço de venda de lotes de ações que confirmam a maioria.

⁵⁷ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades...* cit., pp. 173 ss. aponta como eventual motivo para esta ausência as ações preferenciais sem voto, ainda que, mesmo estas, confirmam direito de voto nos mesmos termos que as ações ordinárias se o dividendo prioritário não for integralmente pago durante dois exercícios sociais (artigo 342.º, n.º 3, CVM). De qualquer forma, com este regime deduz-se que o direito de voto não integra necessariamente a posição jurídica de sócio.

⁵⁸ O artigo 55.º/3, al. 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.

⁵⁹ Cf. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades...* cit., p. 176.

acionista aliena, de forma definitiva, ainda que separadamente, a titularidade de um direito inerente às suas ações, para que o adquirente o possa exercer de acordo com os interesses que possua em relação à sociedade emitente⁶⁰. Para chegar a esta conclusão, José Marques Estaca apresenta diversas situações que demonstram que o exercício do direito de voto não é essencial à titularidade da ação. São elas as ações preferenciais sem voto (artigo 342.º, n.º 3, do CSC), as ações próprias (artigo 324.º, n.º 1, do CSC), casos em que o direito de voto é condicionado pela titularidade de uma participação social mínima [artigo 384.º, n.º 2, alínea *a*), do CSC], situações em que o direito de voto está condicionado pela imposição de um teto, independentemente do nível de participações sociais [artigo 384.º, n.º 1, alínea *b*) e n.º 2 do CSC] e, ainda, situações de impedimentos de voto ou de conflitos de interesses (artigos 251.º, n.º 1 e 384.º, n.º 6, do CSC). A estas situações, acresce que, especialmente nas sociedades com o capital amplamente distribuído pelo público, muitas vezes há investidores que adquirem valores mobiliários em grande quantidade, sem o intuito de participar na vida societária mediante o exercício do direito de voto. Por estes motivos, pode entender-se que o direito de voto não é essencial para a configuração de todas as ações⁶¹.

Naturalmente que terá sempre de se verificar a condição prevista no CVM, para a negociação em mercado secundário: o destaque dos direitos de voto terá de abranger toda a emissão ou série ou tem de estar previsto no ato de emissão. Porém, nada impede que os direitos destacados sejam negociados fora do mercado secundário, já que, nestes casos, a lei não levanta obstáculos e permite a negociação de direitos que, à primeira vista, não têm conteúdo económico⁶².

3.3. *Contratos de garantia sobre instrumentos financeiros e outros lugares paralelos: penhor de ações, alienação fiduciária em garantia, usufruto, leasing*

Para além da hipótese de destaque dos direitos de voto, importa ter presente também os problemas de exercício do direito de voto e outros direitos sociais em caso de garantias incidentes sobre ações da sociedade.

O exercício dos direitos sociais no caso do penhor de ações foi já objeto de estudo na doutrina portuguesa⁶³. Do artigo 23.º, n.º 4, do CSC e do artigo 81.º, n.º 4, do CVM resulta que os direitos inerentes às ações são, em princípio, exercidos pelo titular dos valores mobiliários empenhados, sem prejuízo de convenção

⁶⁰ Cf. JOSÉ MARQUES ESTACA, “O destaque... cit., p. 1358.

⁶¹ Cf. JOSÉ MARQUES ESTACA, “O destaque... cit., pp. 1355 ss.

⁶² Cf. JOSÉ MARQUES ESTACA, “O destaque... cit., pp. 1360 e 1361.

⁶³ Cf. TIAGO SOARES DA FONSECA, *O penhor de ações*, 2.ª ed., Coimbra, 2007, pp. 81 ss., fazendo um estudo dos regimes vigentes noutros ordenamentos jurídicos.

a autorizar esse exercício pelo credor pignoratício, devendo esta ser comunicada à sociedade. Por outras palavras, em princípio, a titularidade das ações continua a ter associado o exercício dos direitos, salvo decisão diversa das partes. Assim sucede por, em princípio, a função de garantia das ações não carecer da atribuição do exercício dos direitos sociais ao credor, bastando impor ao titular o dever de agir, nesse exercício, de acordo com os ditames da boa fé, nos termos do artigo 762.⁶⁴ A solução é a mesma quando o penhor de ações revista a natureza de penhor financeiro, por estarem preenchidos os requisitos de que depende a aplicação do Decreto-Lei n.º 105/2004, de 8 de maio (artigos 3.º e ss.).

Este princípio geral é confirmado se considerarmos determinados direitos em especial. No que respeita ao direito ao lucro, a prática é no sentido de este ser atribuído ao titular das ações. Ainda que se sublinhe que a solução contraria o disposto nos artigos 672.º e 679.º do CC, dos quais resulta que os frutos são afetos às despesas feitas com a coisa, aos juros vencidos, devendo o excesso ser abatido no capital que for devido, a verdade é que não deixa de ser conforme com o disposto no artigo 23.º/4, daqui resultando a atribuição ao penhor de uma mera função de garantia (e não de satisfação)⁶⁵. Assim, mantém-se a associação entre titularidade e exercício dos direitos. Também o direito de voto, no nosso direito, compete em princípio ao titular das ações, ao contrário de outros ordenamentos jurídicos, como o italiano. A solução evita que o credor pignoratício exerça o voto considerando apenas o interesse de curto prazo na manutenção do valor de garantia, desconsiderando o interesse social a médio e longo prazo. Embora surjam dificuldades caso exista convenção a atribuir o direito de voto ao credor pignoratício – *maxime*, no que respeita ao impacto no exercício do direito à informação ou do direito à exoneração –, a verdade é que são problemas mais concretos e de mais fácil resolução do que aqueles que se colocam nos casos objeto do nosso estudo. Por outro lado, só excecionalmente é que existe esta dissociação entre titularidade e exercício dos direitos, razão pela qual o principal problema não será tanto, nestas hipóteses, saber em que medida se pode assegurar o alinhamento entre os interesses dos sócios e os interesses da sociedade a longo prazo, mas antes o de saber se o conteúdo da garantia não é esvaziado pelo facto de o exercício dos direitos sociais permanecer com o titular das ações⁶⁶.

⁶⁴ Cf. TIAGO SOARES DA FONSECA, *O penhor...* cit., pp. 82 e 83. O autor sublinha, em contrapartida, a necessidade de colaboração do credor pignoratício para esse exercício por parte do titular das ações (p. 83).

⁶⁵ Cf. TIAGO SOARES DA FONSECA, *O penhor...* cit., pp. 86 e ss., criticando a solução e defendendo que seja seguida a solução do Código Civil.

⁶⁶ Assim, TIAGO SOARES DA FONSECA, *O penhor...* cit., pp. 107 e ss.

Diferentemente ocorre no caso da alienação fiduciária em garantia, prevista no Decreto-Lei n.º 105/2004 (artigos 14.º e ss.): tratando-se do credor titular das ações, é ele que passa a exercer os direitos inerentes. Embora formalmente o titular do direito seja o titular do seu exercício, a verdade é que a natureza precária da sua posição e a possibilidade de o devedor recuperar a propriedade fazem com que esta situação se aproxime significativamente daquelas em que os direitos sociais são separados da participação social⁶⁷.

Também nas situações de usufruto ou de locação financeira de ações se dissocia a titularidade e o exercício dos direitos, embora com contornos diversos daqueles de que se revestem as hipóteses objeto do nosso estudo. No caso do usufruto, dispõe o artigo 23.º, n.º 2 que os direitos do usufrutuário são os indicados nos artigos 1466.º e 1467.º do CC, com as modificações previstas na presente lei, e os demais direitos que nesta lhe são atribuídos. O artigo 1467.º, n.º 1, alínea *b*) e n.º 2, do CC conferem ao usufrutuário o direito de voto, salvo quando as deliberações respeitarem a alteração dos estatutos ou liquidação da sociedade, caso em que o usufrutuário e o proprietário da raiz votam em conjunto. Ou seja, em princípio, não é o titular das ações que exerce o voto mas sim o usufrutuário. A solução, embora não gere consenso na doutrina, é compreensível do ponto de vista da própria natureza do direito de usufruto, que implica a atribuição a este da administração da coisa: no caso, o exercício do voto é a forma de o usufrutuário exercer essa administração, naturalmente (nos termos da lei), com respeito pela substância e fim económico. A matéria é objeto do estudo clássico de Pinto Coelho⁶⁸, que via no usufrutuário, no fundo, um mero titular do direito ao lucro sem participação na vida social, *maxime* através do voto, e que sublinhava os abusos potenciais que de outra forma poderiam existir. A solução da lei foi no sentido oposto, com razões compreensíveis⁶⁹. A mesma regra já se defendeu ser aplicável no caso da locação financeira de ações, por também aí a administração pertencer ao locatário financeiro, conforme resulta da própria natureza da figura⁷⁰. Evidentemente que estas hipóteses são diversas das que estudamos mas revelam que os problemas não são inéditos: atingem, contudo, um novo nível de dificuldade.

⁶⁷ Cf., a este respeito, DIOGO MACEDO GRAÇA, *Os contratos...* cit., p. 87.

⁶⁸ JOSÉ GABRIEL PINTO COELHO, “Usufruto de ações”, RLJM ano 90 (159), pp. 49 ss.

⁶⁹ Assim, MARGARIDA COSTA ANDRADE, *A locação financeira de ações e o direito português*, Coimbra, 2007, pp. 205 ss.

⁷⁰ Neste sentido, cf. MARGARIDA COSTA ANDRADE, *A locação...* cit., pp. 206 e ss.

3.4. *As formas atuais de separação entre titularidade formal e titularidade económica.*
O recente caso *Telus Corporation v. CDS Clearing & Depository Services Inc.*

Como já se escreveu noutro contexto⁷¹, a divulgação de *equity swaps* e outros derivados negociados ao balcão e o crescimento do mercado do empréstimo de ações tornaram mais fácil e barato separar propriedade económica e poder de voto e permitiram que *outsiders* (sujeitos sem interesse 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*⁷². 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 políticos, valia, quase incontroversa, uma regra de proibição de cisão do voto. 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*⁷³.

Também mecanismos clássicos são cada vez mais utilizados de forma a obter mais votos do que capital. É o que acontece com o recurso à representação no exercício do voto. Se a “representação ocasional” não levanta dificuldades, já na chamada “representação sistémica”⁷⁴ não é assim: a representação de grandes frações de capital por quem não tem interesse económico correspondente – no limite sem qualquer investimento – gera situações em que pode, inclusive, haver a intervenção de terceiros estranhos à sociedade, com poder de voto suficiente para controlar as votações. A questão escapa, contudo, ao nosso tema, apesar das afinidades evidentes que com ele apresenta.

Se a área do governo societário já é uma área especialmente sensível, o recurso a derivados e a vendas a descoberto, entre outros mecanismos, fazem diversificar

⁷¹ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA/MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Derivados... cit., pp. 56–64.

⁷² 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>.

⁷³ Longe se está, pois, do dogma tradicional tão claramente expresso por EASTERBROOK/FISCHEL, *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”.

⁷⁴ PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance... cit.*, p. 1063 ss.

e agravar os problemas. Está em causa o desalinhamento dos interesses dos próprios sócios com o interesse da sociedade: 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 sociedade⁷⁵ (que é simultaneamente um conflito entre acionistas, espelhando “custos de agência horizontais”⁷⁶), sem prejuízo de a deslocação dos votos poder ocorrer em sentido favorável à maximização do valor da empresa, como também tem sido sustentado. Como escrevem Kahan/Rock, “o ‘empty voting’, como é chamado, é um exemplo de um velho problema – conflitos de interesses criados pela exploração da separação da propriedade jurídica e económica – agravado pela moderna inovação financeira”⁷⁷.

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 voto⁷⁸. 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

⁷⁵ 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...* cit., 1063 ss. e *passim*.

⁷⁶ USHA RODRIGUES, *Corporate governance in an age of separation of ownership from ownership* (7-jan.-2011), *Minnesota Law Review*, 2011, vol. 95, pp. 1822-1866 (p. 1829), disponível em <http://ssrn.com>.

⁷⁷ *Hedge Funds...* cit., p.1075.

⁷⁸ Assim concluem CHRISTOFFERSEN/GECZY/MUSTO/REED, “Vote trading...” cit., pp. 34 ss.

maximização do valor da empresa⁷⁹. Este potencial aumento de eficiência não faz, contudo, esquecer a manipulação permitida pelo recurso a instrumentos derivados.

Aliás, tal foi, recentemente, em 11 de setembro de 2012, frisado pelo *Supreme Court of British Columbia* (Canadá) no caso *Telus Corporation v. CDS Clearing & Depository Services Inc*⁸⁰. O caso merece ser aqui relatado. A ação fora proposta pela *Telus*, uma empresa de telecomunicações, com sede em Vancouver, que pedia que o requerimento de convocação da respetiva assembleia geral fosse declarado inválido. A empresa levava, então, a cabo um conjunto de medidas tendentes a converter as suas ações sem direito de voto em ações comuns, com uma *ratio* de troca de 1:1. O *hedge fund Mason* opunha-se ao plano, sendo que a assembleia geral cuja convocação era pedida implicava a alteração dos estatutos em termos de impedir a conversão daquela forma: esta passaria a ter de ser feita a uma *ratio* que refletisse o prémio histórico pago pelas ações comuns (cerca de 5% mais do que as ações sem voto). Em maio, deveria ter sido apresentada a proposta de conversão na assembleia geral mas que acabaria por ser retirada por evidente falta de apoio. Contudo, foi anunciado que a estratégia prosseguiria por meios alternativos. Apesar de a proposta inicial ter sido retirada, a diferença de preço entre as ações comuns e as ações sem voto não voltou ao seu nível histórico. Desde essa retirada, a *Mason* reduziu o seu interesse económico na *Telus*: em 31 agosto de 2012, este *hedge fund* detinha 32.765.829 ações comuns e tinha posições curtas quanto a 14.658.129 ações comuns e 18.036.800 ações sem voto. Resultava daqui que o seu interesse económico na empresa era muito curto na empresa, apesar de continuar a controlar praticamente 20% dos votos. Perante isto, a *Telus* invocava, entre outros argumentos, que a requisição da assembleia geral se fundava em “votos vazios” e que a *Mason* não tinha interesse na maximização do valor das ações, antes se limitava a procurar lucrar o mais possível, com o seu plano de arbitragem, utilizando votos vazios.

Apesar de o tribunal ter resolvido o problema por outra via (já que múltiplos argumentos eram apresentados no sentido da invalidade do requerimento), não deixou de frisar que, ainda que assim não fosse, não aceitaria a convocação da assembleia com base em votos vazios: a votação acionista visa refletir os melhores interesses da empresa na prossecução da maximização da riqueza; quando uma parte vota numa sociedade mas não tem nela interesse económico pode não procurar o bem da sociedade em si; os interesses deste *empty voter* e dos outros acionistas deixam de se encontrar alinhados e a premissa subjacente à votação

⁷⁹ ALAN BRAV/RICHMOND D. MATHEWS, “Empty voting and the efficiency of corporate governance” (3-fev.-2010), disponível em <http://ssrn.com>.

⁸⁰ 2012 BCSC 1350.

acionista é subvertida. No limite, os interesses destes votantes podem ser adversos face aos dos demais acionistas, como o caso *Mylan*, atrás referido, demonstra.

4. **O problema paralelo do lado do crédito: credores com interesse económico nulo ou negativo (empty crediting)**

Já dissemos que o problema que analisamos se coloca, analogamente, no caso dos derivados de crédito. Estes criam igualmente situações problemáticas que não encontram solução expressa na lei, levando a um destaque entre o direito de crédito e o interesse económico associado à sua satisfação. As dificuldades criadas são importantes e surgem essencialmente no processo de insolvência. Estão em jogo casos como aqueles em que o credor que vota o plano de insolvência não tem interesse económico – ou tem, até, um interesse negativo – na aprovação do plano mais eficiente para a empresa insolvente. São casos limite, admitimos, mas cuja existência não pode ser ignorada e que deverá merecer especial atenção em situações de insolvência de grandes empresas. Se é verdade que a titularidade de um direito de crédito está tipicamente associada a um conjunto de direitos económicos (cumprimento da obrigação principal e pagamento de juros), de direitos de controlo (*v.g.*, alterar os termos do contrato) e outros direitos legais, onde se inclui o direito básico de participar no processo de insolvência, nem sempre se verifica esta perfeita conjugação. O direito falimentar – tanto o português como o de outros ordenamentos jurídicos – assenta na ideia que estes direitos estão *sempre* associados a um crédito e, conseqüentemente, os credores estarão sempre interessados em manter a solvência da empresa devedora e em maximizar o seu valor ou que, no processo de insolvência, pretendem aprovar o plano que mais valorize a empresa. Esta premissa – válida para os casos típicos – não é absoluta: o destaque entre direitos de crédito e interesse económico é uma realidade difundida, ainda que pouco transparente⁸¹. A dissociação de direitos do lado do crédito⁸² e o seu impacto a nível do governo da dívida permanece uma área ainda por desenvolver e que merece cuidado estudo no âmbito em que nos situamos.

O aparecimento e difusão dos CDS – desde 2004 – suscitou um conjunto de estudos, essencialmente motivados pela apresentação, por Hu/Black⁸³, do pro-

⁸¹ Cf. HENRY HU/ BERNARD 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>.

⁸² Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA/MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Derivados... cit.,” pp. 49-109.

⁸³ “Equity and debt decoupling and empty voting II: importance and extensions”, *University of Pennsylvania Law Review* 156, 2008, pp. 625-739 (728 ss.) disponível em <http://ssrn.com>.

blema do *empty crediting*, segundo o qual os agentes económicos protegidos por CDS serão indiferentes à sobrevivência e solvência da empresa credora. Um credor totalmente protegido por derivados não terá interesse económico na empresa, já que, em situação de *default* receberá o que era devido pelo credor de referência, com a única diferença de a dívida ser saldada pelo vendedor de proteção⁸⁴ e não pela empresa insolvente. A votação de um plano de insolvência por um credor deste tipo estará, então, condicionada pela falta de interesse na sociedade.

Têm sido apontados alguns casos, tidos como paradigmáticos, da influência dos CDS no processo de insolvência: o caso *Marconi*, em que a empresa de telecomunicações inglesa tentou negociar com um sindicato de bancos, protegidos por CDS. A Marconi acabou por não conseguir fazê-lo, tendo de optar por um *debt for equity swap*, que, na essência, eliminou a força dos outros acionistas.

Um caso similar aconteceu com a *Mirant Corporation*, uma companhia de energia sediada em Atlanta, que teve também de recorrer à proteção do *chapter 11* depois de não ter conseguido negociar com os credores protegidos por derivados⁸⁵. O mesmo terá, alegadamente, acontecido nos casos *General Motors* e *Chrysler*.

Perante os estudos realizados pela doutrina americana, a ISDA, em 2009, alegando preocupações regulatórias, analisou o problema, concluindo que as conclusões a que Hu e Black haviam chegado não eram plausíveis. A argumentação da associação, na parte que para o nosso estudo assume relevância, é que os CDS não alteram o comportamento dos credores no processo de insolvência, uma vez que, sendo típica a liquidação física, esta basear-se-á no valor nominal no ativo,

⁸⁴ Por isso, um credor protegido poderá ter um maior incentivo a apresentar a empresa à insolvência, porque isso contará como um evento de crédito, em vez de promover a recuperação extrajudicial. Neste sentido, cf. HU/BLACK, "Equity... cit., II, p. 732. Note-se que após a aprovação do protocolo *big bang*, em abril de 2009 (disponível em www.isda.org), a reestruturação extrajudicial deixou de ser considerada um evento de crédito para efeito dos SNAC, pelo que, de acordo com o raciocínio dos autores seria mais compensador para o credor uma declaração de insolvência, que sendo um evento de crédito levará a que receba o total devido, do que uma reestruturação da dívida que implicará cedências da sua parte, nomeadamente quanto a prazos de pagamento. Esta ideia é apoiada por DANIS, "Do empty... cit., 4. Não nos parece, aliás, convincente a refutação da ISDA, que argumenta que antes da declaração de insolvência os credores protegidos poderão liquidar o CDS. Nesse caso, terão duas hipóteses: vender as obrigações pelo valor de mercado ou ficar com elas, sendo que em qualquer das situações terão interesse económico em promover a melhor situação da empresa.

⁸⁵ Estes exemplos são apresentados por BOLTON/OEHMKE, "Credit... cit., p. 3. Os autores apresentam uma tabela de casos em que consideram nítida a influência dos CDS na alteração do comportamento dos credores perante a empresa em situação de insolvência ou insolvência iminente (pp. 4 e 5).

que dependerá da sua cotação no mercado⁸⁶. Ora, na concepção da ISDA este fator levará os credores a promoverem a saúde económica da empresa a qualquer custo.

Não nos parece, porém, convincente a refutação que a ISDA faz do fenómeno. Por ser uma área que tem de ser objeto de atentos estudos económicos (tal como têm surgido nos últimos meses), não entraremos na questão de saber se a hipótese do “credor vazio” é ou não uma realidade. Apenas sabemos que, estando a ser ponderada a sua existência, devemos encontrar mecanismos para fazer face a potenciais abusos que resultem desta situação. Ora, a argumentação da ISDA de que o comportamento dos credores não será diferente no processo de insolvência caso estejam protegidos por derivados não nos parece proceder. Vejamos. Um credor protegido por um CDS poderá votar favoravelmente um plano de recuperação de uma empresa que não é economicamente viável, de forma a transmitir ao mercado uma ideia errada da sua situação económica e, com isso, conseguir defraudar os mecanismos da liquidação física. Além de que não nos podemos esquecer que, para além de existirem casos em que o credor não tenha interesse económico na empresa, poderá ainda suceder que o interesse detido seja negativo, ou seja, que os credores lucrem com a falência da empresa. Isto sucederá, tipicamente, em situações de *over hedging*, em que os credores tenham celebrado um maior número de CDS do que o ativo subjacente que detêm. Nestas situações, a refutação apresentada pela ISDA também não encontrará arrimo. O problema é, portanto, tudo leva a crer, um problema real.

§ 2.º Esvaziamento do direito de voto: uma solução para o *empty voting*?

1. *Situações paradigmáticas: os casos Mylan-King (2004) e Children’s Investment Group-CSX (2008). Celebração de um equity swap e transferência dos resultados negativos sem perda de titularidade do direito de voto (posição curta, interest leg)*

Tomemos como exemplo o caso *Mylan*, paradigmático na matéria. 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

⁸⁶ Cf. DAVID MENGELE, *ISDA research notes*, n.º 3, 2009, p. 12.

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*⁸⁷. 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 titular da posição curta ou *interest leg, i.e.*, tem mais votos na *Mylan* do que interesse económico, enquanto que a sua contraparte fica titular da posição longa, *long leg* ou *equity leg*, ou seja, 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 para segurar um risco de descida de cotações que se adivinha quase certo? O 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 *Kings* 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 *Kings* 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, dir-se-á, utilizando a terminologia de Hu e de Black⁸⁸, que 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

⁸⁷ Um *swap* ou contrato de permuta financeira é um contrato pelo qual as partes se obrigam ao pagamento recíproco e futuro de duas quantias pecuniárias, na mesma moeda ou em moedas diferentes, numa ou várias datas predeterminadas, calculadas por referência a fluxos financeiros associados a um ativo subjacente, geralmente uma determinada taxa de câmbio ou juro. A definição é de ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos...* cit., p. 167. São tipicamente derivados de mercado de balcão. O *equity swap* é aquele contrato em que uma das séries de pagamentos é determinada pela taxa de retorno de um determinado ativo subjacente como uma ação.

⁸⁸ Cf. Henry Hu/ Bernard Black, “Empty voting and hidden ownership: taxonomy, implications, and reforms”, p. 12 ss., disponível em <http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/PM-6-Bus-Law-Hu-Black.pdf>.

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 inútil quando o negócio foi abandonado por problemas de contabilidade na *King*⁸⁹.

Este caso, apesar de ser comumente apresentado como exemplo prototípico dos problemas de cisão entre titularidade económica e voto, está muito longe de ser inédito. Vários outros exemplos existem. Outro caso frequentemente citado, de 2008, é o *CSX Corp. V. Children's Investment Fund Management*, em que 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, tendo procurado eleger uma minoria de candidatos para a administração da *CXS* na assembleia anual. A ação proposta tinha em vista, designadamente, impedir este exercício do voto. Em primeira instância, o District Court entendeu, com razão, que a contraparte no contrato de *equity swap* normalmente vota no sentido dos interesses dos clientes, em prol das boas relações comerciais e concedeu a injunção contra o voto. Seguiram-se múltiplos recursos. Em julho de 2012, quando saiu a decisão do *Appeal Court* do *Second Circuit*, esperava-se que se pronunciasse definitivamente sobre o problema de saber se a parte longa num contrato de *equity swap* com retorno absoluto pode ser considerada titular económico das ações detidas pela parte longa para efeitos das obrigações de transparência da secção 13(d) Exchange Act. Todavia, o tribunal recusou expressamente tratar esta questão, apontando a falta de acordo no painel de três juizes. O juiz Winter, em especial, emitiu uma opinião expondo a sua posição no sentido de estes contratos de *equity swap* não conferirem por si a *beneficial ownership* porque os acordos não atribuíam aos fundos o poder direto de voto ou o poder de disposição das ações compradas pelas contrapartes, além

⁸⁹ Para uma explicação do caso, cf. HENRY HU/ BERNARD BLACK, "Empty... cit., pp.15 ss., ANDREW ROSS SORKIN, "Nothing ventured, everything gained", N.Y. Times, 2 de dezembro de 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.

de que não representavam qualquer esquema proibido para defraudação da regra de transparência apontada.

Este caso torna, assim, especialmente evidentes as dificuldades colocadas pelo tema.

2. *Estratégia especulativa da parte com a posição longa (equity leg): as vendas a descoberto (short selling) e problemas conexos. Opções regulativas*

Cabe considerar, neste contexto, o papel das vendas a descoberto das ações da contraparte de que não é titular (*naked short selling*).

A venda “curta” ou a “descoberto” de valores mobiliários – correntemente apelidada como *short selling* – corresponde a uma venda realizada sobre valores mobiliários de que o vendedor não é titular no momento em que é executada a ordem de venda. Este fenómeno justifica-se face à dilação temporal entre a data do negócio em mercado e a data da liquidação física e financeira⁹⁰. As vendas a descoberto podem assumir a modalidade de *naked short selling*, se não existir negócio de cobertura na data da alienação⁹¹, ou *covered short selling*, caso a operação a descoberto esteja assegurada por um negócio jurídico que atribui a titularidade temporária ao ordenador e o constitua numa obrigação de restituir esses instrumentos, como acontece nas situações de empréstimo ou mútuo dos valores mobiliários. Esta prática tem-se tornado cada vez mais intensa com a atuação de alguns agentes de mercado, como os fundos com alavancagem ou os *hedge funds*.

A admissibilidade da venda a descoberto nem sempre foi pacífica. Se é certo que o Código Comercial admite a venda de bens alheios, desde que o vendedor fique obrigado a adquirir a propriedade da coisa vendida e a proceder à sua entrega ao comprador, sob pena de ter de indemnizar os danos causados (artigo 467.º CCom), o anterior artigo 354.º CCom, enquadrado no título VIII dedicado às operações de bolsa, determinava que a venda realizada através de operações de bolsa em mercado a contado ou a pronto não dispensava a disponibilidade imediata dos valores vendidos pelo ordenador⁹². Assim, apesar de as ações poderem ser objeto de dois negócios jurídicos diferentes – a venda comercial e as operações

⁹⁰ Como nota PAULA COSTA E SILVA, *As operações de venda a descoberto de valores mobiliários*, Coimbra, 2009, pp. 29 ss., também nos mercados a prazo podem ocorrer operações a descoberto, que tomam por referência os valores mobiliários, mas que não são diretamente realizados sobre eles. O investidor cobrirá uma opção de venda com uma opção de compra do mesmo valor mobiliário. Fica com uma posição sintética, que resulta nas mesmas vantagens que uma operação de venda a descoberto no mercado a contado.

⁹¹ O *naked short selling* pode revestir a modalidade de *short squeeze* quando o alienante adquira os valores em mercado para cobrir as suas posições curtas. Cf. PAULO CÂMARA, *Manual...* cit., p. 485.

⁹² No mesmo sentido dispunha o artigo 6.º do Decreto-Lei n.º 8/74, de 14 de janeiro.

na bolsa –, se fossem vendidas em mercado a contado, apesar de ser um contrato comercial, a especialidade da venda deveria implicar a disponibilidade dos valores no momento da execução da ordem. Também o Código do Mercado dos Valores Mobiliários, de 1991, proibia a *short sale*⁹³, solução que foi abandonada em 1999, com o Código dos Valores Mobiliários, perante a inevitabilidade de se reconhecer que as vendas a descoberto, ao aumentarem a liquidez do mercado, contribuem para uma mais regular formação dos preços. O bloqueio de valores mobiliários a alienar passou a ser facultativo (artigo 72.º, n.º 2, CVM), ao mesmo tempo que o artigo 326.º, n.º 2, alínea *a*), CVM admite que sejam aceites ordens mesmo que o ordenador não faça prova da disponibilidade dos valores mobiliários a alienar, apesar da obrigação que recai sobre o intermediário de verificar a legitimidade do ordenador [artigo 325.º, alínea *a*), CVM]⁹⁴⁻⁹⁵. O regime passa a basear-se num controlo de legitimidade que se funda na confiança dos diferentes intervenientes nas operações de venda.

Pode questionar-se como é possível a venda *short*. Este mecanismo apenas funciona como resultado do desfazamento entre sistemas de negociação e de

⁹³ O CdMVM proibia a venda a descoberto em mercado regulamentado ao exigir a titularidade de uma quantidade de valores a alienar – apesar da sua fungibilidade – pelo menos idêntica àquela que constava da ordem de venda, caso contrário esta não poderia ser executada. O artigo 410.º, n.º 2, CdMVM determinava que apenas podiam ser objeto de operações a contado os valores que o comitente tivesse legitimidade para dispor na data da ordem. Assim, o corretor não podia dar execução a ordens de venda em mercado a contado sem que o ordenador lhe tivesse entregado os valores titulados a transacionar, caso estes não estivessem depositados em intermediário autorizado (artigo 410.º, n.º 3, CdMVM). Se a ordem fosse dada ao corretor pelo intermediário financeiro, junto do qual estivesse sedada a conta de registo (no caso de valores titulados) ou de depósito (no caso de valores escriturais), a ordem pode ser executada sem que tenham de ser cumpridos procedimentos de controlo. Sempre se poderia pensar que entre a data da ordem e a da liquidação poderiam ser alienados os valores mobiliários. Porém, o artigo 68.º, n.º 2, CdMVM impunha ao intermediário financeiro o dever de proceder ao bloqueio dos valores relativamente aos quais fora dada a ordem de venda. Era o sistema de registos que impedia a dupla alienação, que apenas poderia resultar e uma situação de concorrência entre vendas em mercado e fora do mercado. Mas a lei não ignorava esta possibilidade, resolvendo este problema ao estabelecer a prioridade da venda realizada fora de mercado (artigo 68.º, n.º 2, CdMVM).

⁹⁴ Dando nota desta evolução no que respeita às limitações do *short selling*, cf. PAULA COSTA E SILVA, *As operações...* cit., pp. 43 ss. e PAULO CÂMARA, *Manual...* cit., pp. 485 ss. Este Autor salienta que o regime atual se baseia, fundamentalmente, no critério do intermediário financeiro, como “válvula de escape do sistema”, uma vez que, se o cliente não fizer prova da disponibilidade dos valores mobiliários a alienar, pode haver recusa de execução da ordem (artigo 362.º, n.º 2, al. a)), ao que acresce a possibilidade e o intermediário financeiro exigir o bloqueio. A recusa de bloqueio pode fundar uma recusa de execução da ordem (artigo 362.º, n.º 2, al. b)).

⁹⁵ A admissibilidade da alienação de valores ainda não emitidos e negociados em *grey market* (artigo 232.º, n.º 2, CVM) pode ser tomada como lugar paralelo quando se discute a venda curta. Nesse sentido, cf. PAULO CÂMARA, *Manual...* cit., p. 486.

liquidação. Os valores são vendidos e comprados, mas isso não significa que sejam imediatamente creditados na conta do ordenador final ou que sejam imediatamente pagos. Estas são obrigações complementares, destinadas ao cumprimento de obrigações equivalentes às de vendedor – entregar a coisa – e de comprador – pagar o preço⁹⁶ – que ocorrem em momento posterior ao da negociação e através de sistemas autónomos, destinados à liquidação. A liquidação física, que consiste na disponibilização dos valores, ocorre passados três dias sobre a negociação. É isto que resulta do Regulamento da CMVM n.º 5/2007 (artigos 11.º e 12.º), bem como do Regulamento Interbolsa n.º 3/2004. A liquidação financeira, consistente no pagamento do preço, ocorre, caso seja possível, em simultâneo com a liquidação física ou um dia depois desta. Ora, estes três dias que medeiam 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.

Assim, em paralelo às vantagens da venda a descoberto, apresenta-se a utilização do *short selling* acompanhada de expedientes para baixar os preços dos instrumentos financeiros visados. A divulgação de falsos rumores sobre a sociedade visada, ao mesmo tempo que se entra em operações de venda curta de ações emitidas pela sociedade em causa, pode levar a uma descida das cotações das ações, tornando estas operações de vendas curtas rentáveis. Imaginemos que o *hedge fund x* vende, por €100, a descoberto, ações da empresa *y*, ao mesmo tempo que desencadeia no mercado a suspeita da insolvência iminente da empresa. As cotações da empresa *y* descerão no mercado, permitindo ao *hedge fund x* comprar ações dessa sociedade por €10. Terá de entregar essas ações ao comprador inicial, tendo com a operação um lucro de €90⁹⁷⁻⁹⁸.

Para além das finalidades especulativas inerentes à venda *short*, cria-se o evidente risco de incumprimento da entrega de valores correspondentes àqueles que foram vendidos a descoberto. Semelhante incumprimento implicará a obrigação de reverter todas as operações realizadas e a liquidar nesse dia. É que, na venda em mercado regulamentado, nunca se conseguirá apurar a que vendedor deveriam ter sido entregues os valores. Não é possível encontrar contrapartes com obrigações

⁹⁶ 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., pp. 34-38.

⁹⁷ A operação poderá preencher o ilícito típico previsto pela norma do artigo 379.º CVM, *i.e.*, crime de manipulação de mercado.

⁹⁸ Tem-se acusado a *short sale* de ser um dos fatores que contribuíram para a crise financeira, o que explica a regulação restritiva das vendas curtas que veio a ser adotada. Cf. PAULO CÂMARA, “Medidas regulatórias adoptadas em resposta à crise financeira: um exame crítico”, em *Direito dos valores mobiliários*, vol. IX, Coimbra, 2009, pp. 71-113 (81 ss.).

simétricas e sinalagmáticas⁹⁹. Porém, a liquidação está garantida por lei, pelo que três mecanismos poderão ser acionados em caso de incumprimento da obrigação do vendedor. Em primeiro lugar, os participantes que podem dar ordens de transferência de valores são responsáveis pelos danos provocados pelo incumprimento das obrigações de entrega decorrentes das ordens que introduzem no sistema de negociação. Em segundo lugar, existem procedimentos de substituição, que são desencadeados pela entidade gestora do sistema ou pela contraparte central, quando exista. A entidade gestora do sistema pede emprestados os valores mobiliários a liquidar ou recompra os valores não entregues (artigo 280.º CVM). Por fim, o intermediário financeiro será responsável perante os ordenadores pela entrega dos instrumentos financeiros [artigo 334.º, n.º 1, alínea *a*), CVM].

De forma a evitar estas situações, têm-se desenvolvido estratégias proibitivas de *short selling*.

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

⁹⁹ Cf. PAULA COSTA E SILVA, *As operações...* cit., pp. 39 ss.

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 possível¹⁰⁰. 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 de ter 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.

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 aquelas definidas *supra*, mas também pela punição dos agentes que as violem 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 em informação clara e transparente, esta poderá ser, pela sua origem, natureza e função, em certos momentos, reservada a um círculo limitado de pessoas, ficando, apenas mais tarde, acessível ao público em geral. 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 preços¹⁰¹. Uma divulgação rápida e leal da informação ao público reforça a integridade do mercado, ao passo que

¹⁰⁰ 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>, pp. 21 ss., que analisa os casos Bear Sterns, Lehman, Merrill e AIG.

¹⁰¹ 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 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. É com este objetivo que 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 que seja utilizada. 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 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 preço¹⁰².

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 pelo mercado nessa altura produziria uma*

¹⁰² Cf. CESR/06-562b.

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 CESR – atual ESMA –, 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 certeza¹⁰³. Numa tentativa de densificar o conceito *price sensitive*, a CMVM aponta alguns fatores que devem 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 causa¹⁰⁴. 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.

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*”. Na realidade, 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 secundários¹⁰⁵, ainda existem cinco Estados-Membros que não

¹⁰³ Cf. CESR/06-562b.

¹⁰⁴ 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 sobre os 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.

¹⁰⁵ 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.

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 esses 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*”¹⁰⁶, 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 civil¹⁰⁷.

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 CVM. A tentativa de cometer qualquer um destes crimes também deverá ser punida. A instigação, auxílio e cumplicidade devem igualmente ser sancionados, por imposição do artigo 4.º, o que exigirá uma transposição deste ponto para o direito português. Apenas não se punirá como tentativa o crime de divulgação indevida de informação privilegiada e de difusão de informações 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 CP). Neste ponto, não será 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 do agente, 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 relacionados¹⁰⁸.

¹⁰⁶ Cf. COM (2011) 573 final.

¹⁰⁷ Cf. COM (2011) 654 final.

¹⁰⁸ 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

As grandes novidades da revisão da DAM são, 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*. As restantes alterações introduzidas pela Diretiva terão mais impacto nos países onde as atuações contra o mercado ainda não sejam penalizadas criminalmente¹⁰⁹.

Paralelamente, também a DMIF se encontra em revisão. Esta revisão, três anos após a sua entrada em vigor, tem em vista a construção de um sistema financeiro mais transparente e estável, respondendo às necessidades tornadas evidentes pela crise financeira e surge em reação 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*, considerada 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.

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). 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 violação do dever de elaborar esta lista constitui uma contra-ordenação muito grave (artigo 394.º, n.º 1, al. i), CVM). O não cumprimento do dever de enviar a lista à CMVM será uma contra-ordenação grave (artigo 389.º, n.º 3, al. c), do CVM), sem prejuízo de lhe poder corresponder uma infração mais grave em função das particularidades do caso concreto.¹⁰⁹ Já o Decreto-Lei n.º 52/2006, que transpôs para o direito nacional a DAM, não resultou em 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; 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 os vários ordenamentos jurídicos, cf. PAULO DE SOUSA MENDES, “A adaptação do direito português à Diretiva sobre o Abuso de Mercado, em Direito dos valores mobiliários”, vol. VIII, Coimbra, 2008, pp. 201-212 (206).

Entre outros aspetos, a proposta de revisão da DMIF (DMIF II)¹¹⁰ 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)¹¹¹, já previstos na DMIF I, sem prejuízo de os últimos serem agora objeto de algumas medidas de clarificação. São, 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 eletrónicas 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 transações¹¹², que entretanto originou o Regulamento n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de julho de 2012. Tratou-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.

¹¹⁰ 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].

¹¹¹ No direito português, cf. ISABEL VIDAL, *Internalização sistemática*, em AAVV, *Direito dos valores mobiliários*, vol. IX, Coimbra, 2009, pp. 221-245.

¹¹² COM (2010) 484.

A nova abordagem regulativa 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 reduz 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 contraparte¹¹³.

No que respeita às regras de transparência propriamente ditas¹¹⁴, não são propostas modificações significativas quanto ao regime de transparência prévia às operações, mas são tomadas medidas para disciplinar as isenções e combater as plataformas privadas de negociação em que não são divulgadas as transações ocorridas (*dark pools*¹¹⁵), 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. Além disso, 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 preços¹¹⁶. 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*.

¹¹³ 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>.

¹¹⁴ 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.

¹¹⁵ 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.

¹¹⁶ Cf. PETER KRATZ/TORSTEN SCHOENEBORN, “Optimal Liquidation in Dark Pools” (13-abr.-2012). EFA 2009 Bergen Meetings Paper, disponível em <http://ssrn.com>.

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 negócios¹¹⁷, enquanto a pergunta surge sobre se as novas regras europeias não irão ter mais consequências negativas do que positivas. A discussão ultrapassa naturalmente, porém, o âmbito desta análise.

Em Portugal, a CMVM antecipou-se à iniciativa europeia, que tem sido apelidada como um “tsunami regulativo”¹¹⁸, levada a cabo através da Diretiva Transparência, adotando uma série de medidas que visam aumentar a transparência e a confiança nos mercados, indo, até, em alguns pontos, mais além que 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 Comité Europeu de Reguladores e Supervisores dos mercados de instrumentos financeiros (CESR) de um parecer técnico à Comissão Europeia sobre a adoção de regras relativas a um regime europeu de transparência sobre posições curtas relativas 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 estende-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,

¹¹⁷ 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.

¹¹⁸ Cf. PETER O. MÜLBERT, “Regulierungstsunami im europäischen Kapitalmarktrecht”, *ZHR*, 176, 2012, pp. 369-379.

porém, a partir da Instrução n.º 1/2008¹¹⁹, 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 margem¹²⁰. Apesar de o empréstimo implicar a transferência de titularidade, reconhecemos, com Paula Costa e Silva¹²¹, 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 financeira¹²², em que a titularidade do ativo é, também, precária e implica a obrigação

¹¹⁹ Revogada pela Instrução n.º 1/2009.

¹²⁰ 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 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.

¹²¹ *As operações...* cit., pp. 30 ss.

¹²² 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...* cit., pp. 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.

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. Na realidade, 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 desapossamento¹²³ e poderá ter sido convencionada a concessão ao beneficiário da garantia de um direito de disposição¹²⁴ 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*

¹²³ 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 pignoratício 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, n.º 2, b) e n.º 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, n.º 1, do CVM). Cf., sobre a forma de constituição do penhor de ações, TIAGO SOARES DA FONSECA, *O penhor...* cit., 65 ss.

¹²⁴ 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, n.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 nos 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...* cit., 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.

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 obrigações complementares, destinadas ao cumprimento de obrigações equivalentes às de vendedor – entregar a coisa – e de comprador – pagar o preço¹²⁵ – que ocorrem em momento posterior ao da negociação e através de sistemas autónomos, destinados à liquidação. A liquidação física ocorre passados três dias sobre 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, enquanto a liquidação financeira, consistente no pagamento do preço, ocorre, 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 é possível encontrar contrapartes com obrigações simétricas e sinalagmáticas¹²⁶. 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

¹²⁵ 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.

¹²⁶ Cf. PAULA COSTA E SILVA, *As operações...* cit., 39 ss.

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, 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, n.º 3. De um modo geral, correspondem a situações em que as decisões de gestão de diferentes pessoas jurídicas sejam tomadas, de forma direta ou indireta, pela mesma entidade e correspondam à mesma estratégia.

Entende-se por interesse a descoberto relevante a detenção de qualquer título, direta ou indiretamente, de qualquer 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, n.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 giram 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, n.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.

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 para esta proibição, que vai contra o regime legal de legitimidade de emissão de ordens de venda sem valores mobiliários disponíveis para a entrega [artigo 326.º/2, a), do CVM]¹²⁷.

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 alteram 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 direito¹²⁸.

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 instrumentos financeiros com efeito económico similar à detenção de ações que não gera autonomamente imputação de direitos de voto, detidos diretamente ou por terceiros que se encontrem em alguma das situações previstas no n.º 1 do

¹²⁷ Para PAULO CÂMARA, *Manual...* cit., 488, a legalidade da Instrução n.º 2/2008 “permanece ensombreada em dúvidas”.

¹²⁸ 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*”.

artigo 20.º do CVM. Será o casos dos contratos diferenciais, dos *swaps*, opções, futuros e contratos a prazo com liquidação financeira (artigo 2.º-A).

A CMVM foi ainda mais longe nas 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 regulamentado¹²⁹ e são utilizados para operações ilícitas. Por isso se considera que é 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) que, para além de consagrar os deveres de informação que recaem sobre os intermediários financeiros e das entidades gestoras de mercados regulamentados ou de sistemas de negociação multilateral, pretende tornar céleres os procedimentos de envio de informação, facilitando o acesso à *extranet* onde deve ser entregue a informação.

3. *Soluções para o esvaziamento do voto*

3.1. *Questão prévia: um problema real?*

Apesar de o esvaziamento do voto ter entrado claramente na discussão jurídica, a verdade é que continua a colocar-se a dúvida prévia de saber se existe realmente um problema carente de resolução, sobretudo porque, mesmo para quem reconheça, em geral, as dificuldades suscitadas pelos instrumentos que estudamos, haverá que admitir que, pelo menos em certos casos, a possibilidade de obter mais votos do que interesse é benéfica: é o que acontece quando permite aos investidores ativistas obter votos para conseguir destituir uma administração incompetente ou quando os sujeitos mais informados ganham maior impacto numa votação.

Assim, nem sempre o *empty voting* é visto como um fenómeno pernicioso. Kobayashi/Ribstein consideram mesmo que o *empty voting*, a que chamam *outsider trading*, constitui um incentivo para que os negociantes giram e negociem com base em informação socialmente produtiva (teoria dos incentivos do *outsider*

¹²⁹ Apenas se excluem deste dever os derivados com múltiplos ativos subjacentes, a não ser que estes tenham sido emitidos pelo mesmo 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.

trading). Desde que esta não tenha sido obtida através de meio ilícito, deveria ser compensada. Se os negociantes não pudessem negociar no mercado de instrumentos financeiros de acordo com a informação de que dispõem, ficariam impedidos de internalizar os benefícios das suas atividades, o que levaria à sua sub-produção. Em especial, os *outside traders* teriam um importante efeito disciplinador nas empresas precisamente por negociarem com base em informação negativa, tanto por venderem ações da empresa, como por negociarem ações de empresas relacionadas¹³⁰. Também Christoffersen *et alii* entendem que a compra do voto pode desempenhar o papel socialmente benéfico de incorporar mais informação nos votos¹³¹. Por seu lado, Brav/Mathews, por exemplo, consideram que os *traders* estratégicos que ajustam a sua titularidade económica podem melhorar a eficiência global, apesar de, por vezes, levarem a cabo vendas curtas após a *record date* e depois votarem em termos de fazer reduzir o valor da empresa. Outros comentadores poderiam ser mencionados.

Ora, perante as dúvidas sobre as práticas de voto sem interesse económico correspondente e para sondar os intervenientes no sector sobre medidas concretas a adotar, a ESMA lançou, a 14 de setembro de 2011, uma “*call for evidence*”¹³², em que convidou os participantes no mercado a apresentarem as suas opiniões e sugestões sobre o fenómeno do *empty voting*. A conclusão da ESMA foi no sentido de que inexistente suficiente fundamento para justificar uma ação a nível europeu. Mais concretamente, na sua declaração de *Feedback*, de 29 de junho de 2012¹³³, são as seguintes as conclusões avançadas:

- As formas mais frequentes pelas quais ocorre o esvaziamento do voto são a votação com base em ações emprestadas e o exercício do voto quando as ações foram alienadas entre a *record date* e a data da assembleia geral.
- Os participantes na consulta pública acreditam, quase sem exceção, que as práticas de *empty voting* existem mas consideram que é difícil medir a sua frequência e extensão.
- Em geral, os intervenientes apontam possíveis problemas de transparência e governo societário mas um dos participantes considerou que podiam existir melhorias no processo de tomada de decisões em assembleia geral quando

¹³⁰ Cf. LARRY E. RIBSTEIN/ BRUCE H. KOBAYASHI, *Outsider Trading as an Incentive Device*, U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE06-009; George Mason Law & Economics Research Paper No. 06-16; UC Davis Law Review, November 2006. Disponível em <http://ssrn.com>, p. 25.

¹³¹ Cf. 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>.

¹³² Disponível em http://www.esma.europa.eu/system/files/2011_288.pdf.

¹³³ Disponível em <http://www.esma.europa.eu/sl/system/files/2012-415.pdf>.

o comprador do voto estivesse mais informado sobre os assuntos a discutir do que o vendedor e os seus interesses fossem coincidentes.

- A ESMA entende que as consequências negativas mais relevantes do *empty voting* se situam ao nível da transparência, apesar da pouca informação obtida sobre esta prática, e, sobretudo, quando os investidores votam no “sentido errado” por razões de especulação, fazendo prevalecer o seu interesse sobre o interesse da maioria dos acionistas.
- A ESMA aponta a extrema dificuldade em definir o fenómeno, bem como a falta de dados relevantes para justificar uma intervenção a nível europeu, para além da existência de mecanismos ao nível nacional que podem mitigar o fenómeno.

Não obstante estas conclusões, a verdade é que o problema do esvaziamento do voto é um problema real: o facto de eventualmente inexisterem as condições necessária para uma intervenção a nível europeu nada muda. O certo é que a regulação europeia também não evita o fenómeno. Conforme se pode ler na referida declaração de *feedback* da ESMA, estão em causa, sobretudo, a Diretiva Transparência, a Diretiva das OPAs e a Diretiva dos direitos dos acionistas:

- A ESMA sublinha a importância que a Diretiva Transparência pode ter, na medida em que as práticas de *empty voting* podem ser descobertas e determinar que se atinja o limiar dos artigos 9.º e ss., gerando a obrigação de divulgação. Acresce que a Diretiva está em curso de revisão, no sentido de obrigar à divulgação de instrumentos com efeitos económicos similares à detenção de ações: apesar de a proposta estar feita de modo a resolver os problemas de titularidade oculta, pode ler-se no documento de avaliação do impacto que “*através da melhor informação do mercado sobre os titulares de interesses económicos nas ações, esta opção ajuda a identificar titulares de direitos de voto sem interesse económico correspondente nas ações (empty voting) e que consequentemente podem usar o seu voto em detrimento da empresa em que investiram*”.
- Também a Diretiva das OPAs tem impacto no problema, visto poder suceder que não exista alinhamento entre os direitos de voto e o interesse económico no contexto de uma oferta pública de aquisição. Pode, assim, ler-se no documento da ESMA que existem fortes razões para exigir que pessoas relacionadas com os oferentes ou com a empresa-alvo, ou que tenham interesse significativo em ativos destas empresas, divulguem publicamente as respetivas transações e posições em ativos relevantes, incluindo tanto posições longas como curtas. No Reino Unido, o *Takeover Panel* refere a necessidade de mais mecanismos de *disclosure*. A ESMA remete, neste contexto, para a futura publicação do estudo externo sobre a Diretiva das OPAs e para o relatório da Comissão sobre a aplicação desta.

- Há que contar também com a Diretiva dos direitos dos acionistas (2007/36/CE) sobre o problema da *record date*.
- A proposta de diretiva sobre instrumentos financeiros, em curso de preparação, que deverá tomar em consideração a harmonização do conceito de titularidade (*ownership*) nos vários Estados membros, visando, em última instância, permitir ao *ultimate account holder* exercer os direitos inerentes aos ativos.
- A regulação do *short selling*, levada a cabo pelo Regulamento n.º 236/2012, de 14 de março de 2012, segundo a ESMA, pode ajudar a resolver alguns problemas ligados ao *empty voting* em que a pessoa tem um interesse negativo, em virtude das novas regras de divulgação de posições curtas. Considerando o limiar de 5% fixado para a obrigação de comunicação, o emitente disporá – na visão deste organismo – de uma visão transparente sobre os votos que estarão a ser exercidos na assembleia geral por pessoas com interesse negativo no emitente.

Não obstante este conjunto de regras, a verdade é que o problema não é por elas resolvido nem deixa de existir, ainda que se possa compreender a falta de bases para se avançar, neste momento, para propostas de solução a nível europeu mais aprofundadas. Cabe, entretanto, à doutrina indagar *de jure condendo* as melhores soluções mas também estudar de que forma é possível, com os mecanismos vigentes *de jure condito*, evitar o desalinhamento de interesses decorrente do recurso aos instrumentos em estudo, sem eliminar os benefícios que podem decorrer da possibilidade de as partes mais informadas obterem maior impacto na votação, com eventuais efeitos benéficos. Assim, a conclusão segundo a qual não deve avançar-se para uma regulação europeia do problema especificamente dirigida ao fenómeno do esvaziamento do voto não retira interesse à análise que nos propusemos realizar, antes faz aumentá-lo. Caberá, na realidade, à doutrina e à jurisprudência ir lidando com o fenómeno.

3.2. Resolução do problema por via da transparência?

É controversa a conveniência das regras de transparência para lidar com o problema do exercício do voto sem interesse económico correspondente. São, no entanto, várias as propostas nesse sentido, com contornos diversos.

Por exemplo, o *European Corporate Governance Forum*, entretanto desmantelado, emitiu, em 2010, um declaração sobre o tópico do esvaziamento do voto (*Statement on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions*¹³⁴), em que recomendava

¹³⁴ Disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_empty_voting_en.pdf.

a introdução de uma presunção no direito societário segundo a qual os acionistas que participam na assembleia geral têm um interesse económico correspondente nas ações que votam. Consequentemente, deveria vigorar a regra segundo a qual os acionistas que mantenham um título legal sobre as ações e que exercem o voto a elas inerentes mas que cederam, no todo ou em parte, o interesse económico devem divulgar essa circunstância ao mercado a partir de determinado patamar. Também o (então) CESR formulou uma proposta no sentido de alargar as regras de transparência na matéria (2010)¹³⁵. Na doutrina, não faltam igualmente propostas para lidar com o *empty voting* através de um reforço das regras de transparência. É o caso de Hu/Black¹³⁶ que propõem uma série de medidas tendentes a promover a divulgação a curto prazo, a par de estratégias a longo prazo assentes na limitação das situações de votos vazios de Michael C. Schouten¹³⁷, que estudando o problema do voto vazio, aponta como objetivo das regras de transparência a promoção da eficiência do mercado e do governo societário: criando transparência na estrutura de voto e nas suas mudanças, estas regras permitem aos investidores antecipar custos de agência e avaliar as respetivas implicações no valor da empresa, além de que passam a ser conhecidos os interesses económicos a ela ligados. Este último autor não deixa, porém, de reconhecer que lança mais questões do que respostas e que muitos problemas ficam em aberto, Também a recente evolução legislativa ao nível europeu, de que temos dado nota, *maxime* no que respeita às regras sobre *short selling*, vai no sentido de favorecer a divulgação das situações em que o voto passa a não ter associado interesse económico, com os riscos inerentes.

Porém, se as regras de transparência são importantes – não obstante as críticas de que são objeto, como adiante veremos – a verdade é que são insuficientes para assegurar o alinhamento de interesses e evitar os apontados custos de agência horizontais. O exercício do voto sem interesse correspondente tem de ser tratado não apenas num plano de divulgação ou transparência, mas também num plano substantivo¹³⁸.

¹³⁵ *CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*, de fevereiro de 2010). Disponível em http://www.esma.europa.eu/system/files/09_1215b.pdf

¹³⁶ Cf., *v.g.*, “Empty voting and hidden ownership ...cit., pp. 48 e ss.

¹³⁷ “The case for mandatory ownership disclosure”, 15 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 127-182 (2010), disponível em <http://ssrn.com>.

¹³⁸ Como apontam HU/BLACK, “Empty voting and hidden ownership... cit., p. 60, no caso do votos vazios, as regras de transparência não serão mais do que um primeiro passo para a solução do problema.

3.3. *Necessidade da adoção de soluções substantivas*

3.3.1. Panorama geral. A solução de Martin-Partnoy em especial: limitação do exercício do direito de voto

A necessidade de adoção de soluções substantivas para evitar o esvaziamento do voto e as consequências daí advinentes é, quanto a nós, clara. Pode tratar-se de soluções a dois níveis: por um lado, pode pensar-se em proibir os mecanismos que criam situações de votação sem interesse económico correspondente – caso em que haverá que apreciar a eficácia das medidas e o impacto a nível mais geral do sistema financeiro –; por outro lado, seria possível ponderar uma proibição geral de exercício do voto quando falte esse interesse ou, mais limitadamente, reagir perante situações concretas de exercício do voto.

Um dos principais mecanismos que permite a cisão entre propriedade económica e voto é o empréstimo de ações. Há tendencialmente consenso no sentido de que não deve ser permitido o empréstimo de ações com vista ao exercício do voto. Problema é saber como evitar essa prática e se o voto deve ser atingido¹³⁹. O *European Corporate Governance Forum* ponderou, designadamente, a hipótese de os votos emitidos sem interesse económico serem declarados nulos, mas acabou por não fazer semelhante recomendação. O empréstimo de ações ou outros ativos desempenha um papel relevante no funcionamento dos mercados financeiros pelo que não deveria ser vedado. Mesmo a empresa deveria poder emprestar as suas ações próprias, desde que o contrato estipule que o mutuário fica impedido

¹³⁹ A matéria é tratada em diversos Códigos de Boas Práticas. Pode ler-se no *ICGN Securities Lending Code of Best Practice* (2007), disponível em <https://www.icgn.org/best-practice>, que “constitui má prática pedir ações emprestadas com o propósito de exercício do voto. Os mutuantes e os seus agentes devem, portanto, desenvolver os seus melhores esforços para evitar estas práticas. Os mutuários têm todo o direito de vender as ações que compraram. Igualmente, o adquirente subsequente tem todo o direito de exercer o voto. No entanto, o exercício do voto por um mutuário que tem, em virtude de um contrato privado, apenas um interesse temporário nas ações, pode distorcer o resultado da assembleia geral, destruir o processo de governo e, em última análise, minar a confiança no mercado”. No *Isla Securities Lending and Corporate Governance* (2005), também se refere que “as ações não devem ser emprestadas para o exercício do voto”, por permitir a obtenção de uma percentagem de voto sem relação com os interesses e riscos económicos na sociedade. O *Securities Borrowing and Lending Code of Guidance* (2009), da *Securities Lending and Repo Committee*, em conjugação com o *Securities Lending: Agent Disclosure Code of Guidance*, disponível em <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/gilts/stockborrowing.pdf>, estabelece que *qualquer pessoa pode pedir emprestadas ações tendo em vista exercer o voto e influenciar a decisão numa determinada assembleia geral da empresa considerada. Existe, contudo, consenso no mercado no sentido de que as ações não devem ser emprestadas com o único propósito de exercer o voto. Os mutuantes devem considerar as suas responsabilidades ao nível do governo societário antes de emprestarem ações por períodos em que vão ter lugar assembleias gerais.*

de votar com essas ações, devendo assegurar que idêntica restrição se aplique a adquirentes posteriores. Acresce que a sociedade deve divulgar, antes da assembleia geral, em que medida emprestou a terceiros as suas ações.

Parece-nos claro que qualquer solução que interfira na utilização dos derivados e outros instrumentos financeiros deve ser evitada, em virtude do impacto que necessariamente tem nos mercados. Acresce que o nosso objetivo é, como dissemos, determinar como lidar com o problema do esvaziamento do voto no direito vigente, ao invés de levar a cabo discussões de política legislativa, que careceriam de um estudo de base económica mais profundo. Importa, por isso, analisar até que ponto merecem acolhimento as soluções que passam por limitar o exercício do direito de voto quando os titulares das ações não disponham de interesse correspondente.

A principal proposta de tipo substancial (e também a primeira) tendente a evitar as consequências negativas do voto sem titularidade económica foi formulada por Martin/Partnoy¹⁴⁰, para quem os acionistas com posições económicas curtas substanciais não deveriam ser autorizados a votar, em virtude dos riscos de resultados contrários ao interesse da sociedade. Inerentemente, os acionistas apenas poderiam votar na medida do seu interesse económico.

Além da crítica óbvia da dificuldade técnica de assegurar a proibição e de medir a titularidade económica¹⁴¹, mesmo substancialmente a solução não é, da nossa perspetiva, a melhor, já que levaria a limitar desproporcionalmente o voto, nomeadamente impondo tais limitações em hipóteses em que elas afinal não se justificariam. Esta solução, mais radical, peca precisamente por não distinguir em função das situações e por afinal não ponderar alternativas menos gravosas, que evitam – sempre que possível – restringir exageradamente o voto.

3.3.2. Solução proposta

3.3.2.1. Titularidade de *related non-host assets* inversamente relacionadas como presunção de existência de interesse económico negativo na *host company*

A *ratio* da proibição do exercício do voto atrás referida é compreensível e em parte das situações abrangidas a solução é adequada: nenhum motivo existe para considerar lícito e legítimo o exercício do voto quando o titular do voto vai votar em sentido contrário ao interesse da sociedade e, portanto, dos outros acionistas. A dificuldade está em saber quando isso acontece e em impedir *ex ante* o exercício

¹⁴⁰ SHAUN P. MARTIN/FRANK PARTNOY, “Encumbered Shares”, *University of Illinois Law Review*, disponível em SSRN: <http://ssrn.com>.

¹⁴¹ HU/BLACK, “Empty voting and hidden ownership cit., p. 63

do voto. Havendo que procurar uma solução que seja, efetivamente, suscetível de ser aplicada e que não prejudique – ao invés de favorecer – o processo de votação acionista, somos levados a afastar qualquer resposta que passe por mecanismos proibitivos do voto, dificilmente implementáveis.

Assim, devemos, da nossa perspetiva, funcionar com os mecanismos clássicos de “tutela” do voto e da deliberação e que garantem que não seja aprovada uma deliberação contrária aos interesses da sociedade. Pensamos, em especial, na invalidade das deliberações abusivas nos termos da alínea *b*) do artigo 58.º, n.º 1, do CSC. A votação aprovada em virtude dos votos de sujeitos com interesse contrário ao da sociedade deve ser considerada anulável. A solução é, até aqui, segura: considera-se abusiva a deliberação que seja apropriada “para satisfazer o propósito de um dos sócio, de conseguir, através do exercício do direito de voto, vantagens especiais para si ou para terceiros, em prejuízo da sociedade ou de outros sócios ou, simplesmente, de prejudicar aquela ou estes(..)” [artigo 58.º, n.º 1, alínea *b*)¹⁴²]. Parece-nos claro que, quando o sujeito vote com o objetivo de fazer descer o valor da empresa, a deliberação é abusiva [salvo a prova de resistência, constante da parte final do artigo 58.º, n.º 1, alínea *b*)].

Ponto é que seja possível fazer a prova dessa situação. Em princípio, caberia ao sócio que impugna a deliberação fazer, integralmente, a prova de que o sócio utilizou o seu voto para fazer descer o valor da empresa, demonstrando quer os elementos objetivos quer os elementos subjetivos legalmente exigidos para a anulabilidade proceder. Na maior parte dos casos, tal revela-se, porém, impossível, por falta de acesso à informação. Propomos, por isso, que o juiz aceite um aligeiramento da prova, *rectius* que faça atuar presunções naturais, que permitiriam, em certos casos, concluir pelo caráter abusivo do voto sem necessidade de o impugnante demonstrar a totalidade dos elementos exigidos pelo artigo 58.º, n.º 1, alínea *b*), mas apenas daqueles que autorizassem o juiz a concluir que o voto foi determinado por um interesse contrário ao da sociedade. Por outras palavras, bastaria ao sócio provar os factos que permitem ao juiz presumir o interesse económico negativo, invertendo-se, assim, parcialmente, o ónus da prova. É o que acontece quando o sócio é titular dos chamados *non-host assets* inversamente relacionados com os ativos da sociedade, i.e., quando o sócio detenha ações cujo valor depende da oscilação do valor de outra sociedade, a *host company*, i.e., aquela em que o voto é exercido: se, em virtude do volume de ativos, for compensador para o sócio votar desfavoravelmente na *host company*, por deter mais ativos na empresa *non-host*, é lícito presumir o caráter abusivo do seu voto. O mesmo se passa quando seja

¹⁴² Cf., sobre a questão, MENEZES CORDEIRO, *Direito das sociedades*, I, 3.ª ed., Coimbra, 2011, pp. 792 ss.

possível provar que o interesse do sócio na sociedade está assegurado em termos tais que é compensador o voto desfavorável à sociedade.

3.3.2.2. Outras situações

Em todas as outras situações em que não existam fatores suficientemente fortes para presumir o caráter abusivo da votação, como no caso *supra* referido de *over hedging*, em que o sócio tem mais proteção do que ações, ou em situações equiparáveis, não é possível nem proibir o voto nem impugnar a deliberação. O facto de se recorrer a derivados, a vendas curtas ou a outros mecanismos de efeito equiparável não é, por si só, motivo suficientemente forte para “destruir” a deliberação. Isto significa que os efeitos perniciosos do recurso aos instrumentos financeiros aqui em causa são, apesar de tudo, de caráter excepcional. Correspon-dem a situação patológica, que, em termos gerais, não será a regra.

§ 3.º **Titularidade económica sem direito de voto: *hidden ownership***

1. *As regras de transparência. As críticas de Zetzsche*

A utilização de derivados para ocultar a propriedade económica das ações deve evidentemente ser estudada, antes de mais, ao nível das regras de transparência e, por essa via, do impacto nos objetivos visados por estas regras: a eficiência do mercado (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). Se estes instrumentos financeiros acarretam, ou podem acarretar, efeitos adversos tanto sobre a eficiência do mercado como sobre os mecanismos do governo societário é em virtude, em primeira linha, da opacidade que os envolve¹⁴³.

Parece-nos que, como mínimo, deve haver uma estratégia assente na divulgação e transparência da propriedade oculta (*hidden ownership*)¹⁴⁴, evitando que o recurso aos derivados constitua forma de defraudar regras de divulgação obrigatória, contribuindo para as “patologias da titularidade” (*pathologies of ownership*),

¹⁴³ Cf., sobre o tópico, *v.g.*, MICHAEL C. SCHOUTEN, “The case...cit.,127 ss.

¹⁴⁴ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA/MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Derivados... cit., pp. 64 ss.

na expressão de Kahan/Rock¹⁴⁵, que se situam a par das “patologias de desalinamento” (*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.

A necessidade e conveniência da obrigatoriedade de divulgação das posições meramente económicas (*economic-only positions*) foi objeto de profunda oposição por Dirk Zetsche¹⁴⁶, a propósito da proposta do CESR sobre a matéria acima referida, no sentido do aprofundamento das regras de transparência, de modo a que estas passassem a abranger instrumentos que criam o efeito económico similar à detenção de ações, por permitirem uma influência indireta nos direitos de controlo. De forma alguma essa proposta implicava desencorajar o exercício de tais instrumentos mas apenas tornar transparente a exposição económica daí resultante. São múltiplos os argumentos apresentados por Zetsche contra a proposta em causa.

Em primeiro lugar, as regras sobre divulgação de participações sociais importantes assentam na ideia de um maior grau de influência na gestão e na ideia da potencial ocorrência de uma mudança de controlo. As posições económicas apenas consubstanciarium um sinal duvidoso, não significando um maior nível de controlo nem uma mudança de controlo em curso. As várias transações orientadas puramente para fins de obter um valor (*purely value-oriented*) passariam a ser objeto de divulgação, independentemente de visarem influenciar o exercício de direitos sociais.

Por outro lado, muitos dos casos apontados como exemplos de efeitos nocivos da falta de transparência de posições puramente económicas reportam-se a situações em que existiram comportamentos ilícitos, pelo que não seriam realmente demonstrativos da necessidade de adoção de regras nesta área.

Acresce, na visão do autor, que os participantes no mercado teriam aprendido que os derivados não são nem uma maneira não dispendiosa nem livre de riscos de obter o controlo sobre as empresas. Os riscos inerentes não podem ser medidos *ex ante* com certeza, tendo em conta que flutuam em função das ações. Casos como *Volkswagen/Porsche* e *Continental/Schaeffler* (exposto de seguida), tornaria as “aquisições secretas” menos prováveis do que antes da crise. De resto, estas

¹⁴⁵ “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>.

¹⁴⁶ “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, disponível em <http://ssrn.com>.

aquisições apenas valeriam o esforço se o valor das ações estivesse baixo ou se a operação acarretasse economias de escala significativas. Ora, no primeiro caso, a aquisição secreta não é a razão da redução de valor das ações, enquanto no último ela será economicamente benéfica.

Aliás, os tribunais já dispõem de meios e experiência para lidar com as situações em causa e subsumi-las às regras europeias de transparência sempre que a influência indireta no voto exista.

O mesmo autor aponta ainda diversos outros argumentos: desde a redução de tomadas de sociedades que poderiam ser benéficas, ao prejuízo das empresas europeias por confronto com as americanas, até a um conjunto de razões ligadas ao funcionamento dos mercados e à sua eficiência: por exemplo, aumentaria o risco do chamado *noise trading*, i.e., transações motivadas por investidores não informados, devido ao facto de não se distinguir entre posições que visam obter o controlo e posições puramente económicas e assim se criar “ruído” no mercado, o que inevitavelmente afetaria a formação de preços no mercado de capitais. Os benefícios desta informação seriam, desta perspetiva, inferiores ao seu custo. Também do ponto de vista da eficiência do mercado, deveria considerar-se a redução de liquidez dos mercados de capitais potenciada pela medida de alargamento da divulgação obrigatória destas posições, em virtude dos custos inerentes a essa divulgação mas não só.

Estes são apenas alguns dos múltiplos argumentos apresentados pelo autor. Apesar deles, julgamos que as regras de transparência são indispensáveis quando se trata de assegurar a correta formação dos preços e a eficiência dos mercados, bem como a adequação dos mecanismos de *corporate governance*. Assim sendo, o alargamento de que estas regras têm sido objeto tanto ao nível europeu como nacional (conforme expusemos) é indiscutivelmente benéfico.

2. *A titularidade oculta como forma de defraudar as regras sobre OPAs obrigatórias. O caso Schaeffler-Continental*

A propósito do problema da titularidade económica oculta, aponta-se, com frequência, o caso *Schaeffler KG-Continental AG*. A *Continental* pertence às trinta maiores empresas do mercado alemão, enquanto a *Schaeffler* é uma das maiores empresas industriais privadas, detida por uma família. A *INA-Holding Schaeffler KG* – subsidiária da *Schaeffler KG* – detinha o correspondente a 36% das ações da *Continental*. Esta percentagem era constituída pela titularidade direta de 2,97% das ações¹⁴⁷, de *swaps* com liquidação física celebrados com o *Royal Bank of Sco-*

¹⁴⁷ Ao abrigo do § 22 (1) da WpHG, que transpõe o artigo 9.º/1, da Diretiva Transparência, só existe obrigação de comunicar a titularidade económica direta acima de 3% do capital da sociedade.

tland (RBS) correspondentes a 4,95% do ativo subjacente¹⁴⁸ e de *equity swaps* com liquidação financeira que cobriam 28% do capital da *Continental*. À luz do regime então em vigor, nenhuma destas posições estava coberta por um dever de transparência, por não excederem os limiares mínimos para comunicação ou por nem sequer estarem abrangidas por essa obrigação (no caso dos *swaps* com liquidação financeira). Apenas em julho de 2008, quando a *Schaeffler* comprou oito milhões de ações da *Continental* ao RBS é que a empresa se viu obrigada a comunicar a titularidade direta de 8,01%. A entrada em vigor, a 1 de março de 2009, da *Risikobegrenzungs-gesetz* alterou a forma de cálculo das participações detidas por um investidor para efeitos de comunicação. Se até então a percentagem de capital detido numa sociedade era calculada tomando em conta, separadamente, a titularidade direta de ações e as posições que atribuíam ao investidor um direito de compra dessas ações (como resulta dos *equity swaps* com liquidação física), passou, nesta data, a existir um dever de agregar estas posições. Surgia, portanto, uma obrigação de comunicar qualquer detenção agregada de ações e de *calls* acima dos 5%, ao mesmo tempo que se manteve os 3% como limite mínimo para a comunicação de titularidade direta e indireta de ações¹⁴⁹.

Num *equity swap* com liquidação financeira existem dois fluxos económicos, *swapped*, i.e., que circulam entre duas entidades, calculados por referência a índices variáveis. Tipicamente, um dos fluxos monetários será calculado tendo por base a EURIBOR ou LIBOR + x%, sendo o outro calculado com base na cotação das ações no mercado. Se a cotação das ações subir, a *short party* (a parte que ficou com a posição curta) paga essa diferença à *long party*, enquanto na situação inversa, a parte longa compensa a parte curta de qualquer perda. Normalmente, os bancos de investimento atuam como contrapartes nestes contratos, com o incentivo de receberem juros por assumirem essa posição. Foi um contrato deste tipo, com maturidade a 23 de maio de 2008, que a *Schaeffler* celebrou com a *Merril Lynch International*. A parte longa – *Schaeffler* – tinha a possibilidade de a qualquer momento fazer cessar o contrato e receber o correspondente monetário. Curioso é notar que o analista da *Merril Lynch*, Thomas Benson, publicou um relatório desfavorável à indústria automóvel, provocando, com isso, uma descida

¹⁴⁸ O s. 25 (1) da WpHG, em consonância com o artigo 13.º/1 da Diretiva Transparência e com a concretização efetuada por via do artigo 11.º da Diretiva 2007/14/CE, de 8 de março de 2007, determina que as posições que atribuem a uma contraparte o direito de compra (incluindo os *swaps* com liquidação física) apenas terão de ser comunicadas caso excedam o correspondente a 5% das ações da sociedade emitente. Curioso é notar que estes contratos não são tomados em consideração pela lei das OPA alemã para efeitos da contabilização do “controle”, a que se refere o artigo 5.º/3, da Diretiva 2004/25.

¹⁴⁹ Em Portugal, semelhante dever de agregação existe apenas por referência às posições curtas líquidas (artigo 3.º, n.º 1, do Regulamento da CMVM n.º 4/2010).

abrupta de 7,6% no valor das ações da *Continental*. Embora este relatório tenha sido emitido a 11 de julho de 2008, depois da maturidade do *swap*, e, portanto, não tenha resultado desta descida nenhuma vantagem direta a favor da *Merril Lynch*, houve quem equacionasse uma eventual atuação concertada desta entidade com a *Schaeffler*, que estava em processo de aquisição das ações da *Continental*.

Tipicamente, embora nada tenha sido acordado entre as partes, a entidade que fica com a posição curta tenderá a anular o risco desta operação. Para tal, ou celebra um *swap* de sinal inverso, onde assume a posição longa, ou adquire o ativo subjacente. A *Merril Lynch* optou pela primeira hipótese, celebrando nove contratos diferenciais com instituições bancárias, sendo que cada uma destas, para anular o risco da operação, adquiriu 2,999% das ações da *Continental*, nunca atingindo os 3% de titularidade mínima geradora de uma obrigação de comunicar a sua posição. Entre os bancos que entraram nestas negociações encontram-se o *Dresdner Bank*, o *LBBW*, o *Credit Suisse*, o *UniCredit/HVB*, o *Royal Bank of Scotland* e o *UBS*¹⁵⁰.

Todas estas instituições celebram com a *Merril Lynch* contratos diferenciais, em inglês *total return swaps*, ou, na terminologia europeia, *financial contracts for difference*, em que uma das partes se obriga ao pagamento de quantia pecuniária correspondente à diferença – verificada num determinado lapso de tempo – entre o valor do ativo subjacente no momento da celebração (*strike price*) e o da execução do contrato (*spot price*). Embora a sua admissibilidade já tenha sido discutida, sendo inclusive associados a contratos de jogo e aposta e remetidos para o campo das obrigações naturais, o CdMVM previu expressamente a sua admissibilidade através da consagração de “operações liquidáveis por compensação” e, hoje, o CVM consagra a figura, de forma expressa, no artigo 2.º/1, d) do CVM¹⁵¹. A maioria dos contratos diferenciais é constituída pelos derivados que preveem uma liquidação financeira (*cash settlement*), *i.e.*, que permitem um cumprimento mediante o pagamento do mero saldo pecuniário em curso, que é calculado com base na

¹⁵⁰ ZETZSCHE, “Continental vs. Schaeffler, hidden ownership and european law – a matter of law or enforcement?”, em *Direito dos valores mobiliários*, vol. IX, Coimbra, 2009, pp. 247-285 (260 e 261), nota que o *Deutsche Bank* se colocou fora deste esquema negocial, o que pode parecer inesperado, considerando que era o principal banco da *Schaeffler* e que tinha entrado, em 2001, nas negociações que conduziram à aquisição da *FAG Kugelfischer*. No entanto, como nota o Autor, provavelmente o *Deutsche Bank* não queria atrair mais atenção regulatória, depois do seu envolvimento da fusão da *Compaq* e da *Hewlett Packard*, da intervenção nos contratos de *swap* no caso *Perry vs. Ithaca (Custodians) Ltd.* e *CSX vs. TCI*. Em todos estes casos, o *Deutsche Bank* colaborou na aquisição de propriedade oculta.

¹⁵¹ Cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos...* cit., pp. 182 ss. O mesmo processo de implementação e aceitação da figura verificou-se noutros ordenamentos jurídicos. Na Alemanha, foi revogado o § 764 do BGB, que equiparava ao jogo os contratos diferenciais sobre títulos e mercadorias e, em Inglaterra, em 2001, no *Financial Services and Market Act*, foram legalmente consagrados os *contracts for differences*.

diferença entre os preços do ativo no momento da celebração (preço de exercício) e da execução contratuais (preço de referência), não atribuindo, formalmente, à contraparte o direito à aquisição do ativo subjacente¹⁵².

Como se disse *supra*, é economicamente aconselhável que a contraparte do contrato diferencial (neste caso, as instituições bancárias), de forma a anular o risco da operação, compre o ativo subjacente correspondente ao contrato. Como se processa esta anulação do risco? Tomemos o empresário B que celebra com A um contrato diferencial respeitante à evolução do preço das ações da sociedade X, assumindo a posição curta. O *strike price* é €2 e, na maturidade, o *spot price* é €5. Nesse caso, B teria uma perda de €3 por cada ação. Porém, se tiver comprado o ativo subjacente também a €2 e, na maturidade, vender o ativo no mercado (regulamentado ou não) terá, com essa alienação, um ganho de €3, que compensa a perda resultante do contrato diferencial. Se a evolução for diferente, e o *spot price* for de €1, a parte longa – A – terá de entregar €1 a B. Porém, B não obterá lucro nesse valor porque, na maturidade, vende as ações no mercado a um preço inferior ao de compra, tendo um prejuízo exatamente no mesmo valor que o ganho. Desta forma se garante que, face a qualquer evolução de mercado, a aquisição do ativo subjacente anula o risco de assumir a posição curta num contrato diferencial, pelo que, normalmente, a contraparte que celebra estes contratos pode contar que, na maturidade, as ações correspondentes ao contrato serão colocadas no mercado. Assim, ainda que formalmente não exista um direito de compra pela parte que assume a posição longa – no caso, a *Schaeffler* ou a *Merrill Lynch* –, esta

¹⁵² Pelo contrário, os derivados com liquidação física implicam um cumprimento em espécie da operação financeira ou prestação contratual, mediante o pagamento do preço e a transmissão da propriedade dos ativos. Note-se que é possível atingir as finalidades de cobertura de risco e de especulação tanto através de uma liquidação física como financeira. Tomemos como exemplo o empresário A que necessita de adquirir determinadas mercadorias dentro de seis meses. Apesar de o preço atual ser de €10, A teme uma subida de preço durante esse período (*v.g.*, €15). Para cobertura do risco, poderá celebrar um contrato de futuros a 6 meses, com B, que tem uma expectativa oposta de evolução dos preços: B espera que, dentro de 6 meses, o preço da mercadoria desça para €7. No fundo, esta é uma forma de conseguir uma compra e venda mercantil a prazo. Se o contrato tiver sido celebrado com liquidação física, na data do vencimento, o vendedor do futuro terá de entregar a mercadoria e o comprador de pagar o preço de €10. Dependendo da evolução do mercado, uma das partes lucrará com a operação. Se o preço tiver evoluído para €13, B suportará uma perda de €3, enquanto se a evolução for a oposta, conseguirá lucrar com a operação. O mesmo contrato atingirá exatamente a mesma finalidade se for celebrado com liquidação financeira. Nesse caso, B terá de pagar o eventual diferencial existente entre o valor da mercadoria acordado contratualmente e o valor desta na data do vencimento. No caso de o preço ter evoluído para €13, B teria de pagar €3 por cada unidade de mercadoria. O resultado final, em termos de cobertura do risco é materialmente igual. O exemplo é de ENGRÁCIA ANTUNES, *Os instrumentos...* cit., p. 186, nota 398

pode razoavelmente contar que na maturidade do contrato conseguirá adquirir as ações correspondentes ao negócio celebrado. No fundo, ainda que os contratos diferenciais, formalmente, não impliquem liquidação física, podem criar uma situação materialmente equivalente.

Em 2008, a Diretiva Transparência deixava, ainda, fora do âmbito da obrigação de comunicação os contratos com liquidação financeira, ignorando situações deste tipo em que os contratos diferenciais conseguem atingir os mesmos efeitos que uma opção de compra, pelo que a *Schaeffler* não era obrigada a comunicar os *swaps* celebrados.

Perante o caso *Schaeffler-Continental* foi amplamente discutido se a posição da *Schaeffler* em *swaps* com liquidação financeira correspondentes a 28% das ações da *Continental* devia ou não ser comunicada. No entanto, o BaFin concluiu que, não existindo qualquer direito legal de a *Schaeffler* adquirir as ações detidas pelas nove instituições bancárias, nem existindo, sequer, uma relação contratual entre as partes, esta situação escapava às regras sobre a comunicação. Porém, a atenção levantada pelo caso dirigiu-se para a indagação sobre se haveria, entre as partes, uma opção de compra implícita, nos termos da qual, na maturidade do contrato diferencial, as ações seriam vendidas à *Schaeffler*. A sociedade negou a existência de qualquer acordo lateral que lhe atribuísse o direito de comprar as ações na altura do vencimento do contrato, admitindo, apenas que tinha uma expectativa de conseguir adquirir as ações, sem, no entanto, ter esse direito. O BaFin acabou por ilibar a oferta da *Schaeffler*, considerando que as regras de transparência não tinham sido violadas¹⁵³.

Não foi, portanto, possível aplicar a lógica subjacente ao caso *Fiat-Ifil-Exor*. A *Ifil & Exor* assumiram a posição longa num contrato de *swap* com liquidação financeira celebrado com a *Merrill Lynch*, que segurou o risco da operação ficando com a posição longa de contratos de *swap* que celebrou com outras instituições financeiras. Foram celebrados um conjunto de *swaps* com liquidação financeira, que, no entanto, podiam ser convertidos em contratos com liquidação física a seu pedido. Assim aconteceu: os contratos acabaram por ser liquidados fisicamente e as ações foram entregues à *Exor*. O Regulador italiano – CONSOB – entendeu que a *Ifil/Exor* e a *Merrill Lynch* tinham implicitamente celebrado uma opção de compra. Para suportar esta posição, o regulador tomou em consideração não apenas o contrato celebrado num primeiro nível, entre a *Exor* e a *Merrill Lynch*, que implicava liquidação financeira, mas também entre a *Merrill Lynch* e as contrapartes dos negócios concluídos para anular o risco. Como estes contratos acabaram

¹⁵³ Outras razões práticas foram apontadas para a decisão desta entidade. Cf. DIRK ZETZSCHE, “Hidden ownership in Europe: BAFin’s Decision in Schaeffler v. Continental”, *European Business Organization Law Review* 10, pp. 115-147 (142).

por ser convertidos em *swaps* com liquidação física, considerou a CONSOB ser suficiente para presumir a existência de um contrato implícito entre as partes.

No caso *Schaeffler-Continental*, no entanto, não se sabia qual a modalidade de liquidação acordada entre a *Merrill Lynch* e as suas contrapartes, uma vez que estes negócios foram celebrados com recurso ao contrato *standard* da ISDA de 2002, que não especifica o tipo de liquidação acordado.

Pergunta-se: qual a utilidade prática da aquisição de titularidade oculta e que problemas poderão ser levantados por situações deste tipo? No caso, a *Schaeffler* pretendia adquirir o controlo da *Continental*, sem, no entanto, se submeter às regras das OPAs obrigatórias, construídas para tutela dos acionistas minoritários. A *Schaeffler* começa por adquirir uma percentagem de capital da *Continental* suficiente para obter o controlo porque ultrapassa, nos termos da lei, um terço dos direitos de voto, mas propôs-se provar que não tinha o domínio da sociedade, escapando, portanto às regras sobre as OPAs obrigatórias.

Como os acionistas não foram informados da celebração de contratos diferenciais entre a *Schaeffler* e outras instituições bancárias – porque na altura não existiam regras de transparência aplicáveis –, não poderiam saber que esta estava a desenvolver uma estratégia para adquirir o controlo da sociedade. Assim, quando a *Schaeffler* lançou uma OPA os acionistas aceitaram a oferta a um preço inferior, porque não exigiram o prémio de controlo. A *Schaeffler* conseguiu, assim, adquirir um elevado número de ações a um preço não correspondente ao real valor económico que a sociedade representava para a oferente. Na maturidade dos contratos diferenciais, adquiriu no mercado 28% das ações detidas pelas instituições bancárias. Como as nove instituições bancárias lançaram, ao mesmo tempo, no mercado uma elevada percentagem de ações, a cotação da *Continental* desceu e a *Schaeffler*, fora do mercado regulamentado, ofereceu um preço acima do preço de mercado, assegurando que conseguia ficar com a titularidade dessa percentagem de ações. Só no momento em que adquiriu mais 28% das ações é que a *Schaeffler* ultrapassou o limiar mínimo para se considerar que tinha adquirido o controlo da *Continental*, sem possibilidade de provar que não detinha o controlo desta. A Diretiva 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, no artigo 5.º, n.º 3 deixa ao critério de cada Estado-Membro a determinação da percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade. Em Portugal, considerou-se que esse limiar devia ser de um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social, sendo no primeiro caso possível provar a inexistência de domínio da sociedade visada e escapar a esta obrigação (artigo 187.º CVM). A aquisição que conduza a uma posição de domínio poderá levar a que a procura de ações da entidade visada baixe, uma vez que deixará de haver concorrência na busca de melhores posições, com vista a influenciar a gestão social. O acionista dominante poderia, assim, vir a comprar

as ações por um preço inferior, o que resultaria num prejuízo para o acionista minoritário. Daí a imposição legal de uma OPA geral obrigatória, de modo a que todo o interessado tenha a possibilidade de se desfazer das suas ações pelo mesmo preço¹⁵⁴.

Neste momento, a *Schaeffler* foi obrigada a lançar uma OPA obrigatória sobre a totalidade de ações e outros valores mobiliários emitidos pela *Continental*, desde que conferissem direito à sua subscrição ou aquisição. No entanto, no momento em que lança a OPA obrigatória, já tinha conseguido adquirir várias ações sem oferecer por elas o prémio de controlo, causando, com isso, uma perda muito avultada.

À luz da regulamentação então em vigor seria, de alguma forma, possível impor uma obrigação de lançamento de uma OPA à *Schaeffler*, mesmo antes de adquirir as ações detidas pelas contrapartes da *Merrill Lynch*? A única possibilidade de defender esta obrigação seria por via da aplicação do critério do artigo 5.º da Diretiva das OPAs, onde se exige que, para efeitos de controlo da sociedade, se considere a titularidade direta de valores mobiliários pela sociedade oferente e também a titularidade das pessoas singulares ou coletivas que com ela atuem “em concertação”. Ou seja, argumentado que a *Schaeffler* e as instituições bancárias que celebraram contratos diferenciais com a *Merrill Lynch* atuaram em concertação, as ações detidas pelos bancos poderiam ser imputadas à *Schaeffler* e, conseqüentemente, ser-lhe-ia imposta uma obrigação de lançar uma OPA geral. No entanto, ao abrigo da lei alemã em vigor em 2008, atuar concertadamente implicava que os acionistas se coordenassem para exercer os seus direitos de voto (§§ 22 (2) WpHG e 30 (2) WpÜG)¹⁵⁵. Mesmo depois da entrada em vigor da *Risikobegrenzungs-gesetz*, que estendeu o conceito de “atuar concertadamente” a outras formas de coordenação entre as partes que resultem no exercício de influência sobre o acionista, como *lobbying* conjunto, a mera coordenação para aquisição de uma sociedade continua a não ser contabilizada para preenchimento deste conceito. Por isso, pelo menos ao abrigo da lei alemã, não havia possibilidade de, por esta via, ter imposto uma obrigação de lançamento de uma OPA. O caso é bem significativo dos problemas de imputação que se colocam.

¹⁵⁴ Cf. MENEZES CORDEIRO, “Ofertas públicas de aquisição”, *Direito dos valores mobiliários*, Lisboa, 1997, pp. 267-290 (280).

¹⁵⁵ Pelo contrário, em Inglaterra, o *British City Code* determina que as pessoas que cooperarem para obter ou consolidar o controlo de uma sociedade podem ser consideradas como atuando concertadamente.

3. *Outras regras defraudadas pela propriedade oculta de ações*

Estes problemas não surgem apenas quando se trata de defraudar as regras sobre ofertas públicas de aquisição. Portugal conheceu uma situação bem significativa, em que se procurou ilidir as regras sobre conflitos de interesses e impedimentos de voto (artigo 384.º, n.º 6, do CSC) através do recurso a *equity swaps* na assembleia geral da Portugal Telecom, em que se decidia a alienação das ações desta empresa na Vivo à Telefónica (2010). Sobre este caso limitamo-nos a remeter para a análise feita noutro contexto¹⁵⁶. Aqui importa, sim, apontar que são múltiplas as regras suscetíveis de ser defraudadas em virtude dos mecanismos que estudamos. A correta interpretação das regras sobre imputação de votos é essencial.

4. *Solução proposta: a imputação da titularidade económica à parte com a posição longa. Interpretação lata do artigo 20.º/1, alínea a), CVM e do artigo 10.º, alínea g), da DT*

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. A 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, 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 devem ser abrangidos pela obrigação de comunicar ao regulador e ao mercado; são eles os valores mobiliários, as opções, os futuros, os *swaps*, os contratos a prazo sobre taxas de juro e quaisquer outros contratos sobre instrumentos derivados, desde que confirmem o direito à aquisição – nos termos *supra* explicados – de ações às quais seja inerente o direito de voto. Ficavam, portanto, de fora da obrigação de comunicar todas as situações em que os instrumentos financeiros não confirmam o direito à 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 (cuja detenção deve ser comunicada) de modo a abranger todos aqueles dos quais resulte um efeito económico semelhante ao das participações e detenção de direito de aquisição de ações,

¹⁵⁶ O caso é estudado, embora com perspetiva parcialmente diversa, em ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA/MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Derivados... cit., pp. 89-109.

independentemente de exigirem ou não liquidação física. A Comissão Europeia teve em conta que estes instrumentos podem ser utilizados para constituir participações ocultas em sociedades cotadas e que não são divulgadas ao mercado¹⁵⁷, porque formalmente não conferem um direito de aquisição do voto. 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, e corresponde às respostas que apelavam 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, ainda cobertos pelas regras de transparência em vigor, podendo conduzir a abusos de mercado, à ineficiência dos mecanismos de formação de preços e ao esvaziamento do voto, com consequências ao nível da confiança dos investidores e do desalinhamento de interesses destes com os interesses a 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. A comunicação deve conter os tipos de instrumentos financeiros detidos de forma discriminada, de modo a fornecer ao mercado informações pormenorizadas sobre a natureza das participações¹⁵⁸. A inovação é, assim, de aplaudir, ainda que se situe apenas no campo da transparência, sem repercussão em soluções substantivas.

A dificuldade da Diretiva Transparência já revista, ao contabilizar para efeitos de titularidade económica, as posições longas detidas em instrumentos com liquidação financeira, é que nunca se saberá que posições longas serão contabilizadas

¹⁵⁷ 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)].

¹⁵⁸ 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 emitentes 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.

como propriedade de ações. É um problema paralelo àquele que se aponta a uma interpretação lata do artigo 10.º, g), da Diretiva Transparência, que manda aplicar as regras de notificação das participações diretas também àquelas situações em que a pessoa singular ou coletiva possa adquirir, alienar ou exercer direitos de voto detidos por um terceiro em seu nome, por conta dessa pessoa. Esta alínea, se interpretada latamente, levará a uma diminuição da segurança jurídica entre os participantes no mercado, que deixarão de saber com certeza que posições longas serão tratadas como ações¹⁵⁹. Assim, a interpretação que tem sido desenvolvida – tanto em Portugal¹⁶⁰, como na Alemanha – é que a parte com a posição longa detém ações em nome próprio, mas por conta do participante se, cumulativamente, (i) suportar o risco económico do ativo subjacente e (ii) puder influenciar o exercício dos direitos de voto. Em relação ao primeiro requisito apontado há quem defenda¹⁶¹, porém, que basta uma transferência parcial do risco, que se verifica naqueles casos em que os *hedge funds* não seguram a sua posição, *i.e.*, não celebram contratos tipicamente dirigidos a anular a sua exposição ao risco de incumprimento: novos contratos de *swap* ou a aquisição do ativo subjacente correspondente aos contratos celebrados. Numa situação deste tipo, o risco ficará repartido entre a parte com a posição longa e a parte com a posição curta. Na Alemanha, para que seja preenchido o § 30, (1), n.º 2, da WpÜG, considera-se que basta a existência de influência de facto nos direitos de voto, dispensando-se o requisito de suportar o risco económico do ativo subjacente. É o fenómeno de *hidden (morphable) ownership* de que falam Hu/Black¹⁶².

A posição que assumimos como sendo aquela que, *de jure condito*, pode, eventualmente, conduzir a resultados mais equitativos e evitar os conflitos de interesses relacionados ao longo deste estudo é considerar como relevante para efeitos de imputação do direito de voto o critério da possibilidade de *exercer uma influência de facto sobre esse direito*.

Esta solução apresenta a vantagem de poder ser imediatamente aplicável, por via da interpretação do artigo 20.º, n.º 1, alínea a), CVM, que refere os direitos

¹⁵⁹ Cf. ZETZSCHE, “Continental... cit. pp. 247-285.

¹⁶⁰ Cf., a propósito da interpretação do artigo 20.º/1, a), do CVM, a comunicação da Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão SGPS, S.A. Sociedade Aberta à CMVM, em que considera, ainda que discordando da interpretação feita pelo regulador, serem-lhe imputáveis, pelo menos, 55% dos votos pertencentes à Portucel – Empresa Produtora de Pasta e Papel, S.A., disponível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emittentes/docs/FR3120.pdf>.

¹⁶¹ Neste sentido, CRISTOPH VON BÜLOW, em HIRTE/BÜLOW (orgs.), *Kölner Kommentar zum WpÜG*, München, 2007, anotação ao § 30.

¹⁶² *Hidden ownership* corresponde àquelas situações em que os investidores detêm mais ações do que votos, apesar de terem direitos de voto *morphable*, *i.e.*, têm uma possibilidade de facto de adquirir esse votos se precisarem.

de voto detidos por terceiro em nome próprio, mas por conta do participante. O legislador teve em conta, portanto, aquelas situações em que quem figura como titular da participação social não é o verdadeiro beneficiário económico da mesma¹⁶³. A primeira questão que se coloca é saber quem deve ser considerado, para efeitos desta alínea, o “terceiro” e o “participante”. Terceiro será o detentor da posição curta, precisamente por ser o detentor formal da participação social, mas não suportar o inerente interesse económico. No fundo, por ser um detentor de uma posição vazia deve ser considerado terceiro para efeitos desta alínea. A segunda questão que surge é determinar se existe uma situação de “detenção por conta do participante”. Ora, deve ser considerado participante aquele que materialmente exerce o direito, por conseguir refletir sobre a *short leg* o seu sentido de voto. O problema que se coloca com particular premência será, então, saber como apurar a existência deste poder de facto. Julgamos que a solução terá de se basear num standard hipotético¹⁶⁴. Este *standard* deverá operar em situações de luta pelos direitos de voto (*proxy fight*). Num cenário deste tipo, deve ser ponderado se, caso não existisse uma intervenção regulativa, a parte com a posição longa conseguiria influenciar o voto da *short leg*. Se assim for, então, deve ser equiparado o detentor da *long leg* a um detentor de ações, independentemente de os instrumentos detidos poderem ser física ou financeiramente liquidados. Não negamos que uma solução deste tipo envolve sempre algum grau de abstração, especulação e incerteza. No entanto, no domínio em que nos situamos, nenhuma solução rígida poderá fornecer um critério de solução para todo o manancial de situações que podem resultar da imaginação dos operadores financeiros. Contamos, portanto, com a já demonstrada eficiência do regulador português e europeu a identificar situações abusivas.

Setembro de 2012

¹⁶³ Cf. JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Lisboa, 2010, p. 104.

¹⁶⁴ Neste sentido, cf. ZETZSCHE, “Continental... cit.,” p. 271.