

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA – ESCOLA DE LISBOA
FACULDADE DE DIREITO E FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS E EMPRESARIAIS

MESTRADO – DIREITO E GESTÃO
2010/2012



DA REGULAMENTAÇÃO DO EMPTY VOTING

CATARINA TINOCO DE FARIA SAMPAIO PEDROSO

30 de Julho de 2012

Orientação: Prof. Doutor Jorge Brito Pereira



ÍNDICE GERAL

Lista de Abreviaturas	4
1. Introdução	5
2. Relevância actual do Tema	6
3. A Importância do Voto Accionista (<i>Voting</i>).....	10
3.1. Enquadramento	10
3.2. Os Accionistas na Estrutura Societária - O Exercício de Voto	13
4. Na Génese do Empty Voting: Distorções do Sentido de Voto.....	17
4.2. A Falta de participação dos accionistas.....	17
4.3. Os Investidores Institucionais.....	20
4.4. A diminuição dos horizontes de investimento.....	22
4.5. Os <i>Proxy Advisors</i>	23
5. O Fenómeno do Empty Voting.....	25
5.1. Enquadramento	25
5.2. Mecanismos que Potenciam o Empty Voting.....	27
5.2.1. Transacção de acções entre o registo e a AG	27
5.2.2. Empréstimo de acções e situações de <i>over-voting</i>	29
5.2.3. A inovação financeira	30
5.2.4. Os Investidores Institucionais e os <i>Hedge Funds</i> (Fundos de Cobertura).....	32
5.3. Conclusões sobre o Impacto do <i>Empty Voting</i> no Governo das Sociedades	35



5.4. O Caso Português	38
6. Regulação do <i>Empty Voting</i> ?	47
6.1. Enquadramento	47
6.2. A Regulação nos EUA – Securities Exchange Commission (SEC).....	49
6.3. A Regulação na EU - European Securities Markets Authority (ESMA)	51
7. Conclusão.....	56
BIBLIOGRAFIA	60
Anexo I.....	i



LISTA DE ABREVIATURAS

AG – Assembleia Geral

CA – Conselho de Administração

CC – Código Civil

CVM – Código dos Valores Mobiliários

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

EM – Estado Membro

ESMA – European Securities Market Authority

EUA – Estados Unidos da América

HF – Hedge Funds

M&A – Mergers and Acquisitions (Fusões e Aquisições)

OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development (**OCDE**)

OPA – Oferta Pública de Aquisição

OPV – Oferta Pública de Venda

SEC - Securities Exchange Commission



1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho debruça-se sobre o *Empty Voting*, temática que embora não se revele uma novidade, tem assumido uma importância crescente na actualidade, sobretudo a nível das boas práticas de governo das sociedades.

O *Empty Voting*, ao traduzir-se no exercício do direito de voto numa estrutura societária, desagregado de qualquer titularidade da participação na mesma, tem, naturalmente, efeitos não só a nível das sociedades, como a nível dos mercados de capitais que ainda importam apurar.

Dado o carácter transversal do presente tema e, portanto, a diversidade de questões que poderiam ser abordadas, antes da análise concreta do *Empty Voting*, decidiu-se relevar o papel do voto accionista na estrutura societária e as distorções que o sentido de voto tem conhecido nos últimos tempos.

Optou-se por esta via por cremos que estas reflexões são importantes, não apenas sob o ponto de vista sistemático, mas por estarem ínsitas, de forma ampla, na reflexão sobre a necessidade de regulamentação do *Empty Voting*.

Assim, numa primeira fase, (Capítulo 2) começa-se por fazer um enquadramento sintético sobre a relevância e a actualidade do *Empty Voting*; seguida de (Capítulo 3) uma breve exposição quanto à importância do exercício do direito de voto para o bom governo societário e (Capítulo 4) algumas distorções do sentido do voto.

Analisa-se, posteriormente, (Capítulo 5) o fenómeno do *Empty Voting*, as características do mesmo e as várias situações que o potenciam.

Finalmente, (Capítulo 6) aborda-se a eventual necessidade de regulação, que constrangimentos estão na base de tal opção e a respectiva consulta que foi recentemente lançada ao público pela União Europeia (ESMA).



2. RELEVO ACTUAL DO TEMA

O sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e controlo das sociedades emittentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado¹, em que consiste o *Corporate Governance*, já não se reconduz indubitavelmente a meros problemas de agência² entre gestores e investidores³, sendo um tema que tem assumido crescente importância nos últimos anos.⁴

O desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários tem conduzido a uma intensa reflexão sobre a estrutura e o controlo das sociedades abertas ao investimento do público.

Ao longo das últimas décadas tem-se assistido a uma evolução acelerada dos mercados de capitais, nomeadamente (i) a onda de privatizações e a inerente preocupação com a eficiência na direcção e controlo das empresas privatizadas; (ii) as OPV's que dinamizaram os mercados e chamaram a atenção para a protecção dos pequenos accionistas; (iii) o papel crescente dos investidores institucionais como detentores de activos; (iv) a multiplicação de operações de *M&A*, (v) a integração dos mercados de capitais a nível mundial e a crise asiática⁵; (vi) a inovação financeira e a proliferação dos *Hedge Funds*⁶; (vii) bem como os

¹ Definição de *Corporate Governance* - CMVM 2005 - embora não exista uma definição unívoca.

² SHLEIFER e VISHNY (1996)

³ Comportamento analisado por ADOLF BERLE e GARDINER MEANS - *The modern corporation and private property* (1932).

Na esteira de SMITH (1775, p. 362): “*Dos directores destas companhias, contudo, sendo administradores, mais do dinheiro de terceiros do que do seu próprio dinheiro, não se pode esperar que cuidem dele com a mesma vigilância aturada com que frequentemente os membros de uma sociedade privada cuidam do seu. (...) Deste modo, a negligência e o esbanjamento têm sempre, mais ou menos, que prevalecer na administração dos negócios de uma companhia deste tipo.*”

⁴ The Cadbury Report (1992), o Governo das Sociedades é definido como sendo “*o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e controladas*”.

⁵ BECHT *et al.* (2003)



escândalos financeiros e falências ocorridos recentemente nos EUA, que contribuíram para a crise financeira mundial e que provocaram impactos de relevo nos mercados de capitais.

Recentemente, tem vindo a ser aceite que é fulcral a existência de um conjunto de códigos de governo, adoptados à escala da dimensão dos mercados, que, por via legislativa ou através de recomendações, minorize tais impactos, ultrapassando fronteiras nacionais e permitindo aos *stakeholders* o acesso a informação completa e de qualidade para avaliar o desempenho da administração⁷ e promover o acréscimo de valor societário.

No entanto, para a crise financeira também contribuíram algumas falhas com origem no Governo das Sociedades⁸, como a deficiente notação de risco de produtos financeiros por empresas que estruturavam as próprias operações ou prestavam outros serviços aos seus clientes⁹, o menor rigor nos critérios da concessão de crédito, na expectativa da sua posterior titularização, entre outros.

Por isso, é essencial, em cada momento, questionar, analisar e aferir quais as boas práticas de *Corporate Governance* que permitem uma regulação eficiente, uma maximização do valor da empresa e o alinhamento de todos os incentivos para evitar conflitos de interesse que, tantas vezes, estão na génese de falhas de governo societário.

⁶ Veículos de investimento privados, dotados de um fundo, geridos por profissionais altamente qualificados remunerados com base na sua performance absoluta. Embora estejam reservados a um número limitado de investidores não estão submetidos a regulação ou supervisão. - PARTNOY, FRANK AND RANDALL THOMAS, 2006, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, Working Paper, Brookings Institution Press. p. 23

⁷ Wall Street rule: os accionistas avaliam a bondade das opções tomadas por cada empresa cotada em função dos seus resultados.

⁸ OCDE 2009 - A notação de risco dos produtos financeiros estruturados por *Investment Banks*, o menor rigor na concessão de crédito para titularização posterior, os incentivos de curto prazo e as remunerações excessivas dos gestores mesmo as *rewards for failure*, foram falhas de governo das sociedades que contribuíram para a crise financeira.

⁹ Caso dos bancos de investimento



Tem sido genericamente aceite, nos últimos anos, que a capacidade de voto dos accionistas nas Assembleias Gerais (AG), próxima à sua gestão, revela-se uma forma de potenciar o governo societário. A própria evolução legislativa tem sido no sentido de favorecer e facilitar o exercício de voto pelos sócios.¹⁰

No entanto, os grandes investidores institucionais alteram o paradigma do voto no governo das sociedades e levantam a dúvida se a sua intervenção garante real benefício à sociedade ou somente aos detentores finais dos fundos administrados.

Além do mais, a inovação financeira e outras práticas recentes dos mercados tem transformado o exercício de voto, permitindo dissociar o risco económico inerente, de que é paradigmático o *Empty Voting*.

Estas questões, associadas ao risco absentismo no exercício dos direitos sociais e de confiança nas decisões societárias alheias (*free riding*), à clivagem entre grupo de controlo e accionistas minoritários e risco de informação assimétrica¹¹, podem provocar conflitos de interesses no âmago das decisões estruturais que são votadas no âmbito das sociedades cotadas.

Como será analisado, os casos de ocorrências de *Empty Voting* não são fáceis de apurar, uma vez que derivam de um conjunto muito vasto de circunstâncias, bem como não é óbvio ou consensual que causem, indubitavelmente, distorções no sentido do voto, com consequências nos mercados de capitais.

Por outro lado, questiona-se *se* e, em caso afirmativo, *como* deve ser promovida a regulação do *Empty Voting*. Também a este nível não há respostas unívocas. Tal opção, dada a natureza do *empty voting*, que surge muitas vezes como uma consequência de

¹⁰ Ver nota de rodapé n.º 28.

¹¹ Potenciado por problemas de desigualdade de tratamento informativo.



transacções lícitas, implicaria restrições que poderiam constituir uma ameaça à autonomia privada dos vários agentes de mercado.

Recentemente algumas entidades e autoridades¹² têm-se pronunciado acerca da eventual necessidade de adopção de regras ou, pelo menos, de recomendações, uma vez que as boas práticas de *Corporate Governance* se revelam cada vez mais essenciais no sentido do aperfeiçoamento dos mecanismos de tutela dos investidores.

¹² Caso da SEC e da ESMA.



3. A IMPORTÂNCIA DO VOTO ACCIONISTA (*VOTING*)

3.1. Enquadramento

A relação jurídica entre o sócio e a sociedade é uma¹³ e complexa^{14,15}. O sócio é tipicamente detentor de uma posição de socialidade à qual é inerente um conjunto de direitos específicos, nomeadamente a quinhoar nos lucros (atribuição de dividendos), a participar nas deliberações, a aceder à informação, a exercer direitos de voto, direitos de veto¹⁶, entre outros.

O voto consiste na resposta dada a uma proposta de deliberação, resposta essa que pode ser no sentido da sua aprovação ou da sua rejeição. Neste sentido, o voto constitui uma declaração pelo meio da qual se exterioriza a vontade do titular do órgão social, no sentido de qual deve ser a posição a tomar por esse órgão, assumindo relevância para o processo deliberativo, uma vez que, se o conjunto dos votos formar a maioria legal ou contratualmente exigida para a deliberação, vai permitir que a posição do órgão seja no sentido da declaração do votante.¹⁷

No direito português, o voto accionista assume um carácter unitário, não sendo permitido que um sócio, com mais de um voto, exerça em sentido diferente os votos de que é titular¹⁸.

¹³ Por se estabelecer apenas uma ligação entre cada sócio e a sociedade;

¹⁴ Por conter no seu âmbito uma pluralidade de situações jurídicas activas e passivas de diferentes naturezas.

¹⁵ PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, Almedina, 2006, p.112

¹⁶ Caso das acções privilegiadas

¹⁷ MENEZES LEITÃO, *Voto por Correspondência e Realização Telemática de Reuniões de Órgãos Sociais*, conferência proferida na Faculdade de Direito de Lisboa em 23 de Junho de 2006

¹⁸ Embora o possa fazer com os votos que exerce em representação, por agir de acordo com a vontade de outro sócio.



No entanto, a unidade da participação social pode ser posta em causa quando a sua titularidade seja plural, nos casos de contitularidade, usufruto, penhor, ou até quando não se verifica qualquer correspondência entre a titularidade e a participação económica numa determinada estrutura societária, tal como acontece nas situações de *Empty Voting*.

Nestas situações o sócio deixa de ser o credor residual, o que pode desvirtuar a sua posição de socialidade.

A este nível importa referir que um dos princípios da teoria contratual das sociedades caracteriza-se pela correspondência de “*uma acção, um voto*”^{19,20}, de forma a que aos accionistas seja garantido o direito a votar em AG’s na proporção da sua participação económica na empresa²¹.

Apesar da amplitude de excepções que existem a este princípio, e lhe conferem uma aplicação residual, esta proporção económica revela-se importante por estar na base do alinhamento dos interesses do accionista com a sociedade. Isto porque, os accionistas como verdadeiros investidores que suportam o risco residual, devem ser chamados a decidir nas matérias e mudanças *core* da empresa. Ao colocarem o seu interesse económico-financeiro na empresa, os votos individuais encontram-se, à partida, alinhados com o interesse

¹⁹ No Direito Português - Cfr. Art. 21º n.º 1 b), 373º ss do CSC 384.º CSC - consagrando-se não só o direito como a exigência de serem os accionistas a participar nas deliberações.

²⁰ O regime português conhece várias derrogações nomeadamente i) a emissão de acções com múltiplos direitos de voto; ii) o estabelecimento de um limite de direito de votos (proibindo que os accionistas votem acima de um certo percentual limite, independentemente do número de acções que possuam); iii) o estabelecimento de um limite de propriedade (proibindo que potenciais investidores adquiram uma participação na empresa acima de um certo patamar); e iv) a emissão de acções prioritárias, como as golden shares (que conferem a seus detentores direitos de decisão específicos sobre a companhia independentemente da proporção que possuam do total de acções).

²¹ Teoria contratual das sociedades



societário e terão o incentivo certo para exercer o poder de voto e tomar as decisões essenciais, com vista a aumentar o valor da mesma.^{22 23}

Esta correspondência entre acções e votos também é essencial para o mercado de controlo uma vez que existem evidências empíricas que demonstram que ocorre um alinhamento dos órgãos de gestão com os interesses dos accionistas.^{24 25}

Esta premissa revela-se essencial no governo das sociedades.

Ao accionista, detentor de uma participação no capital, deverá interessar, numa perspectiva de longo prazo²⁶, decidir em prol da maximização do capital social, maximizando também o valor das suas próprias participações.²⁷

²² ROBERT C. CLARK, *Corporate Law* 389 (1986) “*the institution behind this argument is that giving control to shareholders will place the power to monitor the performance of participants in the firms and the power to control shirking, waste, and do forth in the hands of those who have the best incentive to use the power*”

²³ HENRY HU e BERNARD BLACK *The new vote buying* – pag. 811 e 814

²⁴ “*Dos administradores dessas sociedades [abertas], contudo, sendo administradores, mais do dinheiro de terceiros do que do seu próprio dinheiro, não se pode esperar que cuidem dele com a mesma vigilância aturada com que frequentemente os membros de uma sociedade fechada cuidam do seu (...) A negligência e o esbanjamento têm sempre, mais ou menos, que prevalecer na administração dos negócios de uma sociedade deste tipo*”. - ADAM SMITH, *Da Riqueza Das Nações* (1776)

²⁵ No entanto o exercício de direitos de controlo implica a incursão em custos, nomeadamente de obtenção e tratamento da informação, de recurso a acções judiciais de outra natureza.

²⁶ No entanto, nas sociedades em que as participações sociais estão dispersas em mercado, a perspectiva pode ser a de curto prazo: recepção do máximo de dividendos ou obtenção de um valor especulativo da venda da participação.

²⁷ Neste sentido o Código de Governo das Sociedades da CMVM 2010 recomenda (I.3.3.), que as sociedades devem assegurar a proporcionalidade entre os direitos de voto e a participação accionista, preferencialmente através de previsão estatutária que faça corresponder um voto a cada acção. Sendo que não cumprem a proporcionalidade as sociedades que, designadamente: *i)* tenham acções que não confirmam o direito de voto; *ii)* estabeleçam que não sejam contados direitos de voto acima de certo número, quando emitidos por um só accionista ou por accionistas com ele relacionados.



3.2. Os Accionistas na Estrutura Societária - O Exercício de Voto

O direito de participar nas AG das sociedades e de nelas votar é considerado como um dos direitos básicos dos accionistas.²⁸ A par do direito à informação revela-se um dos meios mais idóneos de assegurar um acompanhamento próximo da gestão e fiscalização da sociedade.

Nos últimos anos, tem-se assistido a uma evolução legislativa no sentido da promoção de meios que permitam o exercício de voto, eliminando barreiras ao seu exercício.²⁹

Apenas o exercício efectivo do direito de voto, ao determinar uma influência directa dos accionistas nos assuntos sociais, permite um equilíbrio entre os diversos núcleos de interesses coexistentes no seio das sociedades comerciais.³⁰

Porém, apesar de os accionistas terem os interesses certos, não têm, à partida, os conhecimentos de facto para a promoção de uma gestão eficiente. Desta forma, é frequente, as sociedades cotadas e dispersas, estarem sob o controlo de facto de gestores,

²⁸ Art. 21º n.º 1 b) CSC

²⁹ No regime Português, por exemplo, admite-se a votação pelo método da assembleia, a votação pela forma do voto escrito ou referendário e o voto por correspondência no sentido de flexibilizar o exercício de voto e dar voz aos titulares da participação societária - Integra uma forma mista de deliberação entre os tipos anteriores, apesar de ser formulado por escrito, destina-se a suprir a falta do sócio à AG, permitindo votar antecipadamente as deliberações que são propostas sem ter que estar presente.

Nesse sentido, o voto por correspondência tem sido encarado como uma forma preciosa de evitar o abstencionismo dos sócios às AG, que tem constituído um factor prejudicial ao correcto funcionamento das sociedades anónimas, ao permitir que minorias activas controlem a sociedade em lugar da maioria silenciosa, destruindo assim a correlação proporcional que deve existir entre o montante da participação social e o controle societário – assumindo desta forma especial ênfase no âmbito do *corporate governance*. – LUÍS MENEZES LEITÃO in “*Voto por Correspondência e Realização Telemática de Reuniões de Órgãos Sociais*”

³⁰ NOACK & BEURSKENS (2002, p. 144), “*There is general consensus that higher shareholder participation in decisions guarantees enhanced legitimation of the management’s decisions and is hence beneficial to corporate governance*”.



sendo inevitável que o executivo determine a concretização do negócio e as linhas estratégicas, uma vez que aos accionistas falta informação suficiente³¹.

Assim, a este nível ocorrem custos de agência, uma vez que os gestores tendem (i) a negociar em proveito próprio (visivelmente sobre lógicas de curto prazo); (ii) a atribuir elevadas compensações pecuniárias para efeitos da sua remuneração; (iii) a actuar de forma ineficiente.

Nesse prisma, o voto accionista é também uma das importantes formas de controlo destes comportamentos³², uma vez que o accionista ou exerce o voto³³, através do qual pode nomear ou destituir administradores, sendo esta uma vertente essencial para o controlo dos problemas de agência³⁴, ou exerce o direito à transmissibilidade das acções e que se reflecte na responsabilização indirecta dos seus dirigentes pelos resultados obtidos.³⁵

Pelo que não é de estranhar, assim, que a participação efectiva dos accionistas seja uma das prioridades mais relevantes em sede do governo das sociedades.

Neste sentido os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, recomendam expressamente que “*o enquadramento do governo das sociedades deve proteger e facilitar*

³¹ Ver infra.

³² A par de outros instrumentos de controlo pelo mercado como as OPA's; as exigências de disclosure (*prestação de informação financeira e divulgação de factos materialmente relevantes*), a existência de órgãos de fiscalização das estruturas executivas.

³³ Activismo societário.

³⁴ Os accionistas são principais que delegam a sua autoridade nos gestores, os agentes. Surgem tipicamente conflitos de interesse no que diz respeito (i) à obtenção de benefícios não pecuniários por parte dos gestores, muitas vezes contraditórios com a maximização do rendimento dos accionistas; (ii) diferentes atitudes face ao risco – os gestores são normalmente mais avessos ao risco do que os accionistas, devido à sua riqueza estar estreitamente ligada ao desempenho da empresa, enquanto os accionistas possuem um portfolio de activos diversificados, reduzindo o risco; (iii) O facto de os gestores privilegiarem as acções de curto prazo, demonstrando sucesso, em detrimento de acções de longo prazo, mais favoráveis à sociedade.

³⁵ Nomeadamente nos casos de aquisições hostis. De uma forma simplista, maus resultados reflectem-se na redução do valor das acções, tornando atraentes *hostile takeover* que acabam por resultar na substituição da administração da firma-alvo.



o exercício dos direitos dos accionistas”, devendo os accionistas “ter a oportunidade de participar activamente e de votar nas assembleias gerais, devendo ser informados das regras a que as mesmas se encontram sujeitas, nomeadamente os procedimentos de votação” (princípio II).

Nos mesmos termos, as Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas consagram como melhor prática o estímulo ao exercício do direito de voto e representação de accionistas (recomendação 2): *“Não deve ser restringido o exercício activo do direito de voto, quer directamente, nomeadamente por correspondência, quer por representação”*.³⁶

No entanto têm-se questionado: quais são efectivamente os interesses dos sócios? Que matérias devem ser votadas pelos detentores das participações sociais e quais devem competir à gestão?

Considerando a multiplicidade de accionistas, o seu poder de voto ou de influenciar decisões, a sua qualidade como investidor³⁷ e as suas preferências de consumo, é muito difícil apurar qual é o melhor interesse dos detentores das participações sociais ou qual deve ser o nível de ingerência nas decisões da própria gestão da sociedade.³⁸

³⁶ Considera-se, para este efeito, como restrição do exercício activo do direito de voto: a) a imposição de uma antecedência do depósito ou bloqueio das acções para a participação em assembleia geral superior a 5 dias úteis; b) qualquer restrição estatutária do voto por correspondência; c) a imposição de um prazo de antecedência superior a 5 dias úteis para a recepção da declaração de voto emitida por correspondência; d) a não existência de boletins de voto à disposição dos accionistas para o exercício do voto por correspondência.

³⁷ Institutional vs. particular? Activista ou detentor nos termos de um fundo de pensões?; hedge fund?

³⁸ Também a este nível há quem defenda que os accionistas, sobretudo em sociedades muito dispersas em bolsa, não tem um interesse na continuidade das várias políticas de gestão e no longo prazo.



Alguns autores³⁹ defendem que o voto serve os accionistas bem em contextos de Ofertas Públicas de Aquisição (OPA) e temas mais amplos de governo societário.

No entanto, a expansão direito de voto para matérias de gestão mais corrente não melhora o governo e a *performance* operacional das sociedades, pois os investidores não têm nem formação, nem informação suficientes para tomar as decisões mais aconselháveis à defesa dos seus interesses. Acabam assim por, ou não exercer esses direitos, ou serem fortemente influenciados pela opinião dos gestores.

Para os investidores institucionais, por exemplo, que detêm *portfolios* diversificados de acções, seria ilógico imergirem nas operações e estratégias negociais de todas as sociedades em que investem para tomar decisões informadas. Os custos por um lado, ou a assimetria de informação, por outro, seriam demasiado elevados.^{40,41}

No entanto, o voto tem conhecido várias distorções no seu exercício, algumas das quais podem estar na génese do próprio *Empty Voting*.

Estas distorções são motivadas por diferentes circunstâncias e que, como será analisado, ameaçam o princípio de que os accionistas detêm o melhor dos incentivos para o exercício de voto.

³⁹ JONATHAN R. MACEY *Promises Kept, Promises Broken*

⁴⁰ No entanto, MACEY defende ser de extrema importância que os investidores como os *hedge funds* e as *private equity firms*, que detêm grandes blocos de participações sociais, se envolvam no governo das sociedades, pois o mero exercício do voto não é eficiente ou eficaz caso não haja um acompanhamento do quotidiano das sociedades. Assim, quando são chamados a manifestar o seu sentido de voto para ratificar uma decisão core como uma aquisição ou um desinvestimento, o seu input acrescenta verdadeiro valor.

⁴¹ Por outro lado é importante distinguir entre assuntos geréricos e específicos de governo societário, os investidores diversificados apenas não tem a informação necessária para votar de forma eficiente/esclarecida quanto a questões mais específicas da sociedade.

Um assunto genérico de governo das sociedades é um assunto política geral que com grande grau de probabilidade vai afectar o valor de todas as empresas num portfolio particular – por exemplo, saber se uma sociedade deve adoptar um “*poison pill*” (instrumento usado pelas sociedades aberta para evitar uma aquisição hostil).



4. NA GÉNESE DO EMPTY VOTING: DISTORÇÕES DO SENTIDO DE VOTO

4.1. Enquadramento

As alterações, que se tem verificado nos últimos tempos, quanto à titularidade e à negociação das acções, constituem uma ameaça à teoria contratual de que os detentores de participações sociais se encontram alinhados com o interesse societário e, portanto, têm o incentivo certo para exercer o poder de voto e tomar as decisões com vista a aumentar o valor da sociedade.

Podem ser apontadas algumas questões na génese deste problema nomeadamente (i) a maior volatilidade na titularidade das acções (passam ser vistas como um repositório de valor e não apenas como um fenómeno de longo prazo, estático e de tomada de decisão), (ii) o crescimento exponencial das transacções (através das bolsas de valores, leilões e intermediários financeiros) e de transferências escriturais e (iii) o crescimento do intercâmbio de derivados “*over-the-counter*”, bem como dos *hedge funds*.

Existe, no entanto, um conjunto vasto de realidades que interferem e podem ameaçar o sentido de voto, como será analisado de seguida.

4.2. A Falta de participação dos accionistas

Uma das ameaças à distorção do voto tem sido acometida à falta de participação dos accionistas. A separação entre propriedade e controlo está na génese da problemática dos custos de agência, pelo que, a aproximação de ambos é tendencialmente vista como uma solução para um maior empenho dos accionistas na condução dos negócios da sociedade.



A posição accionista revela-se essencial para a eficiência do mercado de controlo, através de estratégias de *Voice vs Exit*⁴² em face a situações societárias negativas.⁴³

No entanto, um dos problemas apontado pelo GreenPaper⁴⁴ foi exactamente a fraca participação dos accionistas “...há evidências de que a maioria dos accionistas é passiva e focada em lucros a curto prazo”.

Esta tendência para o absentismo societário tem sido atribuída a factores como:

I. Elevados Custos de compromisso

As posições longas, e a conseqüente necessidade de participação activa na gestão societária colocam (i) custos de oportunidade decorrentes da imobilização do capital (perda de potenciais ganhos de *trading* ou de arbitragem e de obrigações de abstenção de intervenção no mercado secundário, havendo a possibilidade de ocorrência de *inside trading*) (ii) eventuais custos de liquidez, (iii) maior exposição a riscos diversificáveis, (iv) menor liberdade na planificação e gestão fiscal da carteira, e (v) menor liberdade na gestão temporal dos resultados e sua distribuição entre vários exercícios.

Além disso, existem (vi) custos de informação e (vii) custos de acompanhamento de maior dimensão do que os que são suportados quando a participação na sociedade é encarada numa óptica de mera aplicação financeira, alienável ao primeiro sinal de evolução menos positiva da sociedade.⁴⁵

⁴² Ver *infra* 3.5.

⁴³ DONALD NORDBERG, *Corporate Governance, Principles and Issues*, Sage Publications, 2011, p. 27 ss.

⁴⁴ A Comissão Europeia veio, através de uma consulta pública recolher a opinião de diferentes empresas cotadas dos EM peritos de *corporate governance*, de forma a identificar os assuntos mais relevantes a nível da EU em 2010 e mais tarde em Abril de 2011.

⁴⁵ Estratégias de “*Exit*”



II. Retorno incerto

O accionista, ao intervir activamente sobre a sociedade como investidor, espera (i) ganhos decorrentes da valorização da posição inicialmente detida por força do aumento de valor da sociedade decorrente da sua melhor administração; (ii) a possibilidade de reforçar a sua posição a preços inferiores ao valor futuro da acção e (iii) a realização de ganhos de *trading*, se permitidos, por força da presença mais próxima da sociedade proporcionar informação privada, aproveitando por isso a volatilidade das cotações.

No entanto, estes ganhos são incertos e dependem de múltiplos factores como (i) a capacidade que tem em exercer influência significativa⁴⁶, (ii) o risco de tomada de posições contrárias pelos demais accionistas, (iii) a clivagem entre o grupo de controlo e os accionistas minoritários e (iv) o risco de informação assimétrica.

III. Diferentes estruturas de propriedade

A falta de activismo é tanto maior, quanto mais os direitos de voto estão dispersos por entre uma pluralidade de investidores.

Os mercados geográficos e financeiros, fruto da evolução histórica que conheceram, não tem todos as mesmas características. Daí que, a este nível, importa atender às diferentes estruturas de propriedade dos mercados. Uma maior concentração accionista na Europa⁴⁷ implica uma menor pressão do

⁴⁶ Os pequenos accionistas tendem a ter confiança nas decisões societárias alheias (*free riding*)

⁴⁷ Em Portugal, o accionista com maior participação em sociedades com acções admitidas à negociação no mercado de cotações oficiais detém, em média, 39 % do capital social da sociedade em causa (Reino



mercado de controlo e uma clivagem mais profunda entre a maioria accionista e accionistas minoritários. Contudo, os titulares de participações qualificadas têm mais incentivos e capacidade de interferência para acompanhar diligentemente a administração na condução dos interesses da sociedade.

Nos mercados Europeus, com maior concentração accionista, existe maior tendência para comportamentos de *free ride* dos accionistas minoritários, que acabam por exercer o direito de voto no mesmo sentido dos accionistas mais influentes ou, em última análise, não procuram qualquer envolvimento nas tomadas de decisão, preferindo claramente uma estratégia *exit* em caso de descontentamento, dada a falta de *voice* que tem no âmago da sociedade.

4.3. Os Investidores Institucionais

Os grandes investidores institucionais têm vindo a conhecer uma expansão considerável nos últimos anos. Uma boa parte das distorções de voto podem encontrar origem nestes *players*, uma vez que o facto de administrarem um conjunto de participações sociais com proporções significativas confere-lhes um poder considerável no mercado de capitais.

Os investidores institucionais têm sido vistos como uma das causas mais prementes para o desvirtuar das correctas tomadas de decisão a nível societário e sobretudo como potenciadores de situações de *Empty Voting*.⁴⁸

Num primeiro momento, cumpre chamar a atenção para o facto de, sob o conceito de Investidor Institucional, se aglutinarem realidades muito diversas.

Unido:10 %; EUA:5 %). Para mais desenvolvimentos, ver também a este propósito o estudo “La Porta, Lopez de Salinas e Shleifer”.

⁴⁸ Ver *infra* 5.2.4.



Em Portugal, o CVM considera investidores institucionais (i) as instituições de crédito, (ii) as empresas de investimento, (iii) as instituições de investimento colectivo e respectivas sociedades e (iv) as sociedades gestoras de fundos de pensões⁴⁹.

Por outro lado, alguns autores caracterizam os investidores institucionais como sendo o conjunto das *i*) instituições financeiras profissionais, que *ii*) concorrem entre si directa ou indirectamente na captação de recursos junto das famílias, *iii*) gerem essas poupanças e procedem à sua aplicação no mercado de capitais, e *iv*) administram carteiras suficientemente grandes de modo a poderem deter grandes blocos de acções, sem se sujeitarem, com elevada probabilidade, à contingência de ter alienar essas posições por eventuais choques de liquidez que originem rupturas pontuais de tesouraria.⁵⁰

A dimensão, bem como a natureza destes investidores, colocam a questão essencial: qual é a sua vocação para a intervenção na sociedade? Como conciliar o papel desses investidores, por um lado, enquanto accionistas, comprometidos no longo prazo⁵¹ com o futuro da sociedade e, por outro, enquanto investidores com obrigação de maximizar a rendibilidade dos seus investimentos, muitas das vezes de curto prazo, em favor dos beneficiários finais dos fundos que administram.^{52 53}

⁴⁹ Art. 30º n.º 1 CMV

⁵⁰ CARLOS FRANCISCO ALVES *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações* -

⁵¹ Numa perspectiva de longo prazo na gestão das suas carteiras.

⁵² Como notam SHORT e KEASEY (1997), para que os investidores institucionais adoptem um papel activo no governo das sociedades é necessário que se vejam a si mesmos como proprietários das sociedades em que participam e vejam as acções como um conjunto de direitos exercitáveis e não apenas como veículos de investimento de curto prazo, sem qualquer outra utilidade que não seja a geração de mais-valias.

⁵³ O dever de lealdade dos gestores dos fundos exige-lhes a maximização do retorno no interesse dos beneficiários finais, o que induz à necessidade de manter liberdade de investir e desinvestir em qualquer momento aproveitando oportunidades de arbitragem em busca da melhor rendibilidade.



Estes conflitos de interesses são reconduzíveis a problemas de agência que são notórios quando, por exemplo, o gestor de um fundo assume funções como administrador de uma sociedade participada – as tomadas de posição são realizadas no interesse dos participantes ou dos próprios gestores do fundo?

Para além do mais, esta situação é agravada sempre que os investidores institucionais colocam o foco decisório nas mãos de gestores de activos, já que a motivação destes é meramente financeira, de curto prazo, sem interesse directo no controlo e governo da sociedade⁵⁴.

Assim, não é de estranhar que, no âmbito das agências de regulação e em esferas governamentais, tenham emergido apelos ao reforço da intervenção dos investidores institucionais nas sociedades por si participadas⁵⁵ e à divulgação pública do sentido de voto, de forma a otimizar as decisões e encorajar o dialogo com os investidores.

4.4. A diminuição dos horizontes de investimento

Os horizontes de investimento têm diminuído consideravelmente nos últimos anos, os valores de *turnover* de capital⁵⁶ tendem a ser elevados ao mesmo tempo que a intermediação de investimentos aumentou, amplificando a importância da relação entre investidores de longo prazo e gestores de seus activos ser pautada pelos menores custos de agência possíveis.

⁵⁴ O controlo mais eficaz dos gestores de activos pelos investidores institucionais foi uma das recomendações de *corporate governance* suscitadas pelo Green Paper.

⁵⁵ Nomeadamente o Relatório Cadbury e as “Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas” CMVM.

⁵⁶ Vendas anuais/capital próprio – rácio que permite aferir o volume de capital que é utilizado para calcular a taxa de retorno sobre os capitais próprios. Mede a capacidade das empresas usarem os capitais próprios para gerar receita.



Os beneficiários dos fundos encaram maioritariamente as acções como um investimento de curto prazo⁵⁷ e não como fracções de propriedade de uma sociedade e comumente, encaram com maior naturalidade comportamentos do tipo “*exit*” – expressão consagrada na literatura que corresponde à regra “se não gostas vende” – do que comportamentos do tipo “*voice*” – que corresponde à utilização dos direitos de controlo no intuito de mudar o rumo dos acontecimentos em benefício dos accionistas.

4.5. Os *Proxy Advisors*

Dados os portfólios diversificados e a informação insuficiente de que padecem os investidores institucionais para o exercício de voto esclarecido, estes vem-se forçados muitas vezes a recorrer a *proxy advisors*, que no fundo, ao prestarem aconselhamento técnico sobre qual a melhor forma de exercício de voto, acabam necessariamente por ter uma influência substancial no sentido do mesmo. Situação esta que, como se compreende, é sobretudo agravada em situações de *Empty Voting*.

Os Hedge Funds⁵⁸, nomeadamente, são propensos a recorrer a gestores altamente qualificados que monitorizam activamente as sociedades participadas pois contam com a necessidade de retornos absolutos e de remuneração dos investidores.

Estas estratégias beneficiam sobretudo os pequenos investidores individuais que não têm, nem a capacidade, nem os meios para desenvolver este tipo de análise, o que constitui uma clara vantagem da utilização destes fundos.

⁵⁷ O beneficiário final típico dos fundos geridos e administrados em Portugal, em face da relação estreita existente entre os investidores finais e os gestores bancários e a par de alguma falta de cultura financeira, tende a ver os fundos de investimento tenderão como sucedâneos próximos dos depósitos bancários

⁵⁸ Ver *infra*



Estes agentes também conhecem um conflito de interesses na sua actuação e, como tal, as metodologias em que sustentam o seu aconselhamento de voto, não são transparentes o suficiente para sustentar o *porquê* de ter sido indicado aquele sentido de voto e não outro.⁵⁹

⁵⁹ Esta foi uma das questões suscitadas recentemente pelo Green Paper



5. O FENÓMENO DO EMPTY VOTING

5.1. Enquadramento

O exercício do direito de voto por quem não detêm a titularidade da acção não é uma matéria nova.

No entanto, nos últimos anos tem surgido como questão central quando se discute o correcto exercício de voto. Esta consciencialização deve-se ao despertar para os problemas que, também a este nível, podem decorrer para o Corporate Governance.

O *Empty Voting*, compreende as situações em que alguém detém mais direitos de voto do que interesse económico na sociedade em causa, sendo que o voto está “vazio” do interesse económico subjacente, podendo ser inclusive negativo^{60,61}.

Desta forma, o *Empty Voting* torna possível controlar uma empresa pelo exercício de voto, sem deter a sua propriedade económica, em termos líquidos, na proporção da influência desse mesmo direito de voto.

Este tipo de dissociação pode provocar distorções⁶² de voto que prejudicam o interesse comum da sociedade em prol de interesses pessoais, com o objectivo de retirar, da mesma, vantagens em prejuízo dos restantes accionistas.

A propriedade económica, neste prisma, entende-se como a que está associada ao retorno das acções, e que tanto pode ser alcançada directamente, ao deter participações sociais, ou

⁶⁰ No sentido de beneficiar com uma descida no preço das acções.

⁶¹ SEC - Concept Release on the U.S. Proxy System pág. 138

⁶² Verdadeiros conflitos de interesses.



indirectamente, detendo outros activos que dependam da evolução do preço dessas acções e da distribuição de resultados⁶³.

Um exemplo paradigmático desta situação é o investidor que detém participações de uma determinada sociedade, com enorme peso na constituição de um dado índice e, ao mesmo tempo, tem uma posição em derivados ou equivalentes curta nesse mesmo índice.

Ou uma pessoa que tenha um interesse económico negativo numa sociedade e que prefere, certamente, que o preço por acção decresça em vez de aumentar. É o caso paradigmático do que sucedeu no caso Perry – Mylan⁶⁴, estudado por Henry Hu e Bernard Black.

Esta motivação de voto contradiz a assunção generalizada de que as acções são votadas com base no interesse do aumento do valor para o accionista e de uma forma que proteja os interesses dos accionistas e reforce o valor da empresa⁶⁵, e ameaça a confiança dos investidores no mercado de capitais⁶⁶.

Para além de que é uma fonte de preocupação que algumas decisões *core*, como a eleição dos membros do Conselho de Administração e outras decisões fundamentais, sejam

⁶³ ver *infra* 5.2.3. A *inovação financeira*

⁶⁴ Perry-Mylan - titularidade de acções com risco coberto com um *equity swap*:

Perry Corporation, um HF, detinha 7 milhões de acções da King Pharmaceuticals. A Mylan Laboratories concordou adquirir a King numa fusão através de troca de acções. Se a fusão se realizasse a Perry iria fazer \$ 28 milhões de lucro, no entanto para completar a mesma a Mylan precisava da aprovação dos accionistas e as acções da Mylan caíram quando foi anunciada a fusão.

Assim a Perry comprou 9,9% da Mylan tornando-se o maior accionista para poder votar favoravelmente, no entanto decidiu cobrir o risco de mercado através de um *swap*, pelo que detinha 9,9% de titularidade de voto e zero propriedade económica. O interesse económico da Perry na Mylan era negativo: quanto mais a Mylan pagasse pela King mais a Perry iria lucrar.

⁶⁵ É problemático pensar que matérias como a designação de administradores ou grandes decisões negociais sejam votadas por pessoas com o incentivo para elegerem administradores sem qualificações ou bloquear acções que seriam do interesse geral dos accionistas.

⁶⁶ SEC - Concept Release on the U.S. Proxy System pág. 139



decididas por pessoas que tem o incentivo para eleger quadros não qualificados ou bloquear acções que são do interesse accionista como um todo.⁶⁷

Uma dissociação significativa dos direitos de voto do interesse económico pode provocar a desconfiança do público nos mercados de capitais.

5.2. Mecanismos que Potenciam o Empty Voting

5.2.1. Transacção de acções entre o registo e a AG⁶⁸

Para o exercício do direito voto em AG os sócios devem provar perante a sociedade⁶⁹ a inerente titularidade das acções.

No regime português e em muitos ordenamentos, esta prova ocorre não em AG mas numa data anterior, de referência, previamente estabelecida na lei ou nos estatutos – data de registo (*record date*).

No entanto, nada impede que, após aquela data, as acções sejam transaccionadas e ainda assim o direito de voto seja exercido em AG⁷⁰ ou sejam mutuadas durante um lapso de tempo, em que o mutuário detém o voto mas não a propriedade económica⁷¹.

⁶⁷ HENRY HU e BERNARD BLACK, *Debt and Hybrid Decoupling*, 667-672.

⁶⁸ Para mais desenvolvimentos sobre o regime português ver infra

⁶⁹ No entanto, no direito português este princípio não é absoluto. O direito de voto ser exercido pelo usufrutuário das acções – salvo quando se trate de deliberações que importem a alteração de estatutos ou dissolução da sociedade – casos em que o voto também pertence, conjuntamente, ao titular de raiz – art. 1467º CC. aplicável ex vi art. 23º CSC. Para além do mais o art. 81º n.º1 CVM admite ser o credor pignoratício o titular dos direitos de voto inerentes a valora mobiliários empenhados, havendo convenção nesse sentido

⁷⁰ Dado já não vigorar o sistema de bloqueio de acções e portanto é inexigível a manutenção da qualidade de accionista na data da AG como requisito de legitimidade para o exercício do direito de voto.

⁷¹ Para mais desenvolvimentos ver MARK C. FAULKER, “*An introduction to securities lending, in Securities Finance*”



Estas realidades potenciam o fenómeno do *Empty Voting*: quem exerce o direito de voto em assembleia não é titular das acções, não detendo qualquer interesse económico directo na estrutura societária. Uma evidência desta situação ocorreu no Reino Unido, no caso *Laxey-British Land*.

Embora seja necessário uniformizar estas situações e evitar a distinção “titulares à data do registo vs titulares efectivos da deliberação”, tal tarefa é mais simples em teoria do que na prática devido às várias “camadas” de titularidade entre o último beneficiário e os vários depositários.

Na ordem jurídica portuguesa, por exemplo, o usufrutuário de acções tem direito a votar nas AG, salvo quando se trate de deliberações que importem a alteração dos estatutos ou dissolução da sociedade⁷². Da mesma forma, admite-se a hipótese de, havendo convenção nesse sentido, ser o credor pignoratício o titular dos direitos de voto inerentes a valores mobiliários empenhados.⁷³

Num plano distinto, são ainda conhecidos outros exemplos de direitos inerentes a acções exercíveis perante a sociedade por quem já não possui a qualidade de acionista. É o caso do titular do direito ao dividendo deliberado que, antes do seu exercício, aliena a totalidade da sua participação.

No estado do DELAWARE, de acordo com o case law, aquele que adquirir acções entre a *record date* e a AG pode compelir o vendedor e conferir-lhe poderes de representação⁷⁴, aliás mesmo que o adquirente não exerça o direito que lhe assiste e o alienante exerça o

⁷² Caso em que o voto pertence, conjuntamente, ao usufrutuário e ao titular de raiz (art. 1467.º do CC, aplicável ex vi do n.º 2 do artigo 23.º do CSC).

⁷³ Art. 81º n.º 4 CVM

⁷⁴ cfr. SOFIE COOLS (2004), p.18



voto, este tem o dever de votar “*in a manner that is not materially injurious to the rights of the transferee*”⁷⁵.

Quanto a esta matéria tem sido defendido que uma das formas de minorar potenciais distorções passa por não ampliar muito o período entre a data de referência e a data de realização da AG. Admitir uma amplitude maior pode, no limite, implicar que na data da assembleia nenhum dos participantes seja accionista, prejudicando claramente o interesse social.

5.2.2. Empréstimo de acções e situações de *over-voting*

No mercado de *equity* é cada vez mais frequente o empréstimo de acções, o que pode originar situações de sobre-voto. Este fenómeno ocorre não apenas quando o mutuário das acções tem os direitos de voto associados às acções emprestadas, mas relativamente pouco ou nenhum interesse económico na sociedade⁷⁶, mas também quando quem empresta as acções não transfere o direito de voto e no entanto, tanto o mutuante e mutuário tentam exercer o direito de voto.

O problema é que as situações de *over voting* não são facilmente perceptíveis, sobretudo se o número de procurações (*proxies*) pelo depositário não exceder as que constem na data de registo.

⁷⁵ Este dever de votar de uma forma que não seja prejudicial para os direitos do adquirente é, no entanto uma válvula de escape que não pode deixar de causar alguma perplexidade em face de uma importante limitação: o anonimato da negociação em bolsa. É impossível configurar a representação de alguém cuja identidade se desconhece - cfr. Klausener & Elfenbein 1999 p.356

⁷⁶ Assim, simplesmente pagando uma taxa para usar as partes, o mutuário pode "comprar" votos associados às acções, sem ter qualquer interesse económico correspondente.

E o o valor dessa taxa pode ainda ser reduzido nos casos de empréstimos das acções imediatamente antes da data de registo, sendo devolvida logo após.



Por outro lado, são conhecidos fenómenos de disputa por obtenção de procuração de voto (“*proxy rights*”) sendo comum estes fundos conseguirem agregar os votos de um número considerável de pequenos accionistas, permitindo o exercício de um poder de voto relevante.

5.2.3. A inovação financeira

O fenómeno da inovação financeira através de derivados (*Futures, Options, CFD's* ou *Equity Swaps*) e equivalentes (*stock loan agreement, etc.*) tornam cada vez mais fácil e acessível a dissociação entre a propriedade económica do poder de voto⁷⁷.

Estes instrumentos financeiros vão desde o uso simples de opções de *puts and calls* que estreitam ou eliminam os riscos económicos de uma posição longa em ações, sem afetar os direitos de voto inerentes, permitindo assumir uma relação positiva (em posições longas – em que o interesse económico é no sentido do retorno das acções) ou uma relação negativa (em posições curtas – em que o interesse económico é no sentido contrário ao retorno das acções).⁷⁸

Os contratos de derivados são muitas vezes usados para dar aos *hedge funds* o controlo sobre os direitos de voto associados à titularidade das acções, o que pode provocar distorções e conflito de interesses.

Um exemplo claro, é a possibilidade de uma parte conseguir uma grande influência nas decisões de uma sociedade, por via dos direitos de voto adquiridos com a compra em acções, mas, ao mesmo tempo, ter uma posição short sobre esse mesmo activo através de

⁷⁷ HENRY HU e BERNARD BLACK.

⁷⁸ Significa isto que um investidor pode ter um interesse económico (positivo ou negativo – ou até “neutro”), sem deter os direitos de voto respectivos a esse interesse, o que sempre poderá resultar que o interesse económico seja maior, menor ou inverso à propriedade do voto.



um derivado ou equivalente, de modo a que a sua posição, em termos líquidos, seja negativa.

O interesse do HF neste exemplo é contrário ao da sociedade, pois a sua posição líquida negativa, vista em termos de racionalidade económica, dita que este procure destruir o maior valor possível na sociedade para que a sua posição líquida possa resultar em lucro⁷⁹.

O *Empty Voting* pode ser alcançado usando outros tipos de derivados, através de processos chamados de “*hybrid decoupling*.”⁸⁰

Por exemplo, em vez de usar uma *put option* para proteger o seu interesse económico nas acções, um accionista pode celebrar transacções de *swaps* de crédito no mercado de derivados. Se uma empresa tiver um mau desempenho económico, a probabilidade de incumprir com o seu passivo aumenta, e assim o *swap* de crédito permite o aumento do valor das participações.

Por último, as estratégias de cobertura de risco podem nem envolver dívida ou património líquido da empresa em que o accionista vai votar, nem derivados associados a essa dívida ou capital próprio.

O acionista pode, por exemplo, ser capaz de cobrir a sua exposição, quanto a acções de uma empresa, através da compra de activos correlacionados de alguma forma com o preço das mesmas acções.

No caso de uma aquisição, por exemplo, em que um acionista, como adquirente potencial, também detém uma participação elevada no capital da empresa-alvo, pode, sem dúvida, ser caracterizado como sendo um *empty voter* com um interesse económico negativo no

⁷⁹ Ver *infra*.

⁸⁰ Hu & Black, Debt and Hybrid Decoupling, 688-690.



adquirente. Ou seja, quanto mais o adquirente pagar em excesso pela empresa alvo, mais o investidor consegue lucro líquido.

Outros activos correlacionados que podem ser utilizados em estratégias de *empty voting* podem incluir, por exemplo, participações sociais de um concorrente ou um fornecedor.

Este tipo de estratégias e distorções são muitas das vezes usadas em casos de ofertas públicas de compra.

5.2.4. Os Investidores Institucionais e os *Hedge Funds* (Fundos de Cobertura)

Os investidores institucionais, conforme exposto, representam vários desafios em matéria de voto, activismo societário e de conflitos de interesses⁸¹ bem como a nível de *Empty Voting*.

A este nível, adquirem uma relevância acrescida as estratégias de *Hedge Funds*⁸² (HF). Com uma posição activa⁸³ sobre o capital de grandes sociedades, permitem, como se disse, gerar a valorização das mesmas em contra-ciclo com o mercado, reduzindo a sua dependência do crescimento daquele.

⁸¹ Ver *supra*.

⁸² Veículos de investimento privados dotados de um fundo, reservados a um número muito limitado de investidores e geridos por profissionais altamente qualificados remunerados com base na performance absoluta do fundo, sem submissão a regulação ou supervisão. - PARTNOY, FRANK AND RANDALL THOMAS, 2006, Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation, Working Paper, Brookings Institution Press. p. 23

⁸³ Entrada no capital de grandes sociedades abertas, com vista à obtenção de alterações estratégicas e estruturais que permitam a criação de valor.



Ao apresentarem níveis de rentabilidade elevados⁸⁴ os HF são uma realidade em crescimento nos mercados de capitais e cada vez mais tiram partido da oportunidade de dissociar a propriedade económica do poder de voto.

Ora, tais HF, como actuam com elevado grau de independência, podendo tomar decisões contrárias aos interesses das administrações das sociedades em que actuam, e com grande capacidade de investimento, recorrendo a *leverage*, adquirem posições que conferem poder significativo de voto e/ou controlo e são muito diferentes dos tradicionais fundos de investimento.

Para além do mais, os HF assumem horizontes de investimento muito voláteis⁸⁵, podendo ter abordagens quer de *long-term*, com forte tendência para o activismo societário⁸⁶, quer de *short-term*, assente na procura de margens nas operações com uma escala temporal muito reduzida⁸⁷, e influenciam fortemente as tomadas de decisão das sociedades por eles participadas, tanto pelas características do seu activismo societário como pela tendência diametralmente oposta de elevados níveis de absentismo.

Muitas vezes os HF recorrem aos mercados de empréstimo de acções para poderem exercer o voto e influenciar o *outcome*, como aconteceu no caso paradigmático do Henderson Land Development Co.⁸⁸

84 Como destacam MARCEL KAHAN E EDWARD ROCK Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, in University of Pennsylvania Law Review, Vol, 155, p. 1046

85 Através do recurso a instrumentos como short-selling e o empréstimo de acções - DONALD NORDBERG, Corporate Governance, Principles and Issues, Sage Publications, 2011, p.173

86 Procura da valorização das empresas em que detem participação. Incentivo que leva a geralmente a posições em linha com os interesses dos demais accionistas.

87 Não considera qualquer questão de administração, potenciando o risco de informações contraditórias e alteração de cotação em função dos objectivos dos fundos, existe neste caso um claro risco moral de abuso de mercado

88 Henderson Land Development Co., - O terceiro maior promotor imobiliário de Hong Kong detinha 73% da subsidiária Henderson Investment.



Os HF pressionam ainda operações de fusão, cisão e venda de activos. Há inclusive casos em que estão acoplados com uma posição sólida como accionista influente⁸⁹ e actuam sob três vertentes principais quanto ao controlo societário (i) bloqueio de aquisições do lado do adquirente⁹⁰, quando consideram que a operação vai destruir valor⁹¹; (ii) Bloqueio das vendas do lado da sociedade alvo, quando consideram que os termos da oferta não são favoráveis; (iii) ao nível de realização de OPA's.

É notório que não há incentivos para uma conduta leal ao interesse das sociedades participada. Os objectivos de obtenção de retorno dos HF, não coincidem na maioria das vezes com os interesses de outros accionistas e os da empresa – casos paradigmáticos das estratégias que cobrem o risco nos *takeovers*⁹² - o que é agravado quando os HF adquiram temporariamente direitos de voto sem a aquisição da titularidade das participações.

Em novembro de 2005 ofereceu um prémio elevado para aquisição do remanescente. De acordo com legislação de Hong Kong, a transacção seria aprovada a menos que 10% dos votos fossem contra. No entanto, a aquisição foi rejeitada por uma pequena margem. Houve um abrupto surto de acções emprestadas por pelo menos um HF de antes da votação.

Ao pedir de empréstimo as acções e, simultaneamente, cobrir com uma posição *short* as mesmas, o HF ganhou os direitos de voto para esmagar o negócio e lucrou quando o valor por acção caiu 18% no dia seguinte – o que valeu a preocupação do regulador de Hong Kong quanto às práticas de voto.

⁸⁹ O risco de abuso de informação privilegiada e manipulação de mercado é substancialmente aumentada. Este parece ser verdadeiro mesmo sem o uso do voto em branco. - Andrea Zanoni hedge funds' empty voting in mergers and acquisitions: A fiduciary duties perspective

⁹⁰ sendo paradigmática deste tipo de operação o caso "Deutche Borse"

⁹¹ Ao serem analisados os ganhos de sinergia em face do prémio de aquisição ROBERT G. ECCLES, KERSTEN L. LANES, E THOMAS C. WILSON, Are You paying to much for that aquisition?, Harvard Business Review, Julho-Agosto 2009

⁹² Ao deter participações nas duas empresas, o fundo pode beneficiar caso o takeover resulte ou não, e por outro lado pode ser utilizada a participação numa das entidades para valorizar a participação na outra.



5.3. Conclusões sobre o Impacto do *Empty Voting* no Governo das Sociedades

Têm sido apontados alguns impactos positivos do recurso ao *empty voting*, nomeadamente no que concerne à promoção do acréscimo de valor societário por um aumento da eficiência da informação.

Os investidores estratégicos e os mais atentos ao mercado financeiro têm, não apenas, acesso a informação única em face de uma decisão societária e ao impacto dessa mesma decisão no valor da sociedade, como também conseguem mais rápida e eficientemente reunir essa informação (sem tantos custos de transacção)⁹³.

Assim, os accionistas não informados, que não estão dispostos a pagar o custo da informação, podem vender os seus votos a quem disponha da mesma de forma a aumentar a eficiência do *outcome* do voto.⁹⁴

Este argumento requer que, tanto os interesses do comprador, como os do vendedor do voto sejam coincidentes, o que muitas vezes não acontece, como exemplificado por Hu and Black.

São exemplos paradigmáticos, destes casos, as situações em que os investidores bem informados, ao assumirem posições longas e adquirirem através do *empty voting* poder de voto aos accionistas menos informados, em desproporção com a sua propriedade económica, promovem um *outcome* mais favorável da votação em AG e contribuem para o aumento de valor da empresa e dos demais detentores de participações sociais.⁹⁵

⁹³ in : One share, one vote? Not necessarily.

⁹⁴ Chirtoffersen, Greczy, Musto e Reed (2007) (in: Empty Voting and the Efficiency of corporate Governance).

⁹⁵ Susan E. K. Christoffersen, Christopher C. Geczy, David K. Musto e Adam V. Reed, “Vote Trading and Information Aggregation, Journal of Finance, Vol. 62, 2007, pp. 2897- 2929



O papel conferido aos investidores institucionais em mercados de valores mobiliários (designadamente, sociedades gestoras de fundos de investimento, de fundos de pensões e de patrimónios) também tende claramente a acentuar-se.

Mas, se por um lado a diligência dos investidores institucionais na gestão dos direitos inerentes aos valores mobiliários sob sua administração contribui positivamente para o desempenho das sociedades cotadas⁹⁶, por outro lado, como vimos, pode distorcer o sentido de voto devido a eventuais problemas de agência, conflitos de interesses e desalinhamento de incentivos.

Neste sentido, têm sido apontados alguns impactos negativos da prática do *empty voting* sobretudo a nível da transparência na estrutura e possíveis manipulações do de voto.

Os incentivos de voto sem interesse económico ou com um interesse económico que beneficiará com a perda de valor da sociedade, aumentam o risco de manipulação do sistema, conferindo aos investidores poder para afectar a sociedade e o seu governo, votando contra o interesse dos accionistas.

Outro perigo, reside no facto de os accionistas poderem ser dissuadidos de exercer os seus direitos, baseados na convicção de que os investidores institucionais e outros que possam recorrer ao *empty vote* controlam o voto.

Como forma de evitar estes conflitos, alguns autores, como é o caso de Shaun Martin e Frank Partnoy, propõem que os acionistas interessados não devem ter o direito de votar sobre a aprovação de uma fusão ou quaisquer decisões em assembleias em que têm

⁹⁶ Neste sentido a Recomendação n.º 11 da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas “Os investidores institucionais devem tomar em consideração as suas responsabilidades quanto a uma utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos inerentes aos valores mobiliários de que sejam titulares ou cuja gestão se lhes encontre confiada, nomeadamente quanto aos direitos de informação e de voto.”



interesses financeiros directos, e portanto em conflito com os seus interesses (obrigação de abstenção).⁹⁷

Por outro lado, alguns autores como Robert Thompson e Paul Edelman defendem uma adaptação moderna das normas societárias que se prendem com as ideias de (i) uma acção, um voto, (ii) proibição de acordos de separação do voto da propriedade económica, e (iii) proibição da compra do voto.⁹⁸

Henry Hu e Bernard Black, após longa análise deste fenómeno, para além de defenderem o reforço de divulgação defendem que as alterações legislativas devem ser feitas com afectação de três áreas: (i) os direitos de voto, (ii) a oferta e a procura de *empty voting* e (iii) os mecanismos de votação acionista que passam por fornecer poder às empresas para alterar os seus estatutos para limitar o *empty voting*. Em casos extremos também propõem uma obrigação de abstenção para bloquear os accionistas com interesse económico negativo.⁹⁹

Independentemente de o *Empty Voting* ter impactos positivos ou negativos, parece lógico que deve ser, pelo menos, assegurada a transparência no uso do mesmo.

Se um votante adquire acções com vista a influenciar ou controlar o resultado de uma votação em AG, mas actua de forma a reduzir o risco de perdas ou adquire mesmo um interesse patrimonial negativo, a divulgação da sua posição e/ou das suas intenções de voto parece ser informação essencial para os restantes accionistas.

⁹⁷ SHAUN MARTIN & FRANK S. PARTNOY, *Encumbered Shares*, 2005 U. ILL. L. REV. 775 (2005)

⁹⁸ ROBERT THOMPSON & PAUL EDELMAN, *Corporate Voting 1* (Vand. Pub. L. Research Paper No. 8-32, 2008)

⁹⁹ ANDREA ZANONI *Hedge funds' empty voting in mergers and acquisitions: A fiduciary duties perspective*



5.4.O Caso Português

Segundo é do conhecimento público, em Portugal, não existem muitos casos em que o *empty voting* tenha sido utilizado¹⁰⁰, tendo sido eventualmente o mais expressivo (e sem garantia de ter sido *empty vote*) algumas posições de accionistas envolvidos em lutas de poder pelo controlo de Sociedades, como foi o caso da Portugal Telecom vs Sonaecom, Portugal Telecom vs Telefonica, BCP vs BPI.¹⁰¹

Isto porque o regime português impõe às sociedades emitentes de valores mobiliários e aos accionistas alguns deveres de informação com vista à obtenção de maior transparência no que respeita às AG's e ao exercício do voto e que podem impedir alguns dos mecanismos potenciadores dos casos de *Empty Voting*.

O Código de Governo das Sociedades

Em 2007, a CMVM¹⁰² implementou um conjunto de Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas e que deu lugar ao Código de Governo das Sociedades¹⁰³. Tais recomendações integrantes do código de conduta são dirigidas às sociedades emitentes de valores mobiliários em mercado regulamentado e aos investidores institucionais¹⁰⁴, longe

¹⁰⁰ Excluindo posições de *empty vote* resultante de posições de *hedging*, estratégias de impostos diferidos, ou provocados pelo gap entre a data da assembleia e o registo das acções para exercício do respectivo voto.

¹⁰¹ Octávio Viana- in <http://www.associacaodeinvestidores.com>.

¹⁰² Ao abrigo do n.º 1 do artigo 370.º do CMV - Como a Autoridade em Portugal, com autonomia financeira e administrativa, a quem compete regular e supervisionar o funcionamento dos mercados de valores mobiliários e a actividade de todas as entidades que intervêm nesses mercados.

¹⁰³ Revisto em 2010. O texto actual já tem em conta a revisão dos Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, aprovada em 2004 (OCDE, 2004).

¹⁰⁴ Embora também possa ser aproveitado por outras sociedades como um modelo de boas práticas a nível de governo societário.



de serem indicações normativas vinculativas, assumem um carácter inteiramente voluntário que utiliza o modelo “*comply or explain*”¹⁰⁵.

Assim, as sociedades cujas acções estão admitidas à negociação em mercado regulamentado devem incluir uma menção no seu relatório anual de gestão¹⁰⁶ em que declaram se, e em que grau, procedem ao cumprimento e adopção das recomendações.

Por outro lado, caso não adoptem as mesmas recomendações, incorrem no dever de fundamentar e justificar o seu não cumprimento, dando desta forma a conhecer a todos *stakeholders* e ao mercado em geral as suas motivações.¹⁰⁷

105 Através desta metodologia, que combina um código voluntário normas injuntivas sobre o respectivo cumprimento e que rejeita a visão “one size fits all”, as sociedades podem decidir da adequação de uma determinada recomendação no contexto específico da própria sociedade, mas devido à exigência de divulgação ao mercado de informação, a regra do “comply or explain” permite antecipar que, se os investidores não aceitarem as explicações da sociedade, a não adopção da recomendação irá refletir-se no valor da empresa, criando assim uma espécie de “sanção de mercado”, ao invés de uma sanção legal.

O conceito foi introduzido pela primeira vez após as recomendações do Relatório Cadbury de 1992.

As sociedades tendem a adoptar as recomendações pelo receio do risco reputacional inerente, este modelo revela-se bastante eficiente e reduz custos de fiscalização, Este modelo deve respeitar os princípios gerais em matéria de informação.

No entanto, de acordo com um estudo elaborado pela Comissão (Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States) concluiu que a qualidade da informação das explicações publicadas por sociedades que procuravam cumprir as recomendações, na maioria dos casos não era satisfatória e em muitos EM é insuficiente para monitorizar a aplicação dos códigos de conduta.

106 Art. 245.º-A CVM impõe às sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado a divulgação, em anexo ao relatório anual de gestão, de “informação detalhada sobre a estrutura e práticas de governo societário” - Anexo ao Regulamento n.º 1/2010 disciplina o conteúdo deste relatório -. Actualmente exige-se a intervenção do órgão de fiscalização sobre a completude do relatório anual de governação - art.420º n.º 5, art. 423º-F n.º 2 e art. 441º n.º 2 CSC – o que contribui para garantir mais legitimidade e rigor.

107 Regulamento n.º 7/2001 da CMVM, com as alterações introduzidas e republicado pelo Regulamento da CMVM n.º 11/2003, pelo Regulamento da CMVM n.º 10/2005 e pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2006, que estabeleceu uma obrigação de divulgação anual das práticas seguidas em matéria de governo societário, em relatório a divulgar em capítulo separado ao relatório de gestão ou em anexo ao mesmo.

O art. 70.º n.º 2, al. b) do CSC estatui que as sociedades devem disponibilizar o relatório sobre a estrutura e praticas de governo societário gratuitamente a todos os interessados na sede e no sito da internet.



Esta obrigação de divulgação permite ao mercado ser o principal avaliador e ajuizar da bondade das opções tomadas ligadas à direcção e controlo que são adoptadas pelas sociedades cotadas.

Um dos aspectos do governo societário coberto pelas Recomendações da CMVM diz respeito ao exercício do direito do voto¹⁰⁸. Neste sentido, recomenda-se que deve ser estimulado o exercício activo do direito de voto, quer directamente, quer por correspondência¹⁰⁹ ou por representação¹¹⁰.

A este respeito a CMVM emitiu, um conjunto de recomendações a nível de:

- Preparação – (i) estabelece novos requisitos da convocatória para além dos já estabelecidos pelo 377º n.º 5 d) da C.S.C e art. 22º n.º 3 C.V.M.¹¹¹, (ii) não imposição de um prazo de antecedência excessivamente alargado para a recepção da declaração de voto emitida por correspondência, sob pena de por em causa o período de formação e ponderação da vontade dos accionistas com base nas informações disponíveis que medeia entre a convocatória e a realização da AG,

108 As restantes recaem essencialmente em matérias de divulgação de informação, investidores institucionais, regras societárias e estrutura e função do órgão de administração.

¹⁰⁹ Art. 21º C – nº1 c) CVM

“ **I.3.1.** *As sociedades não devem prever qualquer restrição estatutária ao voto por correspondência e, quando adoptado e admissível, ao voto por correspondência electrónico.*”

A reforma do CSC de 2006 também veio a encorajar o uso de meios electrónicos, no sentido de promover uma utilização equitativa e eficiente do voto, garantindo o exercício do mesmo e tendo como destinatários os accionistas com direito de voto nas sociedades abertas, os potenciais investidores, os titulares dos respectivos órgãos sociais, os secretários das sociedades e os presidentes de mesa das AG.

¹¹⁰ A informação deve ser clara e concisa, que permita uma correcta decisão no que diz respeito a serem estipuladas instruções de sentido de voto, mas também que seja explicitada a fundamentação do sentido de voto do representante, sobretudo em casos de inexistência de instruções do representado

¹¹¹ Deve indicar que o voto pode ser exercido por correspondência e descrever, com clareza, o modo desse exercício – nomeadamente a quem deve ser dirigido; devem ser disponibilizados boletins próprios de acesso fácil e de preferência em suporte electrónico aos accionistas, traduzidos numa língua com forte difusão internacional para as sociedades com valores mobiliários admitidos à negociação em mercados estrangeiros.



- (iii) utilização de meios electrónicos para facultar aos accionistas os elementos preparatórios da AG, incluindo o próprio aviso convocatório ¹¹² e (iv) a importância de ser verificada a autenticidade do voto ¹¹³ e assegurada e confidencialidade ¹¹⁴ -;
- Exercício (incluindo do voto electrónico) - (i) a declaração de voto emitida indicar os pontos da ordem de Trabalhos a que respeita ou a proposta de deliberação a que se destina para evitar a ininteligibilidade do sentido de voto e assegurar a regularidade do escrutínio, (ii) o modo como se processa o escrutínio dos votos por correspondência deve ser fixado no contrato de sociedade ou convocatória para que todos os sócios possam assegurar a regularidade no processo deliberativo - e da *valoração* do voto.

A Divulgação de Informação Sobre o Exercício do Voto

Por outro lado, o Código dos Valores Mobiliários regula o regime de participação e votação na AG das sociedades abertas ¹¹⁵, consagrando a regra da titularidade das acções na data de registo como um princípio imperativo na organização das AG, não admitindo disposições convencionais em contrário.

¹¹² Já se havia consagrado nas Recomendações da CMVM relativas ao Governo das Sociedades Cotadas - em particular, na Recomendação n.º 6

¹¹³ Nomeadamente ser demonstrada através do envio de certificado que comprove a legitimação para o exercício de direitos sociais, emitido pela entidade registadora ou pelo depositário, nos termos dos artigos 78.º e 104.º do Código dos Valores Mobiliários

¹¹⁴ Através de exigência que a carta dirigida à sociedade contenha um sobrescrito fechado relativo a cada ponto da ordem de trabalhos, a abrir no decurso da AG

¹¹⁵ Art. 23.º -C - Introduzido pelo Decreto-lei n.º 49/2010 de 19 de Maio que transpôs a Directiva n.º 2007/36/CE. (directiva das sociedades) - diploma que introduziu várias as modificações no CVM importantes para a flexibilização em matéria de participação em AG, nomeadamente veio a permitir o voto através de meios electrónicos, por procuração, mas sobretudo a regular o conjunto de informação prévia a prestar à AG e forma de legitimação da participação accionista.



Nas sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado apenas tem direito de participação e votação em AG quem for titular de acções, que confirmam pelo menos um voto, na data de registo, a que corresponde as 0 horas (GMT) do 5º dia de negociação anterior ao da realização da assembleia.¹¹⁶

No entanto, antes das alterações introduzidas pelo DL 49/2010, vigorava o sistema de bloqueio de acções como requisito do exercício do direito de voto nas sociedades cotadas. O art. 72º n.º 1 a) determinava que as acções em relação às quais tinham sido passados certificados para o exercício de direitos a elas inerentes estavam sujeitas a bloqueio obrigatório, durante o prazo de vigência indicado no certificado, quando o exercício daqueles direitos dependesse da manutenção da titularidade até à data desse exercício; dispondo ainda o n.º 4 do mesmo artigo que durante o prazo de vigência do bloqueio, a entidade registadora ficava proibida de transferir os valores mobiliários bloqueados.

Com a exibição dos certificados previstos no anterior 72º do CVM demonstrava-se a qualidade de accionista, associada ao bloqueio obrigatório das acções acautelava assim a não apenas a legitimidade do seu titular para o exercício dos direitos de voto inerente, como prevenia que pessoa diferente do titular do certificado reclamasse os mesmos direitos.

Porém tais exigências constituíam um sistema pouco ágil e pouco consentâneo com a mobilidade e celeridade de circulação basilares do mercado de valores mobiliários. De facto assistiu-se a uma forte pressão no sentido da abolição do sistema de bloqueio. Os investidores institucionais ao ficarem impedidos de transaccionar acções durante um lapso

¹¹⁶ Regime introduzido pelo DL 49/2010.



de tempo preferiam não exercer o voto, uma vez que o risco financeiro da imobilização dos títulos era considerado superior. (Winter 2000 p. 24)¹¹⁷

O sistema de bloqueio foi substituído pela “*regra da data de registo*” (“*data de referência*” ou “*record date*”, nos países de regime anglo saxónicos) nos termos da qual a determinação dos direitos de participação e votação passa a basear-se apenas no número de acções detidas numa data específica anterior à data da assembleia-geral, independentemente de posterior transmissão das mesmas. As acções podem ser transmitidas após a data de registo, sem que tal afecte o direito do transmitente de participar e votar na reunião da AG.

Assim, no regime português actual, o accionista que pretenda estar presente em AG, tem de o declarar por escrito ao presidente da mesa da assembleia e ao intermediário financeiro onde a conta de registo individualizado esteja aberta até ao dia anterior à data de registo e portanto no 6º dia anterior à dita assembleia.¹¹⁸

O intermediário financeiro que receba aquela declaração deve, nestes termos, enviar ao presidente da mesa, até ao 5º dia de negociação anterior à realização da assembleia, informação sobre o número de acções registadas em nome do cliente com referência à data do registo.¹¹⁹

Tais informações permitem uma organização adequada dos trabalhos da AG e sobretudo o controlo de votos.¹²⁰

¹¹⁷ JOÃO SOUSA GIÃO – “Notas sobre o anunciado fim do bloqueio de acções como requisito do exercício do direito de voto em sociedades cotadas”

¹¹⁸ art.23º - C n.º 3

¹¹⁹ art. 23º- C n.º 4.

¹²⁰ Neste foram suscitadas questões em face do conteúdo das informações prestadas pelo accionista e pelo intermediário financeiro, tendo a CMVM promovido uma consulta preliminar entre as sociedades que reuniram em assembleia-geral já no âmbito da vigência do novo DL n.º 49/2010 de 19 de Maio para sondar a



Por outro lado, os accionistas de sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado que detenham as acções em nome próprio, mas por conta de clientes, podem votar em sentido diverso com as suas acções, desde que, apresentem ainda ao presidente da mesa, até ao 6º dia de negociação, com recurso a meios de prova suficientes e proporcionais, a identificação de cada cliente e o número de acções a votar por sua conta e ainda as instruções de voto específicas para cada ponto inserido na ordem do dia dadas por cada cliente - não colocando assim em causa o princípio da unidade de voto¹²¹.

Este regime, associado à obrigação de divulgação à AG e à CMVM, sempre que alguém tenha declarado a intenção de participar de uma AG, mas tenha passado a propriedade das

pertinência de algumas questões que pudessem surgir na organização prática das assembleias quanto a divergências entre as declarações do intermediário financeiro e do accionista.

Isto porque nos termos deste preceito legal, mais concretamente no seu n.º 5, a CMVM pode, no âmbito dos poderes de regulação que lhe assistem, definir o conteúdo da informação que deve ser enviada pelos intermediários financeiros ao Presidente da Mesa da assembleia-geral quanto ao número de acções registadas em nome do seu cliente, com referência à data de registo.

No entanto, e uma vez que o objecto da habilitação legal se limita ao conteúdo da declaração do intermediário financeiro, podiam surgir eventuais discrepâncias que onerassem em excesso os intermediários financeiros em face dos accionistas.

Assim, na consulta efectuada foram propostas várias soluções de forma a solucionar a questão. A solução mais consensual passava pela emissão e envio de uma declaração única do intermediário financeiro que, sendo emitida na sequência de solicitação do accionista, se entenderia como incorporando a própria vontade do seu cliente em participar na AG.

No entanto, a CMVM concluiu que esta solução podia constituir um obstáculo a uma vez que a data limite para o envio da declaração do acionista ocorre em momento anterior à data prevista para o envio da declaração do intermediário financeiro onde esses clientes tenham conta. Assim, a CMVM entendeu que a recepção de tal declaração única deveria ser vista como uma opção a que os Presidentes da Mesa poderiam considerar válida, no âmbito dos poderes que lhes assistem, conforme considerassem a articulação entre o disposto nos n.ºs 3 e 4 do art. 23.º-C e a situação concreta da sociedade em causa.

De forma a evitar a falta de uniformidade no tratamento destas questões pelas sociedades, a CMVM optou por emitir um conjunto de recomendações com vista a minimizar esses riscos, em vez de regulamentar tal matéria. Tais recomendações podem ser consultadas em:

www.cmvm.pt/cmvm/recomendação/recomendações/pages

¹²¹ Não podem os accionistas fraccionar os seus votos para votar em sentido diverso sobre a mesma proposta ou deixar de votar com todas as suas acções com direito de voto sob pena de nulidade



ações para um titular diferente entre a data de registo e no final da AG, tal como o consagrado pelo ordenamento francês¹²², é inovador numa primeira abordagem de regulação de situações de *Empty Voting*, tal como reconhecido pela ESMA¹²³.

A Divulgação de Informação Relativa às Participações Qualificadas e Transações de Dirigentes

Por outro lado, o CVM estabelece um requisito de divulgação (*disclosure*) quanto às participações qualificadas, que contribui para a menorização dos efeitos do *Empty Voting*, caso este ocorra.

Nos termos do artigo 20º do CVM a informação respeitante aos detentores de participações qualificadas deverá ser completa e esclarecedora, pelo que as entidades emitentes devem indicar as participações directas e as participações que, não decorrendo da titularidade directa, sejam imputáveis a cada um dos acionistas da sociedade.

Esta informação deve ser apresentada de modo a distinguir claramente, as participações directas, das participações detidas indirectamente, em consequência da detenção de acções por entidades que com o participante se encontrem em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º (indicando expressamente o número de acções detidas e a percentagem de direitos de voto, bem como o total de acções que lhe são imputáveis).

Nos termos da alínea a) do n.º 4 do artigo 16.º, a comunicação de participações qualificadas deve identificar toda a cadeia de entidades a quem a participação qualificada é

¹²² Em França há um requisito de divulgação relativo a interesses temporários nos direitos de voto em AG

¹²³ Ver mais desenvolvimentos *infra*.



imputada nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, independentemente da lei a que se encontrem sujeitas.¹²⁴

Por outro lado, o Regulamento da CMVM n.º 5/2008 (n.º 6 e n.º 7 do artigo 14.º) introduziu a obrigação da divulgação, juntamente com os documentos de prestação das contas anuais, de uma listagem relativa a todas as transacções de ações ou de instrumentos financeiros com elas relacionadas, efetuadas durante o semestre, pelos dirigentes do emitente, por sociedades que dominem o emitente e por pessoas estreitamente relacionadas com aqueles.

Estas regras de divulgação de informação permitem um reforço da transparência quanto à titularidade das participações sociais e sobretudo a nível do sentido de voto e evitar, desta forma, muitos dos mecanismos potenciadores do *Empty Voting*.

¹²⁴ Para o cálculo de direitos de voto, nos termos da alínea b) do n.º 3 deste artigo, não são relevadas as ações com o exercício de voto suspenso, como sejam as ações próprias.



6. REGULAÇÃO DO *EMPTY VOTING*?

6.1. Enquadramento

A crise financeira mundial de 2007 demonstrou que a supervisão dos mercados de valores mobiliários deve ir para além dos seus fins tradicionais de protecção dos investidores e de defesa da transparência, eficiência e integridade do mercado. A UE reconheceu a importância de se considerar a questão do risco sistémico no âmbito da actividade de supervisão financeira e da reforma dos modelos de regulação e da arquitectura de supervisão financeira¹²⁵.

Tem vindo a ser questionado, ao nível do exercício do direito de voto, se estamos perante uma necessidade de regulação perante a dissociação dos direitos de voto.

O presidente da SEC¹²⁶ defendeu que “..é um assunto sério e tem demonstrado sinais de crescimento” pelo que “..é quase certo que esta prática leve à necessidade de regulação para assegurar que os interesses dos investidores estão protegidos”.¹²⁷

O regulador Britânico¹²⁸ iniciou um estudo sobre um reforço de obrigações de divulgação para os investidores institucionais, visto o processo de voto ser muito complexo de acordo com o Myers Report¹²⁹.

¹²⁵ A criação do Conselho Europeu para o Risco Sistémico cuja missão é prevenir e mitigar o risco sistémico é um exemplo paradigmático.

¹²⁶ Christopher Cox, presidente da Securities and Exchange Commission (EUA)

¹²⁷ Ver *infra* 2.

¹²⁸ the Financial Services Authority

¹²⁹ “Review of the impediments to voting UK shares”: Report by Paul Myners to the Shareholder Voting Group (Jan.2004) - por padecer de falta de transparência, existir um grande número de participantes e cada um ter dar prioridade diferente ao voto.



Um dos maiores Investidores de *Pension Funds* alertou para a necessidade de proscreever o voto com acções emprestadas e o regulador em Hong Kong¹³⁰ afirmou estar a estudar "*assuntos relacionados com empréstimo de acções e voto*".

Autores como Hu e Black, como vimos, defendem a necessidade de estabelecer novos requisitos de divulgação de informação (*disclosure options*) para travar os efeitos negativos do *Empty Voting* e que podem derivar em incentivos perversos no seu exercício.

No mesmo sentido, em Portugal, a ATM¹³¹, chega a concretizar uma obrigação de divulgação relativamente a interesses económicos, positivos ou negativos, que sejam superiores a 2%¹³² do capital detido, directa ou indirectamente, por via de outros activos, em vez de, apenas, sobre os direitos de voto como acontece actualmente.¹³³

No entanto, autores como Chistoffersen, Geczy, Musto e Reed defendem que a transacção dos direitos de voto no mercado de empréstimo de acções pode aumentar a eficiência, uma vez que a obtenção de informação completa e esclarecida como poderão ter os adquirentes do exercício de voto¹³⁴ tem um custo de aquisição que nem todos os accionistas estão dispostos a suportar.

Sendo que, para a procedência deste último argumento, requer-se que, tanto quem adquira como quem transmita o direito de voto, tenha interesses coincidentes, o que Hu e Black defendem que não acontece.

¹³⁰ The Securities and Futures Commission

¹³¹ Associação de Investidores e Analistas Técnicos

¹³² A obrigação de divulgação nos 2% de voto pode ser insuficiente tendo em conta que vários hedge funds ou funds podem ter interesses comuns e, apesar de não combinados, podem actuar no mesmo sentido podendo por isso ser fácil de esconder participações inferiores a 2% e ainda assim ter influência em determinadas sociedades

¹³³ Octávio Viana In: <http://www.associacaodeinvestidores.com/index.php/recomendacoes/189-empty-voting-versao-portuguesa-a-english-version>

¹³⁴ Devido à assimetria de informação



Há ainda outros autores que afirmam que a necessidade de regulação deve ser apurada pela análise do *trade off*¹³⁵ entre os vários interesses em causa, já que por um lado existem possíveis ganhos de eficiência na obtenção da informação e por outro, os custos de eventuais manipulações que podem ocorrer através do *empty voting*.

Brav e Mathews defendem que a presença de um investidor informado pode melhorar a eficiência em geral, apesar de, por vezes, poder implicar uma perda, devido à transmissão numa posição líquida curta e, em seguida, de forma a diminuir o valor da empresa.

Concluem também que é provável existir uma melhoria da eficiência se os votos dos demais acionistas não estiverem correlacionados com a decisão correta (que implique o aumento de valor da empresa) ou se for relativamente caro separar votos da titularidade das acções na data de registo.

6.2. A Regulação nos EUA – Securities Exchange Commission (SEC)

Em 2010 a SEC determinou uma necessidade de fazer acompanhar, em matéria regulatória, os mercados e a inovação financeira, pelo que promoveu uma consulta ao público, procurando saber se as regras quanto à votação por procuração precisam de revisão, de modo a promover da eficiência, transparência e reforço da precisão e integridade do voto accionista, bem como pela necessidade de regulação do *Empty Voting*.

Algumas respostas firmaram-se no sentido de que o *Empty Voting* devia ser erradicado. Isto por colocar o voto na disponibilidade de quem não tem interesse económico directo, ou que inclusive beneficie com a perda de valor da sociedade, aumentando o risco de os investidores “jogarem” com o sistema e os restantes accionistas serem dissuadidos de

¹³⁵ O termo *trade-off* é utilizado, neste contexto, como forma de designar os pontos de troca de uma escolha por outra.



exercer os seus direitos com a convicção de que os investidores institucionais controlam o voto.

Por outro lado, outras respostas apontaram para possíveis benefícios: os investidores atentos aos mercados financeiros têm acesso, mais rápido e eficiente, a informação única quanto às deliberações societárias ou quanto ao impacto dessas deliberações para o valor da sociedade, influenciando a mesma a tomar a decisão “certa”.

As sugestões recebidas foram no sentido do (i) aumento da transparência à medida que a existência e a extensão das transacções dos instrumentos de cobertura de risco e dos derivados financeiros possam afectar os direitos económicos e a motivação de voto dos accionistas; (ii) aumento das obrigações de divulgação pelos hedge funds, bem como pelo registo pelas empresas de *proxy advisory*; (iii) pelo aumento das comunicações entre o Conselho de Administração e Accionistas, através do uso de inovação tecnológica, que melhore os métodos através dos quais a administração reúne informação e mede a visão accionista.

Algumas medidas extremas, como a imposição de requisitos no sentido de que o accionista registado seja obrigado a manter a sua posição durante a assembleia geral, ou a exigência de grandes accionistas certificarem antes do exercício de voto que não são *empty voters*, foram ainda sugeridas.



6.3. A Regulação na EU - European Securities Markets Authority (ESMA)

A tendência global dos últimos anos na UE tem sido uma regulação mais pautada pela, celeridade, coesão, eficiência¹³⁶ e consistência¹³⁷.

A ESMA, como uma das três Autoridades Europeias de Supervisão (AES)¹³⁸, é uma instituição com poderes de regulação e supervisão no sector dos valores mobiliários e visa a convergência da supervisão financeira na UE, assegurando a integridade, a transparência, a eficiência e o bom funcionamento dos mercados financeiros.

A ESMA prepara projectos de *standards técnicos*¹³⁹ que são colocados à aprovação da Comissão¹⁴⁰ e a adopção, pelos EM's, de alguns *guidelines* que, ao contrário daqueles, não assumem natureza vinculativa.

A ESMA é ainda competente para emitir orientações e recomendações sobre matéria técnica¹⁴¹ e pode actuar como *watchdog* dos supervisores nacionais¹⁴².

¹³⁶ Reduzir o esforço de convergência regulatória e de supervisão intracomunitária, designadamente no que respeita aos exercícios de *peer-review* (ferramenta no método aberto de coordenação de políticas usada pela EU que consiste num processo de auto-regulação, envolvendo pessoas qualificadas para manter os padrões, melhorar o desempenho e proporcionar credibilidade.)

¹³⁷ A regulação contribui para evitar uma “compartimentação” nacional e reduz o risco de serem projectadas soluções arbitrárias por parte dos Estados-Membros e dos intervenientes de mercado

¹³⁸ Estas autoridades foram criadas, no âmbito do Sistema Europeu de Supervisores Financeiros para os sectores dos valores mobiliários, banca/ seguros e fundos de pensões complementares

¹³⁹ Estão previstos dois tipos de *standards técnicos* cujas diferenças principais decorrem do processo legislativo que lhes está na origem em consonância com o previsto no Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia: Regulamentação – associadas a actos jurídicos delegados (normas técnicas que «*não implicam opções estratégicas ou escolhas políticas e o seu conteúdo é delimitado pelos actos legislativos nos quais se baseiam*», a sua adopção exige a intervenção do Parlamento Europeu e do Conselho) e Execução – associadas a actos jurídicos de execução (quando é necessário «*determinar as condições de aplicação*» do direito sectorial existente (actos jurídicos vinculativos), não implicando igualmente «*decisões estratégicas ou escolhas políticas*», a adopção final dos projectos depende apenas da ESMA e da Comissão.

¹⁴⁰ A Comissão Europeia pode optar por aprovar integralmente ou apenas de forma parcial, promovendo as alterações que se vislumbrem necessárias. Pode ainda, no entanto, como decorre de qualquer outro processo legislativo, rejeitar na integra tais *Standards* se o interesse da União o requerer.

¹⁴¹ Art. 16 do Regulamento da ESMA.



Também a ESMA tem colocado a questão da necessidade de regulação da separação dos direitos de voto, uma vez que a nível europeu, com excepção de dois EM - Portugal e França¹⁴³, não existem regras específicas relacionadas com o *Empty Voting*.

Ainda que, através das directivas da transparência, das OPA's ou ainda da directiva das sociedades¹⁴⁴, o *Empty Voting* seja indirectamente alvo de regulação, é essencial avaliar que questões podem ser suscitadas pelo exercício de votos sem titularidade, não apenas sob o ponto de vista de governo societário ou de transparência, mas numa acepção mais ampla, de forma a averiguar a existência ou não de eventuais falhas de mercado que possam ser despoletadas pelo *empty voting*.

Neste contexto, a ESMA decidiu lançar em Novembro de 2011, através de um Comité Permanente de *Corporate Finance*, uma consulta ao público em geral para recolher informações e evidências quanto à existência de situações de votos exercidos sem titularidade e que efeitos é que essa prática assume nas sociedades emittentes de acções negociadas em mercado regulamentado.

As perguntas foram divididas em três âmbitos, tendo sido genericamente questionado aos destinatários se, de acordo com os seus conhecimentos directos, (i) conheciam formas de exercício de *Empty Voting*, (ii) conseguiam identificar diferentes tipos de práticas e

¹⁴² Caso uma autoridade competente não cumpra com as obrigações decorrentes da legislação comunitária dos valores mobiliários e mercados, a ESMA pode adoptar decisões vinculativas em que a entidade visada é uma autoridade competente nacional, ou um participante de mercado por aquela supervisionado. Este importante poder todavia só pode ser exercido em casos limitados, bem delineados, e mediante a verificação de um conjunto circunstâncias bastante restritivo

¹⁴³ Nestes dois EM foram adoptadas duas medidas com impacto relevante numa semi-regulação deste assunto: em Portugal foi implementada, como vimos, uma obrigação de comunicar à Assembleia Geral e à CMVM sempre que algum accionista tenha declarado intenção de exercer o voto na data do registo mas que entretanto tenha transmitido a titularidade da sua participação, em França foi criado um requisito de divulgação sempre que exista um interesse temporário nos direitos de voto na data da Assembleia Geral de Accionistas.

¹⁴⁴ Como sucedeu a nível do Direito Português.



exemplos, (iii) quais as consequências das práticas de *empty voting*, (iv) se ocorrem na prática e com que extensão, (v) se o *empty voting* influenciou algum resultado de votação em AG de accionistas na EU, (vi) que tipo de políticas internas existem que regulem o exercício do voto no que respeita a títulos detidos como garantia ou como cobertura contra posições da contraparte, (vii) se é necessária regulação e/ou justificável sob o ponto de vista de custo-benefício e (viii), quais as medidas que podem ser usadas para regular o mesmo.

Foram várias as entidades que responderam¹⁴⁵. Genericamente todas congratularam a consulta ao público e a grande maioria, quer seja a favor ou contra posterior regulação, considera, resumidamente, que:

1º O *empty voting* é um fenómeno significativo. Deve ser alvo de especial atenção para assegurar a integridade do governo das sociedades europeias cotadas e dos mercados onde as acções são transaccionadas;

2º É necessária mais investigação e debate visto que não há muitas evidências que permitam aferir em que medida é que o *empty voting* (i) se verifica, (ii) que esteja a ser usado para, inapropriadamente, influenciar os resultados do voto em AG ou (iii) o quanto pode ser danoso.

3º A ESMA e os supervisores dos EM estão em boa posição para, de forma preventiva, recolher evidências nas práticas do *empty voting* (através de consulta de documentação das AG)

À semelhança da consulta ao público promovida pela SEC, algumas respostas firmaram-se no sentido de que o *empty voting* devia ser erradicado e outras concluíram que não

¹⁴⁵ cfr. Anexo I - essencialmente: investidores institucionais (sector da banca), particulares e associações de empresas emitentes de valores mobiliários.



existiam evidências suficientes que permitissem ver o *Empty Voting* como uma prática que ameaçasse o mercado de capitais.¹⁴⁶

As entidades que defenderam a regulação, acentuaram a importância de assegurar a transparência recomendam introduzir regras a nível comunitário de:

1. Divulgação das actividades de empréstimo de acções levadas a cabo por gestores
2. Divulgação de exercício de voto em acções emprestadas,
3. Divulgação às AG e à entidade supervisora, sempre que, quem intenção de participação em AG mas que tenha transmitido a titularidade das acções para um titular diferente entre a data de registo e a AG.
4. Diminuição o período de tempo entre a data de registo e da realização da AG em alguns EM e adicionalmente separar o máximo possível a data de registo de qualquer pagamento de dividendos.
5. Em última análise, se justificável após análise da escala do *Empty Voting* e dos seus efeitos, banir por completo o direito de voto em acções tomadas de empréstimo.

No entanto algumas entidades defenderam que o *empty voting* não devia ser regulado por não representar qualquer falha de mercado que justifique a intervenção do legislador/regulador, sendo que a intervenção a este nível apenas acarretaria mais custos para os mercados de capitais sem benefícios reais.

Efectivamente, a grande maioria dos países da Europa do norte¹⁴⁷ não identificaram quaisquer evidências de que o *Empty Voting* possa constituir um problema de governo das sociedades, sendo que defendem que o recurso ao mercado de empréstimo de acções serve

¹⁴⁶ cfr. Anexo II

¹⁴⁷ Sobretudo Suécia, Alemanha e Reino Unido - Ver gráfico 3, Anexo I.



vários propósitos que em nada ameaçam o correcto exercício de voto. Defendem ainda que é importante que a ESMA identifique com precisão que tipos de comportamento é que estão na base do *Empty Voting* e que podem causar um problema, porque é que são um problema e qual é a melhor forma de abordar o problema antes de propor qualquer medida regulatória.



7. CONCLUSÃO

Como conclusão podemos afirmar que o voto é um elemento essencial na tomada de decisão de uma estrutura societária. Os detentores das participações sociais, como interessados no retorno positivo, estão, à partida, em melhor posição para decidir em prol do aumento do valor da empresa.

Nos últimos anos, o legislador nacional e comunitário, tem procurado cada vez mais, em nome do bom governo das sociedades, assegurar a participação efectiva dos sócios na estrutura deliberativa.

Seja através da flexibilização do exercício de voto, através da possibilidade de exercício do voto por correspondência, a admissão da regra da data de registo em lugar do bloqueio de acções, bem como a eliminação de alguns obstáculos ao voto por procuração e a permissão de representantes diferentes para o mesmo accionista¹⁴⁸, entre outros.

No entanto o exercício do direito de voto encontra, na actual conjectura, várias distorções que ameaçam não apenas aquele princípio mas sobretudo a confiança nos mercados de capitais à escala global.

Atentando ao fenómeno do *Empty Voting* é possível afirmar que este claramente destabiliza o processo de votação societária, mais não seja porque confere poder de voto a quem não detém a titularidade ou a propriedade económica da participação social em causa.

O que urge saber é se, na base do seu exercício, os incentivos para o exercício de voto são os correctos e, portanto, se tem em vista o benefício ou o aumento do valor das sociedades emittentes de acções, ou se, pelo contrário constitui uma fonte de destruição de valor.

¹⁴⁸ Matérias reguladas pelo Decreto-Lei n.º 49/2010 de 19 de maio.



Comprovadamente os investidores institucionais e os HF são quem mais recorre a essa tática. Estes agentes actuam fortemente no âmbito do mercado de controlo, ocorrendo evidências de que têm uma forte e vasta influência sobre as decisões e que podem chegar a facilitar transações ineficientes.

Na verdade, na pior das hipóteses, o *empty voting* pode ser usado para estruturar operações em conflito, em particular quando o investidor detém acções em ambos os lados da transação e, como no caso King-Mylan, esvazia os votos na aquisição empresa.

No entanto a questão está longe de ser considerada simples ou consensual, isto porque o *empty voting*, enquanto elemento activista, pode ser considerado como um factor benéfico para a criação de valor na empresa e para os accionistas.

No entanto, tal juízo de valor não pode ser feito sem ressalvas dados os riscos de actuação perversa por parte dos investidores, sobretudo porque muitos procuram posições curtas e activas em dependência clara com a rentabilidade que possam obter, contrariamente às posições longas e passivas dos accionistas tradicionais.

Será de questionar se deve ser exigido aos detentores das participações sociais um comportamento leal, como dever geral de prossecução do fim da sociedade¹⁴⁹ ou apenas como critério de resolução de conflitos de interesses¹⁵⁰ nas vertentes de obrigação de não concorrência com a sociedade, de não aproveitamento de oportunidades de negócio da sociedade, de não negociar com a própria sociedade ou dela obter financiamento, de moderação na remuneração mas sobretudo de não atuação em conflito de interesses e de transparência.

¹⁴⁹ Vertente positiva

¹⁵⁰ Vertente negativa



O *Empty Voting* é certamente uma preocupação para emitentes e mercados mas a solução jamais poderá passar por banir, pura e simplesmente, este fenómeno, sobretudo porque mais do que uma causa ou um elemento do mercado, este é uma consequência de muitas transacções que nada tem de ilícito na sua génese e, optar por regular em contrário, contenderia irremediavelmente com a autonomia privada, corolário dos mercados de capitais.¹⁵¹

Por outro lado, há muitos comportamentos de alegado recurso ao *empty voting*¹⁵², em que se pode ponderar se não seria mais apropriado aferir a sua conformidade ou não com as normas de abuso de informação privilegiada¹⁵³ ou de manipulação de mercado (abuso de mercado).

Assume-se clara a ideia de que é crucial manter a integridade do processo de votação, assegurando, em cada mercado, a existência de regras claras sobre quem exerce o voto.

Nesse sentido a transparência, na vertente de obrigatoriedade de divulgação, bem como a recolha de informação, tem sido tónicas e soluções apontadas para uma abordagem da questão do *Empty Voting*, tanto a nível das duas consultas ao público levadas a cabo pela SEC e pela ESMA¹⁵⁴, como a outros níveis.¹⁵⁵

Isto porque, se os investidores estiverem munidos de informação podem tomar as decisões de forma mais consciente.

¹⁵¹ Ter-se-ia de eliminar muitas situações que estão na base do *Empty Voting*, como as *short positions*, por exemplo.

¹⁵² Uma vez que não é claro muitas vezes se estamos ou não perante uma situação de *Empty Voting*.

¹⁵³ *Inside Tradding*.

¹⁵⁴ Da SEC e da ESMA

¹⁵⁵ A Directiva dos Hedge Funds, também irá introduzir importantes alterações na actuação destes fundos, nomeadamente quantos aos limites de leverage, a necessidade de autorização e diversos deveres de transparência e conduta.



De facto, na experiência portuguesa, a melhoria das regras de transparência tem sido uma constante nos últimos anos, de que é paradigmático o exemplo das regras sobre as participações qualificadas.

A opção de regulamentação ou não das práticas de empty voting não é, como vimos, simples. Isto porque não é muitas das vezes óbvio se estamos perante uma verdadeira falha de mercado ou em que termos é que essa falha de mercado ocorre, sobretudo se a resposta regulatória apostar num reforço de redução da assimetria informativa.

No entanto cumpre reforçar e evidenciar que qualquer que seja a resposta regulatória que seja dada, desde mais obrigações de *disclosure* ou outra, deve sempre ser no mesmo sentido, de forma transversal aos vários ordenamentos jurídicos.

Só deste modo se pode restabelecer a confiança nos mercados de capitais como um todo, sem fuga destes fenómenos e instrumentos para outros mercados, acompanhados necessariamente pela perda de competitividade de umas economias em detrimento de outras e da harmonização dos próprios mercados financeiros e de capitais.



BIBLIOGRAFIA

Andrea Zanoni - *"Hedge funds" empty voting in mergers and acquisitions: A fiduciary duties perspective.*

Alves, Carlos

– *“O Bom Governo das Sociedades – A Situação Nacional e Internacional”* - Seminário, 19 de Maio 2012 celebração 20 anos CMVM.

- *“Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações”*, Almedina, 2005;

Brav, Alon P. e Mathews, Richmond D. – *“Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance”* - AFA 2009 San Francisco Meetings Paper (em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108632);

Câmara, Paulo – *“O Governo das Sociedades em Portugal: Uma Introdução”*;

Chris Waddell, Kendrick Nguyen, Evan Epstein, Peter Conti-Brown, F. Daniel Siciliano, Joseph Grundfest, - *“Identifying the legal Contours of the separation of economic rights and voting rights in publicly held Corporations”*, Stanford Law School - October 2010

Cools, Sofie (2004) – *“The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distributions of Powers”*, Harvard, John M. Olin Center for Law, Economics and Business: Discussion paper n.º 490, 09/2004 in www.law.harvard.edu/programs/olin_center;

Coutinho de Abreu

Dantas Machado, Catarina – *“A Esma e a Arquitectura de Supervisão Financeira Europeia - O que vai mudar na regulação e supervisão dos valores mobiliários e dos mercados”* Fevereiro 2011 - Cadernos CMVM;

Donald Nordberg – *“Corporate Governance - Principles and Issues”*, Sage Publications, 2011;

Henry T.C. Hu e Bernard S. Black



- *“Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”* - Journal of Corporate Finance, vol. 13, pp. 343-367, 2007;
 - *“The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”* - in Southern California Law Review, Vol. 79, pp. 811-908, 2006;
 - *“Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms”* - in Business Lawyer, Vol. 61, pp. 1011-1070, 2006;
- Macey, Jonathan R.** - *“Corporate Governance, Promises Kept, Promises Broken”*, Princeton University Press;
- Marcel Kahan e Edward Rock**, *“Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”*, in University of Pennsylvania Law Review;
- Menezes Leitão** *“Voto por Correspondência e Realização Telemática de Reuniões de Órgãos Sociais”*, conferência proferida na Faculdade de Direito de Lisboa em 23 de Junho de 2006
- Kara Scannell** *“How Borrowed Shares Swing Company Votes”* – Wall Street Journal, January 26, 2007
- Kenneth Kim, John Nofsinger, Derek Mohr** - *“Corporate Governance”* – 3º Edit. – Pearson – Prentice Hal
- Pais De Vasconcelos, Pedro**, *“A Participação Social nas Sociedades Comerciais”*, Almedina, 2006
- Partnoy, Frank And Randall Thomas**, 2006, *“Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation”*, Working Paper, Brookings Institution Press.
- Robert G. Eccles, Kersten L. Lanes, e Thomas C. Wilson**, *“Are You paying to much for that aquisition?”*, Harvard Business Review, Julho-Agosto 2009
- Robert Thompson & Paul Edelman**, *“Corporate Voting”* 1 Vand. Pub. L. Research Paper No. 8-32, 2008



Schouten, Michael C. - “*The Mechanisms of Voting Efficiency*” - Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 411 - 2010 Harvard

Shaun Martin & Frank S. Partnoy, “*Encumbered Shares*”, 2005 U. ILL. L. REV. 775 (2005)

Sousa Gião, João - “*Notas sobre o anunciado fim do bloqueio de acções como requisito do exercício do direito de voto em sociedades cotadas*” - Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários

Susan E. K. Christoffersen, Christopher C. Geczy, David K. Musto e Adam V. Reed, “*Vote Trading and Information Aggregation*”, Journal of Finance, Vol. 62, 2007

Sites Consultados:

<http://www.ft.com/cms/s/0/01dcaa52-e45e-11e0-844d-00144feabdc0.html#axzz1Z9H2jOr7>

<http://www.institutionalinvestor.com/>

<http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7819> - European Securities and Markets Authority - Call for evidence empty voting

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/transparency-consultation-summary_en.pdf

<http://www.emittentes.pt/> - AEM - Associação de Empresas emitentes de Valores Cotados em Mercado

Greenpaper:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:EN:PDF>

<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> - Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Relatório Cadbury)

OECD Principles of Corporate Governance, 2004:

<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.



Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States –
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf

Octávio Viana In:

<http://www.associacaodeinvestidores.com/index.php/recomendacoes/189-empty-voting-versao-portuguesa-a-english-version>

Outros Documentos

- Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions - EUCGF Statement - 20 February 2010
- Feedback statement - summary of responses to the consultation by internal market and services on the modernisation of the transparency Directive (2004/109/ec) - EUROPEAN COMMISSION - Directorate General Internal Market and Services - Brussels, 17 December 2010

ANEXO I



