

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA
FACULDADE DE DIREITO (ESCOLA DE LISBOA) | FACULDADE DE
CIÊNCIAS ECONÓMICAS E EMPRESARIAIS

DISSERTAÇÃO

MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO

Orientadores

Mestre Jorge de Brito Pereira

Mestre José Carlos Tudela Martins

A LIQUIDAÇÃO DE POSIÇÕES CURTAS

José Diogo Ferreira Marques

Março de 2013

ÍNDICE

I.	Introdução.....	5
II.	Posições curtas	7
1.	Introdução.....	7
2.	As operações de venda a descoberto	7
a)	Questão prévia	7
b)	A importância das operações de venda a descoberto nos mercados de capitais; a dimensão do problema.....	8
c)	Importância para os agentes.....	10
d)	Vantagens e inconvenientes para o mercado	16
e)	As principais “armas” contra os perigos das vendas curtas; remissão..	18
f)	Da admissibilidade das operações a descoberto no ordenamento jurídico português à luz do (novo) direito europeu.....	18
3.	Posições curtas e outros instrumentos financeiros	31
III.	Posições longas	33
IV.	Deveres de Informação Sobre as Posições Líquidas Curtas.....	34
1.	Dos deveres de informação em geral	34
2.	Dos deveres de informação sobre posições líquidas curtas em especial ..	35
a)	Antecedentes	35
b)	Deveres de informação sobre posições líquidas curtas; generalidades.	37

c) O método de cálculo de posições líquidas curtas relevantes	38
d) O dever de cálculo	40
e) Posições líquidas curtas significativas; limiares de comunicação e de divulgação ⁴⁵	
f) Sujeitos.....	46
g) Consequências	47
V. Conclusões	48
VI. Bibliografia.....	50

AGRADECIMENTOS

Aos orientadores deste trabalho, pelo zelo com que desde o início me apoiaram,

Aos que partilharam comigo o saber e os seus livros,

Aos que suportaram com a sua paciência a elaboração deste texto.

ABREVIATURAS

CC – Código Civil

CESR – Committee of European Securities Regulators

CVM – Código dos Valores Mobiliários

Reg. de Execução – Reg. de Execução (UE) n.º 827/2012 da Comissão, de 29 de junho de 2012

Reg. Del. 918 – Regulamento Delegado (UE) n.º 918/2012 da Comissão, de 5 de Julho de 2012

Reg. Del. 919 – Regulamento Delegado (UE) n.º 919/2012 da Comissão, de 5 de Julho de 2012

Regulamento – Regulamento (UE) n.º 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Março de 2012

Regulamentos – conjunto constituído pelo Regulamento, Regulamento de Execução e Regulamentos Delegados.

SGE – Sistema de Gestão de Empréstimos

I. INTRODUÇÃO

O Regulamento (UE) n.º 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Março de 2012 (“Regulamento”), que entrou em vigor no dia 1 de Novembro de 2012, tem por objeto vendas a descoberto (de ações e dívida de emitentes soberanos) e contratos de permuta de risco de incumprimento (*credit default swaps*) de emitentes soberanos.

O regime jurídico traçado no Regulamento vem densificado no Regulamento de Execução (UE) n.º 827/2012 da Comissão, de 29 de Junho de 2012 (“Reg. de Execução”), no Regulamento Delegado (UE) n.º 918/2012 da Comissão, de 5 de Julho de 2012 (“Reg. Del. 918”), e no Regulamento Delegado (UE) n.º 919/2012 da Comissão, de 5 de Julho de 2012 (“Reg. Del. 919”).

A nova legislação europeia, à semelhança de regras que já existiam em vários Estados-Membros (entre os quais Portugal), vem impor deveres de informação quando uma pessoa, física ou jurídica, atinja determinada posição curta, detendo instrumentos financeiros, em percentagem do capital social de sociedade com ações admitidas a negociação. Para saber se existe em concreto algum dever, é forçoso que se efetuem cálculos.

Para o efeito, é necessário definir *(i)* o que se entende por posição curta, *(ii)* o que se entende por posição longa e *(iii)* como proceder à operação de cálculo.

O nosso estudo focar-se-á, por um lado, na definição das posições curtas, especialmente as que resultam de operações de venda a descoberto de ações, uma vez que as novas regras trazem relevantíssimas alterações no regime jurídico das operações de venda a descoberto (*“short selling”*).

Por outro lado, daremos também atenção ao regime jurídico do cálculo das posições líquidas curtas, enquanto elemento constitutivo do (renovado) dever de informação sobre posições curtas líquidas, decorrente do princípio da transparência em mercado de capitais.

A referência às posições longas será secundária mas não a dispensamos para não perdermos a perspectiva de conjunto sobre a liquidação das posições curtas.

Fica, então, excluída da nossa análise os aspetos relativos à venda a descoberto de dívida de emitentes soberanos e das permutas financeiras de risco de incumprimento de emitentes soberanos.

II. POSIÇÕES CURTAS

1. Introdução

Uma posição curta em ações é toda aquela que resulta da “*venda a descoberto de uma ação emitida por uma sociedade*” [art. 3.º/1, al. a), do Regulamento] ou da “*celebração de uma transação que cria ou está relacionada com um instrumento financeiro (...) sempre que o efeito ou um dos efeitos da transação seja o de conferir uma vantagem financeira à pessoa singular ou coletiva que participou nessa transação em caso de diminuição do preço ou do valor da ação ou instrumento de dívida*” [art. 3.º/1, al. b), do Regulamento].

A importância das alterações ao regime jurídico das operações de venda a descoberto de ações força-nos a que estudemos este tipo de operações em primeiro plano, o que faremos no ponto 2. deste capítulo. No ponto 3. faremos menção ao modo de formação de posições curtas através de outros instrumentos financeiros, que não sejam ações.

2. As operações de venda a descoberto

a) *Questão prévia*

Uma questão prévia convém esclarecer, perante a confusão terminológica induzida pela CMVM e pela doutrina. Ao confrontar as Instruções da CMVM n.º 1/2008 e n.º 2/2008, nota PAULA COSTA E SILVA (ob. cit., p. 44) que na primeira a CMVM distingue venda curta (*covered short selling*) de venda a descoberto. Na segunda, ambas as modalidades são integradas numa única categoria: venda a descoberto. A (nossa) Professora prefere denominar de venda a descoberto as operações de *naked short selling* e venda financiada as operações de *covered short selling*. Propomos, no entanto, que a distinção se faça entre operações de venda a descoberto puras e impróprias, em detrimento da expressão “venda financiada”, por entendermos que o “financiamento” (ou seja, a remuneração do mutuante baseada numa taxa de juro aplicada sobre o valor dos títulos mutuados) não é elemento essencial das operações de venda a descoberto que denominamos impróprias (*covered short selling*), embora seja elemento natural (cfr. art. 1145.º/1, *in fine*, do CC). Com efeito, a não fixação de remuneração, ou de remuneração a zero não descaracteriza a operação a descoberto

imprópria como tal; essencial é os valores mobiliários serem titulados por força do mútuo ou, pelo menos, detidos, no caso de se convencionar que a propriedade não se transmite.

b) A importância das operações de venda a descoberto nos mercados de capitais; a dimensão do problema

As operações de venda a descoberto, ou vendas curtas (*short selling*), podem distinguir-se entre operações de venda a descoberto puras (*naked short selling*), e operações de venda a descoberto impróprias (*covered short selling*). Nas operações de venda a descoberto impróprias (*covered short selling*), o vendedor descoberto (*short seller*) é o titular das ações por força do contrato de mútuo celebrado com o proprietário (cfr. art. 350.º/1, do CVM), “a quem está obrigado a entregar quantidade igual de valores mobiliários àquela que adquiriu” (PAULA COSTA E SILVA, p. 36); nas operações de venda a descoberto puras (*naked short selling*) o vendedor não é sequer detentor. A distinção entre vendas a descoberto e puras e impróprias não é apenas formal. No direito português, o vendedor nas operações a descoberto impróprias é proprietário dos títulos, efeito jurídico possível dada a fungibilidade das ações¹, a não ser que se convencie em contrário (art. 350.º/1 do CVM). Contudo, o *animus contrahendi* em ambas as operações é similar: beneficiar (o que não quer dizer lucrar) da queda das cotações dos títulos².

Habitual mas não necessariamente, como veremos, esta operação é realizada na perspectiva de que o preço das ações irá descer.

Como podemos observar no Gráfico 1, quanto mais baixo o valor do título, maior o retorno da operação, no momento do fecho da transação.

¹ Este regime aproxima-se do regime previsto no art. 1144.º do CC. Em ambos os regimes a propriedade transfere-se *ope legis*. A diferença é que no mútuo civil não é possível convencionar que propriedade sobre os bens mutuados não se transmite. Sobre a fungibilidade dos valores mobiliários *vide* GALVÃO TELES, *maxime* pp. 182-183, e ENGRÁCIA ANTUNES, p. 93.

² Cfr. PAULA COSTA E SILVA, pp. 35-36. MENEZES CORDEIRO, pp. 570-571 e

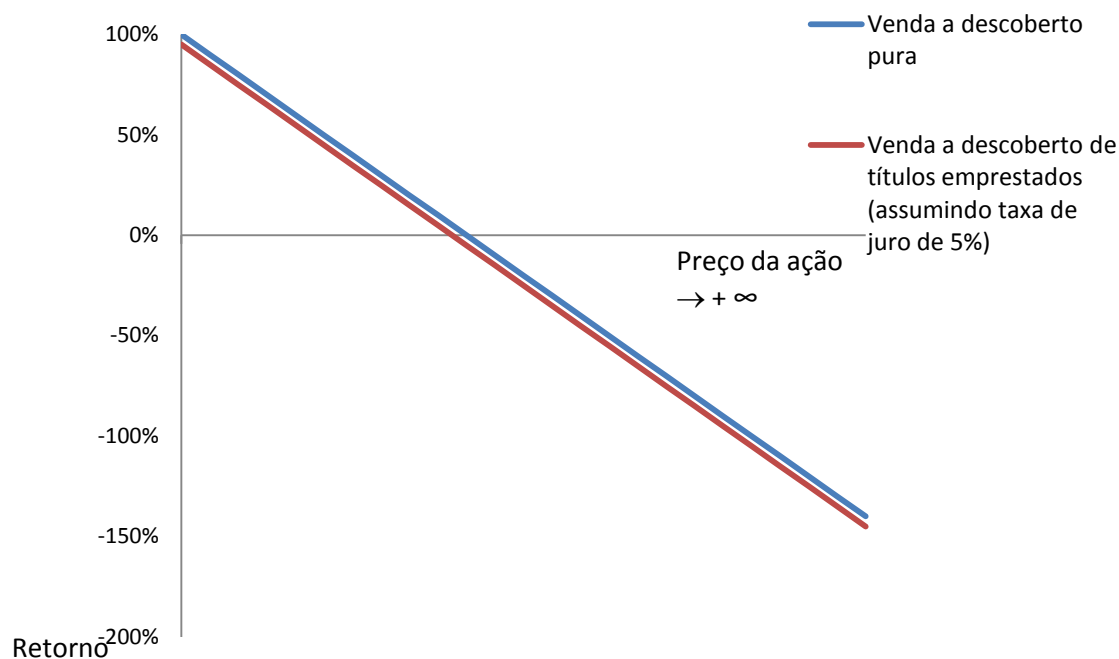


Gráfico 1

Nos EUA o volume das operações de venda a descoberto era, em 2005, de 24% na NYSE e de 31% no NASDAQ, relativamente ao volume total das transações (DIETHER, LEE e WERNER, p. 576)³.

Embora não existam dados divulgados que permitam com segurança identificar a proporção, na Europa, a Comissão Europeia estima que as operações a descoberto representem entre 1% a 3% do volume do mercado^{4 5}.

³ De acordo com cálculos nossos, o volume das operações a descoberto na NYSE entre 1 e 15 de Março deste ano foi de 10,32% do volume total das transações de ações.

⁴ Cfr. Memorando 10/409, de 15 de Setembro de 2010, da Comissão Europeia consultado em <http://europa.eu/>

⁵ A diferença abissal que se verifica entre as estimativas relativas ao NASDAQ e NYSE (que se reportam a 2005) e as relativas aos mercados na Europa (de 2010) poderá ter várias explicações: os mercados estadunidenses são extremamente mais líquidos que os europeus; em 2005 poderia antever-se, já, uma sobrevalorização de títulos, convidativa à venda a descoberto; a partir de 2008, na Europa, muitos

c) Importância para os agentes

(i) Motivações racionais para as vendas curtas

Se ninguém se mostra preocupado com a venda de títulos realizada pelo proprietário dos mesmos, é vulgar a desconfiança suscitada pelas operações curtas, especialmente quando se verificam quedas abruptas nas cotações de sociedades comerciais (abertas).

Nesse sentido, os ordenantes de vendas curtas são muitas vezes vistos como predadores que se aproveitam da miséria alheia (i.e. da queda das cotações) para ganharem dinheiro fácil.

Os estudos sobre a matéria e a prática demonstram que não é assim. De facto, os agentes de mercado que mais recorrem a estas operações são geralmente investidores institucionais, bem informados, e tomam decisões racionais (JAIN, JAIN e MCINISH, p. 98; BOEHMER, JONES e ZHANG, p. 524). O que não impede a existência de uma porção de vendas a descoberto desprovida de informação, apenas orientada pelas tendências dos mercados a curto prazo.

Também não se pode dizer que este tipo de operações constitua uma forma fácil de ganhar dinheiro.

Em primeiro lugar, porque, em condições normais, apenas se pode prever a descida das cotações estando extremamente bem informado⁶; em segundo lugar, porque existem custos de transação que tornam (pouco apetecível e) onerosa esta operação (nomeadamente, nas vendas curtas cobertas, o pagamento da remuneração do mutuante e a prestação de garantias em numerário, como explicaremos); em terceiro lugar, e

Estados-Membros proibiram operações de venda a descoberto puras e, um pouco por todo mundo, foram impostas severas restrições às operações de venda a descoberto.

⁶ Consideramos estar bem informado alguém que detém informação e a sabe interpretar.

talvez a razão mais forte, porque o risco associado às vendas a descoberto é muito elevado, uma vez que as possibilidades de perda são infinitas⁷.

Na literatura sobre o tema, são indicados cinco motivos para a realização de operações curtas.

1.º) Fiscalidade

Uma das razões que pode levar um investidor a vender curto é a poupança de imposto.

De acordo com esta hipótese, o titular de uma posição longa, para evitar que se reconhecesse um ganho de capital tributável, poderia tentar atrasar o reconhecimento deste facto anulando-o com uma venda curta (*shorting against the box*). Esta situação só seria desejável se a taxa de imposto fosse inferior no período subsequente.

A hipótese foi avançada por BRENT, MORE e STICE (*apud* RAMSAY, pp. 216 e ss) embora os próprios autores a tenham afastado por não terem encontrado base empírica para a sustentar.

Em 1997, por força da entrada em vigor do *Taxpayer Relief Act*, nos EUA, foi eliminada a oportunidade do deferimento dos ganhos de capital por via de estratégias como *shorting against the box*. De acordo com ARNOLD, BUTLER, CRACK e ZHANG, os movimentos de queda do rácio de posições curtas no final do ano explicam que, afinal, esta estratégia era bastante utilizada (*apud* LECCE, p. 35).

2.º) Arbitragem

A possibilidade de realização de operações de venda a descoberto gera oportunidades de arbitragem⁸, vendendo a descoberto no mercado onde o título tenha

⁷ Risco especialmente pronunciado em situações em que não existem disponíveis ações para compra na data da liquidação, tendo o vendedor a descoberto que as comprar a preços elevadíssimos (situação denominada por “*short squeeze*”, na expressão anglófona).

um preço mais elevado e comprando mais tarde (mas antes da liquidação da operação anterior) o mesmo título no mercado em que o preço seja mais reduzido (REIS, SOUSA e VIDAL, pp. 163-164).

Também é possível obter ganhos de arbitragem vendendo curto ações de sociedades de que se tenha opção de compra de títulos conversíveis, quando o preço para se adquirir os ativos seja mais baixo em relação ao preço de mercado (LECCE, pp. 35-36).

3.º) Cobertura de risco (“*hedging*”)

Um dos atrativos das operações a descoberto é a possibilidade de mitigar o risco exposto numa determinada posição longa. Exemplo típico é o do investidor que, sendo possuidor de uma posição longa numa ação, na qualidade de titular da mesma ou porque é titular de um instrumento financeiro exposto ao capital social da sociedade emitente, recorre a uma operação de venda a descoberto noutra plataforma de negociação, constituindo uma posição curta, apta para desfazer o risco em que incorre naquela posição longa (cfr. REIS, SOUSA e VIDAL, p. 163).

4.º) Criação de mercado

Outra das situações típicas nas quais se realizam operações de venda a descoberto são as operações decorrentes da atividade dos criadores de mercado⁹.

⁸ **Arbitragem** é a obtenção de um ganho, sem custo ou risco, comprando um ativo num mercado a um determinado preço e, simultaneamente, vendendo o mesmo ativo noutra mercado a um preço mais elevado (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, p. 923).

⁹ **Criador de Mercado** é “*uma pessoa que se apresenta em permanência nos mercados financeiros como estando disposta a negociar por conta própria através da compra e venda de instrumentos financeiros com base no seu próprio capital, a preços por si estipulados*”. [art. 2.º/1, al. n), da Diretiva 2004/109/CE] Criadores de mercado, por regra intermediários financeiros, são agentes do mercado que realizam operações de fomento, ou seja, operações que “*visam a criação de condições para a comercialização regular num mercado de uma determinada categoria de valore mobiliários ou instrumentos financeiros, nomeadamente o incremento de liquidez*” (art. 348.º/1, do CVM). O interesse público subjacente à

5.º) Conjetura (“*speculation*”)

A opinião de que os preços das ações vão descer pode motivar a venda de ações a descoberto no momento t , na expectativa de que se comprarão mais tarde (no momento $t+1$) a preço mais baixo (cfr. REIS, SOUSA e VIDAL, pp. 164-166).

A previsão da queda dos preços pode basear-se numa análise técnica do mercado, na demonstração de que o preço de mercado excede o valor real dos títulos (“*intrinsic*” ou “*fundamental value*”), ou por juízos meramente adivinhadores.

Será por conjectura que os agentes ordenarão vendas a descoberto, sem que a decisão esteja apoiada em informação sólida. Esta espécie de conjectura é, afinal, especulação. Contudo, pode haver ordens de venda a descoberto baseadas em conjectura que não contenham a mínima intenção especulativa.

existência de criadores de mercado implica um regime jurídico especial para as transações efetuadas no âmbito da atividade de criação de mercado (cfr. art. 17.º do Regulamento).

(ii) Os títulos preferenciais para vender curto

Os títulos em que existe maior atividade de operações a descoberto são os das sociedades emitentes com maior capitalização, ações com crescimento pretérito, ações essencialmente detidas por instituições, ações com preços muito elevados e ações objeto de *put options* (DIETHER, LEE e WERNER, p. 602).

Na escolha de títulos para vender em operações a descoberto, tem importância a finalidade que orienta a operação. Em princípio, só se pode dizer que há títulos preferenciais nas operações a descoberto quanto estas tenham por objetivo a cobertura de risco ou conjectura, como veremos abaixo.

Nesse sentido, não surpreende que os títulos que se não de preferir para alienar a descoberto são aqueles que se apresentam no momento sobreavaliados, ou os das empresas das quais se espera menor crescimento¹⁰.

A sobreavaliação das emitentes tem por referência a comparação do valor real das emitentes com o valor fixado pelo mercado (por exemplo, “*book-to-market ratio*”) (DECHOW, HUTTON e MEULBROEK, p. 20)¹¹.

¹⁰ Veja-se, a título de exemplo, as oportunidades de lucro através de operações de venda a descoberto identificadas por JIM CHANOS, célebre *short seller*. Na opinião deste economista, os títulos de empresas do sector da informática que não têm sabido oferecer resposta ao decréscimo do consumo de computadores pessoais, em detrimento do crescimento do consumo de *tablets* e *smartphones* constituem títulos preferenciais para vender curto, pois antecipam-se quedas nos lucros. É dada como exemplo a Hewlett-Packard (CHANOS).

¹¹ Em sentido diverso, embora não totalmente contrário, é ténue a relação entre o fluxo da atividade de operações a descoberto e os *book-to-market ratio*, embora não rejeitem que os operadores de venda a descoberto detenham informação privilegiada sobre o registo histórico das emitentes (BOEHMER, JONES e ZHANG, pp. 501-525).

(iii) As contrapartidas do mutuante

Se as operações de venda a descoberto são, ou podem ser, motivadas pela ideia de que o preço das ações irá descer, por que razão iria o mutuante aceder a emprestá-las, em vez de as vender por sua conta? Por duas razões.

Em primeiro lugar, porque ele mesmo pode não partilhar da opinião do vendedor a descoberto e entender que o valor da ação corresponde ao valor de mercado ou mesmo que está subavaliado. Deste ponto de vista, interessar-lhe-á manter a posição longa.

Em segundo lugar, esta pode ser uma forma obter rendimento, uma vez que o empréstimo dos títulos se presume oneroso (art. 1145.º/1, *in fine*, do CC).

Na prática, o mutuário paga uma taxa de juro que se aplica sobre o valor das ações e que varia “*consoante a oferta de valores mobiliários disponíveis nos mercados de empréstimos*” (CASTILHO, p. 22)¹². Este sistema é o que funciona ao abrigo do Regulamento n.º 2/2006 da Interbolsa, (cfr. arts. 7.º, 10.º e 23.º deste Regulamento).

É também comum que o mutuário preste uma garantia adicional, de modo a garantir o risco da não devolução das ações ao mutuante. Nesse caso, o mutuante pagará uma taxa de juro pela liquidez proporcionada por esta garantia. Esta taxa de juro é compensada e ajustada pela taxa paga pelo mútuo das ações (*vide* D'AVOLIO, pp. 7-8)¹³.

¹² São também pagas aos mutuante compensações por este “*não poder usufruir dos seus direitos de acionista*” (ALVES, p. 12.), nomeadamente o direito aos dividendos bem e “*todos os demais direitos de cash flow, tais como o direito a receber novas ações emitidas por incorporação de reservas ou a subscrever novas ações em novos aumentos de capital*” (*Idem, Ibidem*).

¹³ JONES *et al.*, p. 214. Por exemplo, se a taxa de empréstimo das ações for de 4% e a taxa de juro de referência for de 5%, o mutuante acabará por pagar apenas 1% sobre o valor da garantia, equivalente ao valor das ações emprestadas.

d) *Vantagens e inconvenientes para o mercado*

Como explica EMILIOS AVGOULEAS, de acordo com a hipótese dos mercados eficientes (“*Efficient Markets Hypothesis*”), a nova informação sobre um determinado valor mobiliário é rapidamente absorvida pelo respetivo preço. Assim, como em mercados eficientes os custos de transação são baixos e os agentes do mercado são informados, no breve período de tempo em que o preço de mercado não corresponde ao valor do ativo, existe uma oportunidade de arbitragem e, conseqüentemente, de lucro. A venda curta aparece como uma forma eficaz de aproveitar a oportunidade de arbitragem. Porém, nem todos os agentes do mercado são (bem) informados e, como tal, as suas decisões são motivadas mais por imitação do que pelo aproveitamento de arbitragem, pressionando os preços dos ativos para aquém do valor real (chamados *noise traders*) (AVGOULEAS, pp. 24-25), o que provoca volatilidade nas cotações e instabilidade nos mercados.

(i) Benefícios de eficiência

O volume de vendas curtas nos mercados de capitais contribuem para (i) a eficiente fixação do preço, uma vez que o preço dos ativos sobreavaliados tende a ajustar-se ao preço justo mais rapidamente (ii) mitigação de bolhas de preços; (iii) aumenta a liquidez nos mercados (iv) facilita a cobertura de riscos (“*hedging*”)¹⁴.

O estudo exaustivo acerca dos efeitos verificados pela proibição das operações de venda a descoberto, na sequência dos acontecimentos de 2008, constitui uma base sólida para afirmar as vantagens que este tipo de operações oferece ao mercado, bem como as desvantagens, *rectius*, prejuízos que o mercado sofre quando não são permitidas¹⁵.

“É, aliás, relativamente intuitiva a ideia de que o covered short selling contribui para uma maior eficiência do processo de formação de

¹⁴ Cfr., entre outros, AVGOULEAS, p. 29; IOSCO - Technical Committee, p. 4.

¹⁵ Com efeito, a maior parte dos estudos sobre o tema consultados apontam no mesmo sentido; a proibição das operações de venda a descoberto desencadeia mais efeitos nocivos para o mercado do que efeitos protetivos (*vide* AROURI, JAWDI e NGUYEN, p. 149).

preços. De facto, impor restrições a este tipo de prática implica excluir do mercado os investidores que esperam uma queda de preços, logo que estes esgotem a venda das ações que têm em carteira.” (ALVES, p. 20).¹⁶

(ii) Inconvenientes e necessidade de regulação

Apesar dos notórios benefícios oferecidos pelas operações de venda a descoberto, não deixa de existir um perigo para o mercado que exige regras e a vigilância dos supervisores.

Com efeito, uma abusiva utilização destas operações pode levar à destabilização dos mercados, sendo certo que poderá também motivar a prática de ações proibidas, v.g. manipulação de mercado (cfr. art. 379.º do CVM)¹⁷.

Os principais inconvenientes que normalmente se atribuem às operações de *short selling* são a sua utilização enquanto instrumento de abuso e manipulação do mercado; a suscetibilidade de gerar instabilidade nos mercados e, conseqüentemente, volatilidade nas cotações (potenciadas pelos *noise traders*); o carácter por vezes desequilibrado das operações, baseado em assimetrias de informação; e o risco das falhas de liquidação¹⁸.

¹⁶ Cfr, no mesmo sentido, BLOMMESTEIN, KESKINLER e LUCAS, p. 3.

¹⁷ O crime de manipulação do mercado, estaria a ser cometido na modalidade da “*manipulação silenciosa*”, ou seja, aquela em que consiste na realização de operações de natureza fictícia ou na execução de práticas fraudulentas. (cfr. COSTA PINTO, 2000, p. 86). Serão “*operações aparentemente regulares mas que, na realidade, são controladas pelos agentes de forma a violar o livre jogo da oferta e da procura*” (COSTA PINTO, 2000, p. 87). Por exemplo, estaria a praticar o crime de manipulação de mercado aquele que, com o objetivo deliberado de fazer descer os preços de uma determinada cotação, desse uma ordem de venda, a descoberto, de um volume desproporcionado dessas mesma cotações, nos termos do art. 379.º, n.º 1 e n.º 2, do CVM.

¹⁸ Cfr. PAULA COSTA E SILVA, p. 72; RUSSO e ROSATI, p. 152; CASTILHO, p. 33.

e) *As principais “armas” contra os perigos das vendas curtas; remissão*

Tendo em conta os efeitos negativos que as operações a descoberto podem trazer ao mercado, particularmente em situações de instabilidade, existem diversos mecanismos regulatórios que restringem ou condicionam as operações de vendas a descoberto.

Os mecanismos regulatórios, previstos nos Regulamentos, que disciplinam a prática das operações de venda a descoberto, além das regras gerais do direito dos valores mobiliários, são: **(i)** o regime de transparência (arts. 5.º a 11.º); **(ii)** as restrições às operações de venda a descoberto puras (art. 12.º); **(iii)** os mecanismos de venda forçada (art. 15.º); **(iv)** os poderes de intervenção das autoridades competentes nacionais e da ESMA (arts. 18.º a 31.º).

Tendo em conta o objetivo a que nos propusemos, focar-nos-emos nos primeiros e nos segundos.

f) *Da admissibilidade das operações a descoberto no ordenamento jurídico português à luz do (novo) direito europeu*

Na vigência do CVM, em face das regras contidas nos arts. 325.º e 326.º do CVM¹⁹ e das Instruções da CMVM n.º 1/2008 e n.º 2/2008, a admissibilidade das operações de venda a descoberto impróprias nunca foi contestada. As als. a) e b) do art. 12.º do Regulamento²⁰ continuam a admitir estas operações.

¹⁹ Para uma análise da solução que resulta do revogado Código do Mercado de Valores Mobiliários vide PAULA COSTA E SILVA, pp. 47 – 49.

²⁰ Dispõe este preceito que se podem vender ações a descoberto quando o ordenante tenha “*tomado de empréstimo a ação ou ter tomado disposições alternativas que tenham um efeito jurídico equivalente*” [al. a)] ou tenha “*celebrado um acordo para tomar de empréstimo a ação ou ter outro título executivo, resultante de contrato ou da lei, à transferência da propriedade de um número correspondente de valores mobiliários da mesma categoria, de modo a que a liquidação possa ser efetuada no momento devido*” [al. b)]. Esta última cobertura equivaleria àquela que já era exigida pelo n.º 1 da Instrução da CMVM n.º

Por outro lado, a admissibilidade de vendas a descoberto puras foi, entre nós, problemática. O Regulamento oferece resposta para o problema na al. c) do art. 12.º.

Antes de entrarmos no regime de operações de venda a descoberto (puras e impróprias) previsto no Regulamento, vamos ver como a CMVM tratou o tema nos tempos recentes.

Em 19 de Setembro de 2008, foi publicada uma primeira Instrução da CMVM²¹ nos termos da qual os membros do Euronext Lisbon e do PEX ficavam obrigados a comunicar diariamente à CMVM praticamente todas as operações a descoberto relativas a ações ou valores mobiliários que dessem o “*direito à sua aquisição, subscrição ou conversão*”, desde que “*realizadas no Euronext Lisbon e no PEX*” [cfr. arts. 1.º, 2.º, al. a) e al. b), da Instrução n.º 1/2008].

Para efeitos de aplicação deste normativo, consideravam-se as operações a descoberto em ambas as modalidades: *covered* e *naked* [cfr. art. 2.º, al. a), da Instrução n.º 1/2008].

Três dias depois, em 22 de Setembro de 2008, foi publicada a Instrução n.º 2/2008 que, por sua vez, veio introduzir um regime especial relativamente às ações emitidas por instituições financeiras. Nos termos do n.º 1 da Instrução n.º 2/2008, os intermediários financeiros não podiam “*aceitar ou executar ordens para a venda [nos mercados do Euronext Lisbon e do OPEX] de ações emitidas pelas instituições financeiras referidas [naquela] Instrução*”²² “*quando o ordenante ou o membro do mercado actuando por conta própria, respectivamente, não assegure que dispõe ou não disponha daqueles valores no momento da transmissão ou execução da ordem*”, ficando excluídas as

2/2008 que obrigava a que o ordenante assegurasse que dispunha dos valores mobiliários regulados por esta Instrução.

²¹ Todas os atos da autoria da CMVM (Instruções, Informações, Regulamentos, Parecer Genérico) foram consultados em www.cmvm.pt, em 15 Fevereiro de 2013.

²² Essas instituições financeiras eram: Banco Comercial Português, Banco Espírito Santo, Banco BPI, Banif, SGPS, Finibanco-Holding SGPS, Banco Santander, Banco Popular Español, Espírito Santo Financial Group.

ordens executadas pelos membros que atuassem na qualidade de criadores de mercado. (cfr. n.º 2 desta Instrução) Esta Instrução foi revogada pela Instrução da CMVM n.º 11/2012, de 25 de Outubro²³.

Ficariam assim restringidas as operações de venda a descoberto puras de ações de instituições financeiras.

A propósito de várias normas relevantes para o mercado de capitais (nomeadamente sobre abuso de mercado), a CMVM emitiu um Parecer Genérico sobre vendas curtas (*short selling*), em 25 de Setembro de 2008, pelo qual clarificou que “*por venda curta entende-se a operação de venda em que o ordenador obteve os instrumentos financeiros alienados por via de empréstimo ou por qualquer outro negócio jurídico que lhe atribua uma titularidade temporária e o constitua numa obrigação de restituição desses instrumentos*” (cfr. ponto 1.I do Parecer Genérico)²⁴.

Consequentemente, “[caso] o ordenador não [mostrasse] ao intermediário financeiro, aquando da recepção da ordem de venda curta, que [dispunha] dos instrumentos financeiros necessários para a liquidação, por empréstimo ou outro meio equivalente, [careceria] de legitimidade para a operação, pelo que a ordem [deveria] ser recusada pelo intermediário financeiro.” (cfr. ponto 3.I do Parecer). Todavia, existia uma válvula de escape, permitindo ao intermediário financeiro aceitar a ordem de venda na condição de ele, intermediário, garantir a liquidação da operação se o ordenante não disponibilizasse, na mesma sessão do mercado a que respeitasse a venda curta, os instrumentos para liquidação (cfr. ponto 4.I do Parecer).

²³ Apesar de concordar com a oportunidade da Instrução n.º2/2008, PAULO CÂMARA exprime reservas quanto à respetiva legalidade porquanto se constituiu uma “*solução regulamentar que na prática opera em sentido inverso à regra legal da legitimidade da emissão de ordens de venda sem valores mobiliários disponíveis.*” (CÂMARA, p. 488).

²⁴ Recorde-se que no preâmbulo da Instrução n.º 2/2008, a CMVM sugeria que “*tem legitimidade para emitir uma ordem de venda aquele que mostre, perante o intermediário financeiro, ter condições que lhe permitam, até ao final da sessão, obter os títulos a cuja venda pretenda proceder.*”(sublinhado e destaque nosso).

Este Parecer Genérico fez com que se fixasse em Portugal uma interpretação restritiva das regras constantes dos arts. 325.º e 326.º do CVM, ficando as operações de venda a descoberto puras proibidas no ordenamento jurídico português, “*excepto em base intradiária*”²⁵,²⁶.

A fundamentação desta proibição baseava-se na necessidade de garantir a boa liquidação das operações, de prevenir práticas abusivas e de cumprir o dever de defesa do mercado.

É discutível, desde logo, a eficácia normativa deste ato. A este respeito pronunciou-se a doutrina, pela pena de PAULA COSTA E SILVA e PAULO CÂMARA, no sentido de que a CMVM não tem competência para introduzir tais regras, muito menos por via de Parecer Genérico²⁷. No entendimento destes Autores, as operações de venda a descoberto puras não eram proibidas no ordenamento jurídico português, *de iure condito*.

Com efeito, verificada a legitimidade do ordenador, estabelecido o momento de recepção da ordem por parte do intermediário financeiro (art. 325.º do CVM) e não se recusando a ordem, nos termos do art. 326.º do CVM, devem as ordens “*ser executadas nas condições e no momento indicados pelo ordenador*” (art. 330.º/1, do CVM).

A legitimidade do ordenador de uma operação de venda de valores mobiliários está reservada ao quem os comprou previamente (art. 80.º/2), o que não significa que o intermediário financeiro, por esse motivo, *deva* recusar a ordem de venda.

²⁵ Cfr. Comunicado da CMVM de 19 de Maio de 2010.

²⁶ A proibição de operações de venda a descoberto puras não abrange outras operações que, realizadas simultaneamente, permitem efeito financeiro semelhante. Por exemplo, a posição sintética que resulta da venda de uma *call option* e a compra de uma *put option* traduz, de forma quase igual, a exposição que resulta de uma operação de venda a descoberto pura da mesma ação.

²⁷ Os pareceres genéricos “*são meros actos opinativos*” desprovidos de “*eficácia injuntiva*” (COSTA PINTO e BRANDÃO DA VEIGA, pp. 284-285)

Nas palavras de PAULA COSTA E SILVA, “quando o art. 326/2/a) confere um poder ao intermediário financeiro para aceitar ou recusar a execução de uma ordem de venda de valores, que seja dada por ordenador que não faça prova da respetiva titularidade conforma-se com a possibilidade de o intermediário financeiro executar uma ordem de venda de valores de que o ordenador não é titular nesse preciso momento.” (PAULA COSTA E SILVA, p. 57). É por este motivo que a doutrina tende admitir licitude das operações de venda a descoberto puras à luz do ordenamento jurídico português²⁸.

Seja como for, o facto é que os participantes do mercado vieram a aceitar e aplicar esta regra, pelo que, ainda que admitamos a posição dos mencionados Autores, no limite, poderemos estar na presença de uma norma costumeira, eventualmente *contra legem*, atenta a convicção da sua obrigatoriedade, ou juridicidade, impressa na consciência da comunidade.

Mais tarde, tendo-se verificado “uma redução da volatilidade média do mercado e uma maior clarificação dos factores que podem condicionar a sua evolução”, em 8 de Janeiro de 2009, foi revogada a Instrução n.º 1/2008 pela Instrução da CMVM n.º 1/2009, de 8 de Janeiro²⁹.

Consequentemente, deixou de ser obrigatório o reporte diário das operações de venda a descoberto, sem prejuízo, no entanto, do regime especial que existia relativamente às ações das instituições financeiras.

Com a aproximação da entrada em vigor do Regulamento, em 1 de Novembro de 2012, a CMVM publicou a Instrução n.º 11/2012, revogando a Instrução n.º 2/2008, e o

²⁸ Cfr. PAULA COSTA E SILVA, p. 60; CÂMARA, pp. 487-488. Em sentido diverso, JOSÉ MARIA TEIXEIRA DUARTE defende que o CVM não permite as operações de venda a descoberto puras com o argumento de que a legitimidade, decorrente da titularidade, para ordenar a venda é pressuposto necessário para a execução da ordem, pelo intermediário financeiro (DUARTE, p. 22)

²⁹ Entretanto, a Instrução n.º 1/2008 tinha sido ligeiramente alterada pela Instrução n.º 4/2008. Esta dilatava em 2 dias o prazo para o cumprimento dos deveres de divulgação previstos e previa que os membros dos mercados podiam enviar apenas uma comunicação semanal com valores a zero quando não houvessem operações a comunicar.

Regulamento n.º 1/2012, de 25 de Outubro, revogando o Regulamento n.º 4/2010 (de que falaremos adiante)³⁰.

Em 31 de Outubro de 2012, o Conselho Diretivo da CMVM emitiu um comunicado³¹, dando nota de que no dia seguinte entraria em vigor o Regulamento, bem como os regulamentos complementares. Além de alusões genéricas feitas a propósito das alterações introduzidas pelo novo corpo normativo, são tecidos alguns comentários a respeito dos atos normativos da CMVM revogados (i.e. do Regulamento n.º 4/2010 e da Instrução n.º 2/2008).

Fica a questão de saber qual o conteúdo útil que (e se) subsiste da proibição das vendas a descoberto puras, resultante da interpretação normativa da CMVM, plasmada no Parecer Genérico.

É que, por um lado, foram revogados os atos regulamentares da CMVM que restringiam a prática das operações a descoberto mas, por outro, sempre se poderia dizer que o Parecer Genérico não perderia a sua eficácia, porquanto não se pronuncia sobre normas revogadas, mas sobre normas ainda em vigor (i.e. os arts. 80.º, 325.º e 326.º do CVM).

A questão afigura-se ainda mais confusa, em face da leitura do comunicado da CMVM de 31 de Outubro de 2012, especialmente do seu penúltimo parágrafo e do silêncio da CMVM relativamente ao Parecer Genérico.

³⁰ Ainda antes, porém, foi publicada pela CMVM uma Circular dirigida aos membros dos mercados geridos pelo Euronext Lisbon e OPEX sobre Regime Aplicável às Vendas a Descoberto e Falhas de Liquidação, em 12 de Agosto de 2011, relembrando a proibição do *naked short selling*. Esta circular foi publicada num contexto de um aumento de falhas de liquidação, indiciadoras de vendas curtas realizadas sem cobertura.

A CMVM afirma que as “consequências [das operações a descoberto puras], quer sistémicas, quer em valores mobiliários específicos, podem ser muito nefastas para os mercados” e que instaurou processos de contraordenação, no âmbito de infrações às “normas em vigor”.

³¹ Disponível em www.cmvm.pt.

Como interpretar a afirmação da CMVM quando diz que a revogação do Regulamento n.º 4/2010 e da Instrução n.º 2/2008 – relembre-se, atos que vigoravam até 1 de Novembro de 2012 – não “*significa que desapareçam as restrições mas tão só que se passam a aplicar as restrições consagradas no [Regulamento]*”?

Numa primeira e, cremos, errónea aproximação dir-se-ia que a revogação daqueles atos implicaria que apenas as restrições impostas por eles seriam substituídas pelas restrições agora impostas pelos Regulamentos. Nesse sentido, uma vez que o Parecer Genérico apenas interpreta as normas do CVM que, relembre-se, não sofrem alterações com a entrada em vigor dos Regulamentos, continuariam inadmissíveis, à luz do ordenamento jurídico interno, as operações de venda a descoberto puras.

Numa segunda leitura, dir-se-ia que as regras constantes dos Regulamentos obrigam a uma nova interpretação das regras internas em apreço, devido à necessidade de compatibilização e uniformização do direito na Europa que estão na origem da aprovação daqueles³².

Esta parece ser a interpretação mais acertada. Dificilmente se compreenderia que houvesse restrições mais apertadas às operações de venda a descoberto em Portugal (ou em qualquer outro EM), havendo um regime comum. Aliás, essa é precisamente a *ratio legis* que presidiu à feitura do Regulamento [cfr. Considerandos (2) a (5)].

Além de que o regime jurídico previsto no Regulamento sobre as restrições nas operações a descoberto não é, de todo, compatível com uma solução nacional que mantivesse indefinidamente as mesmas. Sublinhe-se que a decisão de restringir as operações de venda a descoberto, por parte do supervisor nacional, encontra-se limitada

³² Sobre a necessidade de compatibilização dos regimes jurídicos, cfr. Considerandos (1) a (3) e (5) do Regulamento. Com efeito, “*segundo entende a Comissão, uma regulação de short selling não concertada poderia dar azo à adopção de comportamentos de arbitragem regulatória (...) ou provocar um aumento exponencial dos custos de compliance a cargos dos participantes de mercado, com especial incidência naqueles que operam em vários mercados.*” (CASTILHO, p. 46)

aos casos previstos nos arts. 20.º e 23.º do Regulamento^{33 34}, sendo que as restrições apenas podem durar, no máximo, três meses, podendo ser prorrogadas por períodos adicionais não superiores a três meses, verificados os motivos subjacentes (cfr. art. 24.º do Regulamento)³⁵.

Ademais, uma das razões para a proibição das operações de venda a descoberto puras, ou seja, garantir que não existem falhas de liquidação, encontra-se prevenida na nova regulação, tanto pelos deveres de localização quanto pelos poderes de intervenção avulsos que cabem aos reguladores, ou pelos mecanismos de compra forçada.

Em suma, a interpretação (ou criação, para quem prefira) normativa constante do Parecer Genérico da CMVM sobre as operações a descoberto deverá ter-se por caduca por se demonstrar totalmente incompatível com o novo direito constituído.

Na sequência do que ficou exposto acima, desde 1 de Novembro de 2012 são permitidas as operações de vendas curtas cobertas e operações de vendas a descoberto de ações puras, *apenas* com as restrições previstas no art. 12.º/1, al. c), do Regulamento.

³³ Os conceitos indeterminados utilizados na previsão do mencionado art. 20.º/1, al. a), ou seja “*os acontecimentos ou desenvolvimentos desfavoráveis que constituam uma ameaça grave para a estabilidade financeira ou para a confiança no mercado no Estado-Membro em questão ou noutro ou noutros Estados-Membros*”, vêm densificados no art. 24.º do Reg. Del. 918. Esta determinação é obrigatória e vinculativa para todos os EM (cfr. nota final deste Regulamento de Execução).

³⁴ Por exemplo, a autoridade supervisora espanhola (Comisión Nacional del Mercado de Valores) introduziu, desde a data de entrada em vigor do Regulamento, pelo período de 3 meses, restrições às operações de venda a descoberto, ao abrigo do art. 20.º do Regulamento (Boletín Oficial del Estado, n.º 265, de 3 de Novembro de 2012, consultado em <http://www.boe.es/>). Semelhantes medidas foram adotadas pelas autoridades gregas, sendo que na Grécia o período de restrições foi recentemente prorrogado (cfr. ESMA, *Opinion* ESMA/2013/149, de 29 de Janeiro de 2013, consultado em <http://www.esma.europa.eu/>).

³⁵ É de realçar a importância da observância do princípio da proporcionalidade na tomada de medidas restritivas das operações a descoberto [cfr. art. 20.º/1, al. c), do Regulamento], imposto pelo legislador europeu tendo em consideração os benefícios de eficiência que as operações a descoberto oferecem aos mercados.

Assim, além da possibilidade de se venderem a descoberto ações tomadas de empréstimo (ou a título equivalente), ou sobre as quais exista acordo de empréstimo ou outro título executivo, é também possível vender a descoberto ações quando for “estabelecido com um terceiro um mecanismo nos termos do qual esse terceiro confirma que a ação foi localizada e tomou medidas em relação a terceiros necessárias para que a pessoa singular ou coletiva tenha uma expectativa razoável de que a liquidação possa ser efetuada no momento devido”, como prevê o art. 12.º/1, al. c) (a chamada *locate rule*)³⁶.

Estes mecanismos e medidas vêm previstos no art. 6.º do Reg. de Execução.

É exigido pelo Regulamento que estas operações sejam realizadas por meio de (i) um mecanismo acordado com um terceiro (ii) pelo qual seja possível confirmar que foram localizadas a quantidade de títulos que se pretendem vender (iii) que foram tomadas medidas em relação a terceiros (iv) que permitam ao ordenante ter uma

³⁶ **Deveres de localização** (*locate rule* ou *locate requirement*) impõem ao intermediário financeiro que averigue, antes de executar a ordem de venda, se o ordenador obteve de empréstimo as ações ou, tendo em conta as condições do mercado as venha a obter com facilidade. Esta medida regulatória vem prevista nos art. 12.º/1, al. b), do Regulamento e regulamentada no art. 5.º do Regulamento de Execução n.º 827/201.

Os acordos de tomada de empréstimo de ações são efetuados, basicamente, por quaisquer contratos ou acordos que (i) conduzam à entrega de ações (ii) abranjam, pelo menos, o número de ações que o vendedor descoberto se propõe vender a descoberto (iii) assegurem a entrega das ações a tempo de permitir a liquidação da venda a descoberto.

Estes acordos podem ter uma tipologia muito variada, sendo que o elenco previsto no art. 5.º inclui praticamente todos os contratos típicos em mercados de capitais e ainda prevê uma cláusula aberta no seu n.º 1, al. f).

Sobre as vantagens e inconvenientes, para o mercado, dos deveres de localização cfr. LUÍS CASTILHO, ob. cit., pp. 83 – 85.

Entende LUÍS CASTILHO que se trata de uma “*verdadeira proibição da venda a descoberto não titulada*” (Castilho, p. 186). Não o podemos acompanhar neste ponto; os deveres de localização apenas visam conferir alguma cobertura às operações de venda a descoberto puras, o que não significa que as descaracterizem enquanto tal. É que o cumprimento destes deveres não produz qualquer efeito jurídico sobre a titularidade ou posse das ações, o que não sucede quando as mesmas são objeto de empréstimo.

expectativa razoável de que a liquidação possa ser efetuada (v) no momento devido. Todas informações prestadas ao abrigo deste regime deverão ser fornecidos ao *vendedor descoberto* “em suporte duradouro, como meio de prova da existência dos mesmos” (cfr. art. 6.º/5, do Reg. de Execução), sendo que a prestação destas informações por meio de correio eletrónico será suficiente para assegurar o cumprimento deste último requisito³⁷.

Vejamos de perto cada um dos incisos.

i. Mecanismo acordado com terceiro

A expressão “mecanismo acordado” remete para o conteúdo de um contrato. O art. 8.º do Reg. de Execução determina quais são as entidades com as quais se pode estipular este mecanismo. Poderão ser empresas de investimento, uma contraparte central, um sistema de liquidação de valores mobiliários, um banco central ou qualquer entidade que participe na gestão da tomada de empréstimo ou aquisição de ações [cfr. art. 8.º/1 e n.º 2, al. a), do Reg. de Execução]³⁸.

Na prática, das duas, uma: ou o terceiro será o intermediário financeiro a quem o vendedor descoberto deu a ordem de venda; ou o terceiro será uma entidade que presta serviços de consultoria ao vendedor descoberto.

O acordo com o “terceiro” deverá ser regulado por meio de um contrato, por ventura com recurso a cláusulas contratuais gerais, nos termos do qual o intermediário

³⁷ Cfr. Diretiva (UE) n.º 83/2011, de 25 de Outubro, Anexo I, nota 3

³⁸ **Empresas de Investimento** são entidades que exercem habitualmente uma atividade que consista na prestação a terceiros de serviços de investimento a título profissional [cfr. art. 1.º/2 da Diretiva 93/22/CE, na atual redação e 8.º/2, al. b) e c), do Regulamento de Execução]; **Contraparte Central** é “uma entidade jurídica que se posiciona entre as contrapartes em contratos negociados num ou mais mercados financeiros, agindo como comprador perante todos os vendedores e como vendedor perante todos os compradores, e que é responsável pelo funcionamento de um sistema de compensação” [cfr. art. 2.º/1, al. o), do Regulamento]; **Sistema de Liquidação** é um acordo formal entre participantes com regras de comuns para compensação (“*netting*”) [cfr. art. 2.º, al. a), da Diretiva n.º 98/26/CE, na redação atual].

financeiro se obriga a acionar um conjunto de medidas que garantam, no final, a liquidação da operação, como veremos *infra*.

Por fim é necessário esclarecer que este terceiro é, na realidade, um “segundo”, porquanto é contraparte contratual do ordenante da venda curta.

ii. Localização da ação

Os mecanismos de localização consistem em confirmações facultadas pelo “terceiro”, antes da realização da venda a descoberto, de que “*considera que pode disponibilizar as ações para liquidação em tempo útil, tendo em conta o montante da venda e as condições de mercado, e que indique o período para o qual a ação está localizada*” [art. 6.º/2, al. a), do Reg. de Execução].

iii. “*tomou medidas em relação a terceiros*”

Os terceiros, propriamente ditos, deverão ser entidades que igualmente correspondam à previsão do art. 8.º do Reg. de Execução, embora estranhas à relação contratual que acima descrevemos [*vide* ponto (i)].

As medidas em relação a terceiros serão operações ou procedimentos encetados por “o” terceiro que servirão de fonte às informações que o mesmo prestará ao vendedor descoberto.

Assim, para calcular a disponibilidade das ações para a liquidação, “o” terceiro não deixará de consultar terceiros, tipicamente bem informados sobre as condições do mercado, de modo a garantir a exatidão das suas próprias informações.

iv. Que permitam ao ordenante ter uma expectativa razoável de que a liquidação possa vir a ser efetuada;

Nas operações de venda a descoberto puras, o ordenante da venda (e correlativamente o comprador) corre sempre o risco da não liquidação das operações³⁹. De facto, à partida nada garante a disponibilidade de valores mobiliários para a entrega no momento da liquidação porque, também à partida, nada obriga os detentores dos mesmos a desapossarem-se deles.

Nesse sentido, o “terceiro” deverá tomar as diligências necessárias para identificar e garantir a disponibilidade dos ativos, tendo em conta a sua liquidez no mercado e a quantidade de ordens de venda diárias.

Servirá este propósito o SGE, regulado nos termos do já referido Regulamento Interbolsa n.º 2/2006.

v. No momento devido.

O momento devido é o momento em que deve ser feita a liquidação da operação. Caso a plataforma de negociação esteja localizada em Portugal, dentro dos três dias subsequentes a contar da realização ou do vencimento da operação, nos termos do art. 12.º/1, do Regulamento da CMVM n.º 5/2007. Caso se trate de “*operações realizadas fora do mercado regulamentado ou de sistema de negociação multilateral*”, no

³⁹ Em rigor, o risco da falha de liquidação, sendo partilhado de uma forma ou de outra por todos os intervenientes da operação, recai, em primeira mão, sobre o intermediário financeiro que executa as ordens de venda em nome próprio, ainda que por conta de outrem (cfr. PAULA COSTA E SILVA, pp. 67-68). O art. 15.º do Regulamento, a este propósito, prevê a existência de mecanismos de compra forçada ou de reembolso ao comprador (quando a compra não for possível) que devem ser postos em prática, no caso em que o ordenante não estiver em condições de entregar as ações para liquidação nos quatro dias úteis subsequentes à data em que a liquidação é devida (cfr. art. 15.º, n.º1, do Regulamento). Prevê-se ainda a fixação de uma sanção pecuniária compulsória “*por cada dia em que a liquidação continue a ser efetuada*” (cfr. art. 15.º/2, do Regulamento). Estes mecanismos são criados pelo intermediário financeiro que presta serviços de compensação relativamente a ações, ficando a dúvida sobre qual o destino destes pagamentos. Em princípio, estes pagamentos deverão ser feitos ao comprador frustrado, a título de indemnização, sem prejuízo de uma parte poder ser retida pela contraparte central. Esta é, também, uma típica medida regulatória das operações de venda a descoberto, conhecida, na terminologia anglófona, por *close-out requirements*. (cfr. CASTILHO, pp. 55 e 89-94)

“momento acordado entre os participantes” [art. 12.º/2, al. a), do Regulamento da CMVM n.º 5/2007] ou *“no prazo fixado nas regras do sistema”* [art. 12.º/2, al. b), do Regulamento da CMVM n.º 5/2007].

Acrescenta-se, ainda, que a operação de venda a descoberto de uma ação também pode ser realizada através da venda de um cabaz de ações (art. 6.º/1, do Regulamento n.º 918/2012).

3. Posições curtas e outros instrumentos financeiros

A al. b) do art. 3.º, n.º1, do Regulamento estatui que a posição curta também pode resultar de uma transação que cria um instrumento financeiro, ou de uma transação relacionada com um instrumento financeiro, “*sempre que o efeito ou um dos efeitos da transação seja o de conferir uma vantagem financeira*” decorrente da diminuição do valor da ação ou instrumento de dívida em questão.

É o caso, por exemplo, quando “*um intermediário [emite] (para colocação junto dos seus clientes) um instrumento financeiro cujo resultado seja inversamente proporcional à performance de uma determinada acção está a proporcionar aos seus clientes uma posição curta sobre essas acções, sem que qualquer deles tenha realizado uma única venda curta. Tal como os short sellers estes clientes beneficiam das quedas de cotação do valor mobiliário em questão, mas ao contrário daqueles não procederam à sua venda.*” (CARLOS F. ALVES, p. 24).

A título de exemplo, uma posição curta é criada, em contratos de opções, quando o investidor compra opções de venda (*put options*) ou vende opções de compra (*call options*) (cfr. Gráfico 2).

O art. 3.º/1, al. b), do Regulamento vem complementado pelos arts. 6.º e 7.º do Reg. Del. 918.

Para efeitos de liquidação das posições curtas não interessa se as operações que deram origem às posições curtas se encontram ou não liquidadas [art. 7.º, al. a), do Reg. Del. 918].

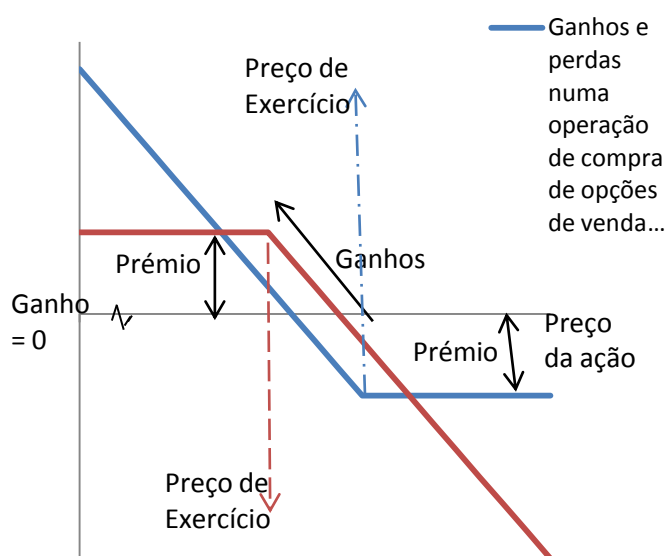


Gráfico 2

Para o cálculo das posições líquidas curtas não relevam as “*posições curtas em instrumentos financeiros que deem origem a um direito sobre ações não emitidas e a direitos de subscrição, obrigações convertíveis e outros instrumentos comparáveis*” [art. 7.º, al. b), do Reg. Del. 918]. Exemplo de instrumentos financeiros que não relevam são os *warrants*.

Relevam, então, os instrumentos financeiros elencados no anexo I, parte 1, do Reg. Del. 918 (art. 6.º/2, deste Regulamento)⁴⁰.

⁴⁰ **Instrumentos Financeiros:** “*Opções; Warrants cobertos; Futuros; Instrumentos relacionados com índices; Contratos sobre diferenças; Ações/unidades de fundos de investimento transacionados em bolsa; Swaps; Spread bets; Produtos de investimento de retalho ou profissional; Instrumentos derivados complexos; Certificados ligados a ações; Certificados de depósito global.*”

Segundo o relatório da Comissão Europeia que acompanhou a proposta de Regulamentos Delegados, o elenco não é taxativo (*Impact Assessment*, p. 54, disponível em <http://ec.europa.eu>). A solução é corolário do princípio de liberdade de criação de valores mobiliários (OLIVEIRA ASCENSÃO, p. 145).

III. POSIÇÕES LONGAS

Importa agora olhar para o outro termo da operação do cálculo das posições líquidas curtas: as posições longas. Não iremos tratar este tema com a mesma profundidade com que o fizemos relativamente às posições curtas. Deixaremos, no entanto, este brevíssimo apontamento, necessário para a completude do trabalho⁴¹.

Nos termos do art. 3.º/2, do Regulamento uma posição longa sobre o capital social emitido é aquela que resulta da “*a) titularidade de uma ação emitida por uma sociedade (...)*”; ou da “*b) Celebração de uma transação que cria ou está relacionada com um instrumento financeiro distinto dos referidos na al. a), sempre que o efeito ou um dos efeitos dessa transação seja o de conferir uma vantagem financeira à pessoa singular ou coletiva que participou nessa transação em caso de aumento do preço ou do valor da ação ou instrumento de dívida.*”

É titular de uma ação a “*pessoa singular ou coletiva [que] possui a ação*” e assume o respetivo risco económico, sendo, nesse sentido, o beneficiário final efetivo da ação [cfr. arts. 3.º/1, e 4.º, al. a), do Reg. de Execução n.º 918/2012].

É, igualmente, titular de uma ação o possuidor de um título executivo que lhe confere “*o direito de receber a propriedade da ação*” [art. 4.º, al. b), do Reg. de Execução n.º 918/2012].

⁴¹ A propósito de posições longas, sublinhe-se que no ordenamento jurídico português vigora o Regulamento da CMVM n.º 5/2008, de 2 de Outubro, que, na redação dada pelo Regulamento da CMVM n.º 5/2010, de 1 de Outubro, impõe deveres de informação a quem detenha posições económicas longas. O regime previsto neste regulamento da CMVM contém um conceito de posições longas ligeiramente diferente do que vem contemplado nos Regulamentos. Todavia, são conceitos que operam a níveis diferentes; o regulamento da CMVM serve a concretização de deveres de informação relacionados apenas com as posições longas, os Regulamentos para o cálculo das posições curtas líquidas. Embora reconheçamos que seria preferível que existisse uniformidade nos termos, pensamos que os dois planos normativos não se sobrepõem e, portanto não são incompatíveis.

IV. DEVERES DE INFORMAÇÃO SOBRE AS POSIÇÕES LÍQUIDAS CURTAS

1. Dos deveres de informação em geral ⁴²

Do princípio da transparência⁴³ decorrem uma série de deveres de informação, sendo esta “*um instituto geral e fundamental do Direito dos Valores Mobiliários*” (FERREIRA, p. 335).

A informação prestada, segundo o regime de cada dever específico de informação (FERREIRA, p. 333), deverá ser “*completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita*” (art. 7.º/1 do CVM). A violação destes princípios pode constituir contraordenação (*vide* arts. 389.º/1, als. a) e c), 389.º/3, al. a), 393.º/2, todos do CVM].

Podemos distinguir deveres de informação gerais e deveres de informação especiais (CASTILHO DOS SANTOS, pp. 279-283). Os deveres de informação gerais, de “*natureza subsidiária*” vêm previstos no art. 248.º do CVM. Estatuem um dever de informação, sobre as sociedades cotadas, relativo a factos relevantes.

Os deveres de informação compreendem duas espécies: deveres de comunicação e deveres de divulgação. Os primeiros apenas obrigam a prestação de informações à(s) autoridade(s) competente(s), os segundos obrigam a que a informação seja publicada.

Os deveres de informação especiais incidem também sobre factos relevantes (de outra forma dificilmente se explicaria o razão de ser do dever de informação), mas circunscrevem-se a situações específicas, mais pontuais. O regime dos deveres especiais de informação não exclui a aplicação subsidiária do dever geral de informação⁴⁴.

⁴² Sobre o papel, jurídico e económico, da informação no mercado de valores mobiliários, cfr. PAZ FERREIRA, pp. 137-159; FERREIRA, pp. 333-337; CÂMARA, pp. 683-706; COSTA PINA, pp. 17-47; MARQUES e FREIRE; MOREDO SANTOS, pp. 49-78; SANTOS, pp. 23-40.

⁴³ O princípio da transparência tem por fim reduzir assimetrias informativas e promover a eficiência do mercado (MARQUES e FREIRE, pp. 113-114; OGANDO, I.2)

⁴⁴ Cfr. CASTILHO DOS SANTOS, pp. 282-283.

Os deveres de informação previstos no Regulamento situam-se dentro do instituto geral dos deveres de informação, e podemos trata-los enquanto deveres especiais de informação.

O legislador europeu acolheu o entendimento de que a transparência das posições líquidas curtas é um meio adequado para evitar, mitigar e controlar as causas e os efeitos negativos característicos das operações a descoberto^{45 46}.

2. Dos deveres de informação sobre posições líquidas curtas em especial

a) Antecedentes

Os deveres de informação sobre posições líquidas curtas foram introduzidos em vários Estados-Membros, de forma coordenada, por influência da CESR, em resposta à instabilidade dos mercados verificada em 2008.

Esses deveres chegaram a Portugal por força do Regulamento n.º 4/2008, de 22 de Setembro, da CMVM veio impor deveres de informação sobre interesses a descoberto.

⁴⁵ O considerando (7) do Regulamento anuncia que o objetivo da comunicação das posições curtas é permitir às entidades competentes “*monitorizar e, se necessário, investigar atividades de venda a descoberto que possam criar riscos sistémicos, ser abusivas ou gerar perturbações nos mercados*”. Em sentido diverso, EMILIOS AVGOULEAS, entende que o regime da divulgação de informação ao mercado de operações curtas não é suficiente porque não é eficaz para mitigar o risco de destabilização provocado pelos “*noise traders*”. (AVGOULEAS, p. 53).

O mesmo autor defende que, tendo em conta os custos de transação que este dever implica, o regime deveria prever diferentes patamares para a obrigação de prestar as informações, consoante a dimensão da sociedade emitente. Assim, o patamar deverá ser mais baixo para as vendas curtas de ações de sociedades com determinado capital social e admitidas à negociação em mercado regulado e mais elevado na negociação de títulos OTC (cfr. AVGOULEAS, pp. 57-58).

⁴⁶ O modelo de transparência baseado em deveres de informação contrapõe-se a um diferente modelo de sinalização (*flagging*), que opera por via de averbamentos ao registo das ordens de venda a descoberto. Sobre este modelo e a sua comparação com modelo adotado nos Regulamentos, cfr. CASTILHO, pp. 103-115.

Se uma entidade detivesse uma posição líquida curta que ultrapassasse o limiar de 0,25% do capital social de certa entidade emitente, teria que a comunicar à CMVM. O cálculo efetuava-se simplesmente deduzindo às posições longas as posições curtas, relevando para este efeito todas as posições detidas dentro do mesmo grupo societário (cfr. art. 1.º do Regulamento n.º 4/2008).

Estes deveres de comunicação apenas abrangiam as posições relativas a ações de instituições financeiras e entidades que integrassem o PSI20 (arts. 2.º e 3.º do Regulamento n.º 4/2008).

O Regulamento n.º 4/2008 foi revogado pelo Regulamento da CMVM n.º 4/2010, de 24 de Junho de 2010.

Este regulamento introduziu, na esteira do *Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, proposto pela CERS, em Março de 2010⁴⁷, as seguintes novidades: *(i)* o regime de transparência passava a ser aplicável a todas as ações admitidas à negociação em mercado regulamentado ou negociadas em sistema de negociação multilateral (cfr. art. 1.º/1) ; *(ii)* passou a existir um limiar de 0,20% para efeitos de comunicação à CMVM e outro de 0,50% para efeitos de divulgação ao mercado (cfr. arts. 4.º e 5.º); *(iii)* o cálculo dos interesses a descoberto passou a ser feito ao nível das pessoas jurídicas, não sendo admissíveis compensações entre entidades que se encontrem em relação de grupo ou domínio (art. 1.º/2), com exceções previstas para os fundos de investimento, patrimónios autónomos, carteiras sob gestão discricionária e carteiras próprias de negociação de cada intermediário financeiro (art. 1.º/3).

Antes da entrada em vigor do Regulamento, já existiam estes deveres de divulgação/comunicação, em moldes muito semelhantes aos que tínhamos em Portugal, na Bélgica (desde Fevereiro de 2012), em Espanha (desde Setembro de 2008), em

⁴⁷ Consultado em <http://www.esma.europa.eu>.

França (desde Fevereiro de 2012), na Itália (desde Julho de 2011), na Holanda (desde Agosto de 2011) e no Reino Unido (desde Junho de 2009)⁴⁸.

***b) Deveres de informação sobre posições líquidas curtas;
generalidades***

Classificados os deveres de informação sobre posições líquidas curtas como deveres especiais de informação, identificamos aqueles que são os seus elementos constitutivos:

1º. Determinação de posições curtas e longas – relacionadas com o capital social de sociedades cujas ações estejam admitidas à negociação numa plataforma de negociação (art. 3.º/1, 2 e 3);

2º. Ajustamento das posições longas e curtas de acordo com o modelo delta ajustado [art. 3.º/7, b), e art. 10.º do Reg. Del. 918];

3º. Liquidação das posições curtas (art. 3.º/4);

4º. Verificar se, em cada dia, são atingidos limiares definidos para efeitos de comunicação/divulgação (arts. 5.º/1, 6.º/1 e 9.º/2);

5º. Caso algum dos limiares tenha sido atingido, seguir as regras de procedimento previstas nos arts. 9.º a 11.º do Regulamento e 3.º e 4.º do Reg. de Execução.

Os dois primeiros elementos convidam-nos a identificar e apurar os termos da operação. O terceiro consiste na operação, propriamente dita. Os quarto e quinto elementos indicam o que se deve fazer após a obtenção do resultado do cálculo.

⁴⁸ Informação retirada da Declaração da ESMA, de 24 de Julho de 2012, sobre as medidas adotadas pelas entidades competentes relativamente às operações de venda a descoberto, consultada em <http://www.esma.europa.eu/>

Verificamos que todos estes elementos se relacionam, mais ou menos diretamente, com a operação de cálculo das posições líquidas curtas.

Esta constatação permite-nos pensar que o cálculo das posições líquidas curtas constitui um elemento central dos deveres especiais de informação, na medida em que condiciona, por vezes absorve, os restantes elementos.

Ao vermos no cálculo das posições líquidas um elemento central dos deveres de informação, entendemos que este elemento, pela sua importância, merece tratamento mais aprofundado. Assim, passaremos a analisar o método de cálculo de posições curtas levantes, definindo os seus termos e caracterizando-o juridicamente.

c) O método de cálculo de posições líquidas curtas relevantes

Resulta do art. 3.º/4 que o valor das posições líquidas curtas se obtém através da seguinte operação de subtração:

$$\textit{Posições Curtas} - \textit{Posições Longas} = \textit{Posição líquida curta}$$

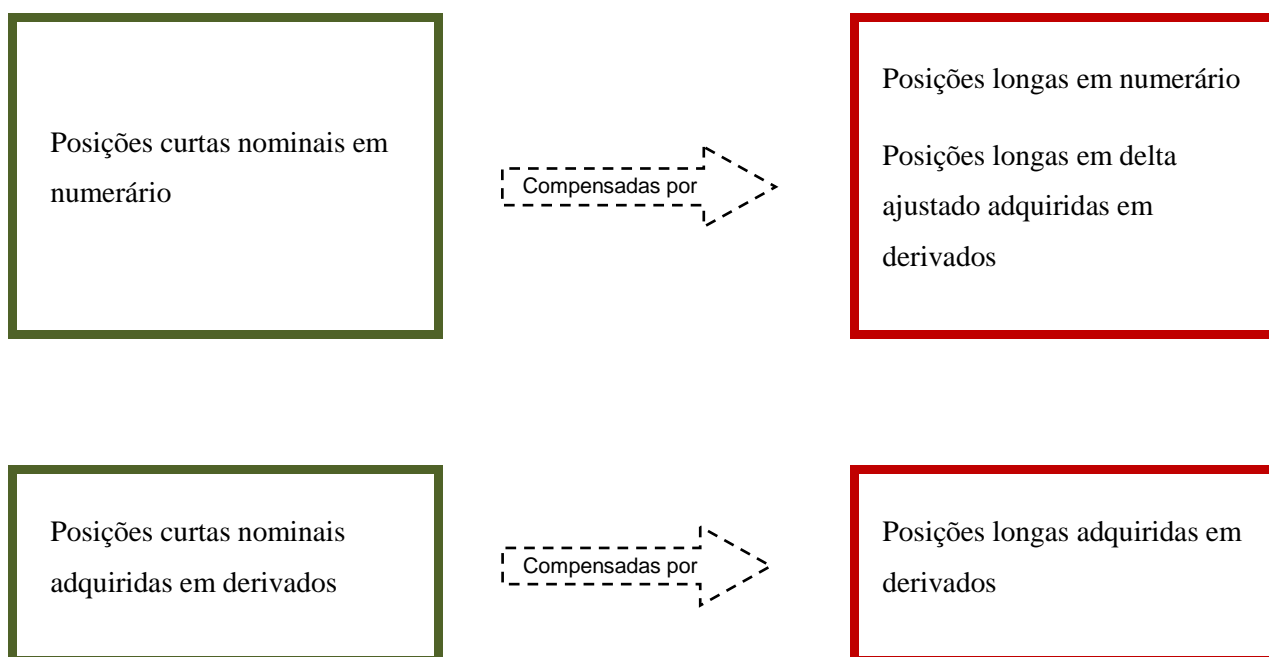
Os termos da operação são, como veremos, a *percentagem* de posições curtas e a *percentagem* de posições longas, por referência ao capital social emitido pela sociedade com ações admitidas à negociação. Teremos que, em primeiro lugar, identificar as posições curtas e longas existentes.

Mas isso não basta. Para apurar os termos da subtração, há que ter em conta um aspeto importante. As posições curtas (e longas) podem resultar, como já vimos, de variadíssimas operações. Embora possam ter subjacente um mesmo instrumento financeiro, diferentes tipos de operações oferecem também diferentes valores, o que torna impossível a recondução ao mesmo termo da subtração. Concretizando. A venda a descoberto de uma ação, a compra de uma opção de venda, e o valor de um contrato diferencial, todos relativos ao mesmo título, em princípio, serão divergentes. Por esse motivo, o Reg. Del. 918 – que regula o método de cálculo das posições curtas – obriga a

que estas se afinem de acordo com o modelo delta ajustado⁴⁹, constante do anexo II, parte 1, do Reg. Del. 918.

Existem outras formas de cálculo das posições curtas mas o legislador europeu entendeu que o modelo do delta ajustado é o que permite uma valoração mais fidedigna para efeitos de compensação (ESMA, p. 17).

As posições curtas nominais em numerário (serão as que se registam em conta margem) serão compensadas por posições longas em numerário e por posições longas em delta ajustado que resultem de instrumentos financeiros derivados. Por outro lado, as posições curtas nominais que resultem de instrumentos financeiros derivados serão compensadas pelas posições longas nominais que resultem de instrumentos financeiros derivados (cfr. art. 10.º/2, do anexo II, parte 1, do Reg. Del. 918). Deste modelo poderá resultar o seguinte esquema:



⁴⁹ **Delta**, na terminologia financeira, corresponde ao rácio da variação do valor do instrumento financeiro derivado relativamente à variação do preço do ativo subjacente: $\frac{\Delta \text{Valor instrumento derivado (call option)}}{\Delta \text{Valor ativo subjacente (ação)}}$.

Por exemplo, se o Delta for de 0,5, por cada aumento de 1€ no preço da ação, o preço do instrumento derivado irá aumentar € 0,5 (cfr. Ross *et al.*, *Corporate Finance*, p. 627).

Por exemplo, se **A** vendeu a descoberto 500 ações da Sociedade **B** (com 1.000.000 ações emitidas, todas admitidas a negociação) e simultaneamente subscreveu uma opção de venda de 500 ações da mesma Sociedade, para calcular a posição curta que resulta destas operações não se pode simplesmente somar as ações curtas, como passamos a exemplificar:

$$\frac{500 + 500}{1.000.000} = 0.1\% \rightarrow \textit{posição curta}$$

É necessário calcular o valor da opção, de acordo com o delta ajustado e só depois se somará à (restante) posição curta. Nesse caso, assumindo que o delta da opção era de 0,7, obteríamos o seguinte resultado:

$$\frac{500 + 500 * 0.7}{1.000.000} = 0.085\% \rightarrow \textit{posição curta}$$

d) O dever de cálculo

Não vem expressamente previsto um dever de cálculo de posições curtas. Isto apesar de a liquidação das posições curtas ser operação material prévia e necessária para aferir se, em concreto, existe ou não algum dever de informação. A importância do cálculo das posições curtas líquidas, levou-nos a reputá-lo de elemento fundamental do tipo especial de deveres de informação que nos tem ocupado. Mas haverá razões para que não se tenha imposto explicitamente um dever de calcular as posições curtas líquidas.

A primeira é a de que os agentes de mercado que eventualmente venham a atingir os limiares de comunicação ou divulgação são, por maioria de razão, tipicamente investidores institucionais que, no exercício regular da sua atividade, têm controlados e informatizados os registos das respetivas posições líquidas curtas. Seria, à primeira vista, desnecessário impor expressamente um dever de cálculo.

No entanto, esta desnecessidade não significa que não se possa identificar um dever implícito de calcular as posições líquidas curtas detidas em determinado momento por alguma pessoa. Até porque, para todos os efeitos, são suscetíveis dos deveres de informação pessoas singulares, coletivas e patrimónios autónomos, no caso dos fundos de investimento. A ESMA parece indicar o caminho nesse sentido: “*To comply with the transparency duty in relation to the positions held, investors must calculate their net short positions*” (ESMA, p. 10).

O problema que, no fundo, tencionamos enfrentar poderia ser formulado nos seguintes termos: Se, numa inspeção levada a efeito pela autoridade de supervisão, forem identificadas posições líquidas curtas relevantes não comunicadas ou não divulgadas, *quid iuris* se o detentor de tais posições alegar que não cumpriu os deveres que lhe cabiam por não ter calculado as suas posições líquidas curtas? Ou, tendo feito a tal liquidação, a tenha feito com base em métodos diversos dos previstos nos Regulamentos, ou incorrendo em erros de cálculo? Haverá algum tipo de responsabilidade?

Pensamos que sim. Com efeito, configuramos os deveres informação relativos a posições líquidas curtas como deveres complexos, que integram na sua estrutura, necessariamente, deveres de diligência, como o dever de calcular *corretamente* as posições líquidas curtas. Este dever decorre, a nosso ver, do princípio da veracidade e da licitude da informação (art. 7.º/1 do CVM).

Da veracidade porque a informação deve “*representar a realidade que se destina a reflectir*” (OGANDO, IV,10).

Da licitude das informações porque a “*mensagem tem de obedecer às (...) regras que determinam a sua correcta construção*” (SANTOS, p. 38).⁵⁰

⁵⁰ Aplicar o regime do art. 7.º do CVM ao regime das informações a prestar relativas a posições líquidas curtas relevantes exige um esforço argumentativo que a economia deste trabalho não permite. Mas acompanhamos FILIPE MATIAS SANTOS: “*a informação conhecida pelo publico só assume verdadeira*

É óbvio que esse dever só se equaciona concretamente no caso de agentes ativos de mercado de capitais e que, no livre exercício da sua autonomia económica, subscrevam ativos financeiros em quantidades relevantes. O que é de Direito é que essas pessoas têm um *dever* de manter atualizados os seus registos de posições líquidas curtas, de forma a evitar o incumprimento dos deveres de informação.

Assim, e sintetizando, pensamos que existe um dever de cálculo, não como dever de prestação autónomo, mas como concretização de deveres de diligência no cumprimento dos deveres de informação de posições líquidas curtas.

Esse dever, na componente subjetiva, recai sobre os agentes ativos no mercado de capitais, seja em mercados regulados seja em mercados não regulados (art. 10.º/3 do Reg. Del. 918).

Na componente objetiva, o dever de cálculo enquadra-se nos seguintes parâmetros: O cálculo terá que ser realizado diariamente, revelando as posições líquidas curtas que os sujeitos detenham até à meia-noite de cada dia de negociação. Se for verificada a ultrapassagem de limiares relevantes, o detentor desta posição comunicará /divulgará os respetivos dados, em conformidade com os arts. 5.º e 6.º do Regulamento.

O cálculo tem que ser feito de acordo com os métodos previstos no Regulamento. Veja-se, neste ponto, o que expusemos acima.

Assim, se o detentor da posição líquida curta chegar à conclusão que essa posição não é relevante porque os métodos de cálculo utilizados são diversos dos que vêm previstos nos Regulamentos, não se furtará à responsabilidade por não cumprir os deveres previstos.

Se a questão se coloca de forma relativamente simples no que respeita às posições líquidas curtas resultantes da propriedade, ou detenção, de ações, porque o cálculo se afigura elementar, quando passamos para a liquidação de posições curtas resultantes de

importância se estiver permanentemente actualizada e reunir os requisitos de qualidade previstos no art. 7º do CdVM” (SANTOS, p. 36).

outros instrumentos financeiros mais complexos a situação apresenta-se também mais complexa.

Devido à infixidez das cotações no mercado de valores mobiliários, nem sempre é fácil saber em cada momento quais são as posições curtas que se detém.

O legislador europeu, sensível a este tema, consagrou, no art. 3.º/3, um regime especial para o dever de cálculo das “*posições detidas indiretamente pela pessoa em causa*”, exemplificando com “*aquelas [detidas] através ou a título de qualquer índice, cabaz de valores mobiliários ou interessem em qualquer fundo transacionado em bolsa ou entidade similar*”. A norma precisa de interpretação restritiva; excluem-se do âmbito de aplicação deste preceito as posições detidas indiretamente pelas sociedades por via de relações de domínio ou grupo. Trata-se apenas de posições indiretas detidas por via de instrumentos financeiros ou participações em fundos de investimento (ESMA, p. 18).

O regime previsto no art. 13.º, relativo ao método de cálculo das posições líquidas curtas para as entidades jurídicas em relação de grupo ou domínio indica no mesmo sentido⁵¹.

No caso das posições curtas detidas indiretamente, o dever de determinar as posições curtas e longas, e que permite a realização do cálculo, é mais flexível mas não deixa de existir, especialmente sob estes requisitos:

- o comportamento razoável do investidor;
- tendo em conta as informações de domínio público.

⁵¹ O cálculo das posições líquidas curtas, nas entidades pertencentes a um grupo, deverá ser efetuado por cada pessoa jurídica distinta, exceto para as posições detidas por entidades de gestão de fundos ou carteiras de investimento [cfr. arts. 12.º/2, al. c) e art. 13.º/1, do Reg. Del. 918].

O art. 13.º/2, do Reg. Del. 918 acrescenta que as “*posições líquidas curtas e longas de todas as entidades jurídicas que constituem o grupo devem ser agregadas e objeto de compensação, com exceção das posições das entidades de gestão que desempenhem atividades de gestão*”.

Basta verificar-se o preenchimento de um destes requisitos para o investidor estar obrigado a comunicar/divulgar as suas posições líquidas curtas. Ou seja, se o investidor tem um conhecimento das suas posições curtas nos instrumentos financeiros em causa mais profundo que as informações públicas, não se poderá escudar no argumento de que as informações não são públicas para deixar de comunicar/divulgar as respetivas posições líquidas curtas.

Por outro lado, se existem informações públicas que desvelem, ou permitam desvelar, o montante das posições curtas, as exigências de *razoabilidade*⁵² são mais apertadas.

Se as informações públicas são escassas e se a informação detida pelo investidor não for mais completa do que a disponibilizada ao público, os deveres de cálculo das posições curtas, e consequente dever de dedução às posições longas, afere-se pela bitola da diligência exigível ao investidor em cada caso concreto, de acordo com as regras de experiência comum e as respetivas circunstâncias. É certo, porém, que “*a ninguém é exigido que obtenha junto de qualquer pessoa informações em tempo real sobre [a composição do índice ou cabaz de valores mobiliários relevante ou dos interesses detidos pelo fundo transacionado em bolsa ou entidade similar relevante]*” (art. 3.º/3).

O “*momento relevante para o cálculo das posições líquidas curtas é a meia-noite no fim do dia de negociação*” (conforme o art. 9.º/2, do Regulamento) em que o detentor de posição líquida detém a posição curta relevante. O que não quer dizer que o

⁵² A exigência de atuação razoável encontra correspondência no nosso ordenamento jurídico na exigência da diligência do bom pai de família, em face das circunstâncias do caso (cfr. art. 487.º/2, do Código Civil). Veja-se, também, o Acórdão do Tribunal de Justiça, de 28 de Junho de 2012, processo n.º C19/11, disponível em <http://curia.europa.eu>, no qual se plasma o entendimento de que ao utilizar o termo *razoavelmente*, a propósito da interpretação deste conceito na aplicação da Diretiva n.º 124/2003 sobre a informação privilegiada, “*o legislador da União instituiu um critério fundado nas regras de experiência comum*”. COSTA PINTO, a propósito do art.º 97.º/1 do Cód.MVM, defendia que atuação razoavelmente exigível há de ter em conta (i) o fim da norma, (ii) a preparação e a experiência do agente (COSTA PINTO, p. 47).

cálculo não possa ser feito posteriormente. Poderá sê-lo desde que esteja feito a tempo do prazo de comunicação (“até às 15h30 do dia de negociação seguinte”, segundo o art. 9.º/2, do Regulamento) e se reporte as posições detidas até à meia-noite do dia de negociação em causa.

e) Posições líquidas curtas significativas; limiares de comunicação e de divulgação

À semelhança do previsto no regime do revogado Regulamento da CMVM n.º 4/2010, o Regulamento estatui deveres de comunicação e de divulgação, de acordo com determinados “limiares”. Os limiares significativos são expressos em percentagem do “capital social emitido de uma sociedade cujas ações estejam admitidas à negociação em plataforma de negociação” (arts. 5.º/1 e 6.º/1). Isto não significa que as referidas percentagens sejam *representativas* do capital social (ao contrário dos limiares relevantes previstos no art. 16.º/1 do CVM). É que a criação das posições em questão (curtas e longas) não tem qualquer relação necessária com a titularidade do capital social (como por exemplo, os contratos diferenciais ou mesmo as opções). Aliás, uma posição curta, *maxime* líquida, significaria, no fundo, uma *titularidade negativa* de frações do capital social.

Feitas as contas, estaremos em condições de saber se foi atingido algum limiar relevante.

Se a posição líquida curta for igual ou superior a 0,2%, o seu detentor deverá comunica-la à autoridade competente – a CMVM (art. 5.º/1). Igual dever existe por cada aumento subsequente de 0,1% da posição líquida curta (art. 5.º/2)^{53 54}.

⁵³ A redação do art. 4.º/1, al. b), do Regulamento n.º 4/2010 da CMVM previa que os incrementos do interesse a descoberto relevante que suscetíveis de gerar o dever de comunicação haveriam de ser *iguais ou superiores* a 0,1%. O Regulamento, por outro lado, define que existe dever de comunicação por cada interesse a descoberto de 0,1% acima de 0,2%. Esta diferença não significa, porém, divergência quanto ao conteúdo material da regra; o dever de comunicação abrange sempre a totalidade da posição líquida curta (art. 5.º/1 do Regulamento).

Por outro lado, a posição líquida igual ou superior a 0,5% deverá ser divulgada ao público pelo seu detentor (6.º/1), bem como cada aumento de 0,1% subsequente (art. 6.º/2).

Note-se que também existem deveres de comunicação e divulgação pública sempre que haja uma diminuição das posições líquidas curtas em face dos limiares relevantes previstos nos arts. 5.º/1, *in fine*, e 6.º/1, *in fine*, do Regulamento.

f) Sujeitos

O sujeito passivo destes deveres de informação é o próprio detentor das posições curtas e não os intermediários financeiros, tal como previsto no modelo CESR.

No regulamento da CMVM, quem tinha essa obrigação era o intermediário financeiro⁵⁵.

Os deveres de comunicação abrangem todos os interesses acionistas, incluindo as posições curtas obtidas através de operações que tenham infringido os limites impostos pelo art. 12.º/1 do Regulamento.

⁵⁴ Os limiares de divulgação/comunicação podem ser modificados em determinadas circunstâncias por decisão da autoridade de supervisão mas sempre para limiares inferiores aos previstos (art. 18.º/1, proémio). Só existe possibilidade de fixação de limiares inferiores pela autoridade competente. Creemos que o Regulamento poderia ter oferecido possibilidade de fixação de limiares superiores aos do Regulamento em situações em que se verificasse um excesso de informação (cfr. PAZ FERREIRA, p. 149).

⁵⁵ A opção pelo sujeito passivo pode implicar consequências no funcionamento dos mercados. Como nota LUÍS CASTILHO (p. 108), se o sujeito passivo for o intermediário financeiro, haverá um incremento nos preços das comissões, por outro lado é expectável que a qualidade da informação seja melhor. Se o sujeito passivo for o investidor, haverá menos custos para este, embora a qualidade de informação possa ser melhor. O que na realidade pode revelar-se uma falsa questão porque o investidor, embora possa oferecer informação com menos qualidade pode oferecê-la com mais verdade.

g) Consequências

O art. 41.º impõe aos Estados-Membros que estabeleçam “*regras relativas a sanções e medidas administrativas aplicáveis às infrações ao presente regulamento*”. Essas regras teriam sido notificadas à ESMA até dia 1 de Julho de 2012 (art. 41.º/§3), que as publicaria no seu sítio na *internet* (art. 41.º/§4). À data de elaboração do presente estudo tais sanções e medidas não foram ainda publicadas, pelo menos em Portugal, pelo que, sob pena de violação do princípio *nullum crimen sine lege*, não existem no nosso ordenamento jurídico, sanções aplicáveis.

Embora não haja (ainda) sanção para a falta de comunicação/divulgação de posições líquidas curtas, no caso de o detentor de tais posições as comunicar/divulgar mas prestando informação, falsa, desatualizada, não objetiva, obscura, ou ilícita, praticará a contraordenação prevista no art. 389.º/1, al. a) ou c) (consante o caso).

Pode existir, igualmente, responsabilidade civil, nos termos do art. 485.º/2⁵⁶, se naturalmente verificados os pressupostos típicos da responsabilidade civil extracontratual; ilicitude, dano, culpa e nexo de causalidade. Oferece especiais dificuldades a determinação do dano.

⁵⁶ Cfr. SANTOS, p. 103-104.

V. CONCLUSÕES

Chegados a este ponto, podemos formular as seguintes conclusões:

Primeiro. De acordo com o regime jurídico trazido pelos Regulamentos para a nossa ordem jurídica, ao contrário do que existia no direito anterior, as operações de venda descoberto puras são agora perfeitamente admissíveis, embora condicionadas a deveres de localização;

Segundo. Os deveres de localização relevam, essencialmente, para efeitos de admissibilidade, pelos intermediários financeiros, de ordens de operações de venda a descoberto, não impedindo que se formem posições líquidas curtas resultantes de operações de venda a descoberto ilícitas;

Terceiro. As posições curtas e as posições longas podem resultar de um largo espetro de transações, bastando que alguma pessoa, natural ou coletiva, esteja exposta à variação de preço de cotações;

Quarto. A liquidação das posições curtas faz-se por referência, em percentagem, ao capital social da sociedade com ações que sejam objeto de negociação em plataforma de negociação;

Quinto. O mercado de valores mobiliários português dispõe atualmente de mecanismos que permitem a aplicação das regras previstas nos Regulamentos relativas aos deveres de localização de ações;

Sexto. Os deveres de informação previstos no Regulamento decorrem do princípio da transparência e constituem deveres de informação especiais e permanentes;

Sétimo. A estrutura deste dever especial de informação inclui um dever de cálculo

Oitavo. O dever de cálculo das posições líquidas curtas obriga a que cada agente do mercado tenha atualizadas as suas posições curtas e posições líquidas configuradas com o modelo de delta ajustado;

Nono. As consequências jurídicas do incumprimento do dever de cálculo, seja pela violação da obrigação de monitorização de posições longas e curtas, seja pela violação das regras de cálculo segundo o modelo de delta ajustado, acarretam o incumprimento do dever informação;

Décimo. Esse incumprimento é sancionado pelo Direito a três níveis:

- 1) Violação de regras do Regulamento (as regras são incompletas, uma vez que não há sanção, ainda, prevista);
- 2) Contraordenacional, por violação das regras do CVM que conformam a qualidade dos deveres de informação, quando tenha havido informação prestada;
- 3) Responsabilidade civil, se alguém provar ter sofrido danos que apresentem um nexo causal com o incumprimento dos deveres de informação em questão e que esse incumprimento foi culposos (negligente ou com intenção de prejudicar).

VI. BIBLIOGRAFIA

- Alves, Carlos F. “Um Breve Contributo para a Eliminação de Alguns Equívocos sobre o Short Selling”, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, Dezembro de 2010, pp. 10-32.
- Antunes, José A. Engrácia. “Os valores mobiliários: conceito, espécies e regime jurídico” in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, 2008, pp. 87-142.
- Arouri, Mohamed El Hedi, Fredj Jawdi e Duc Khuong Nguyen. “Are Restrictions on Short Selling Good?”, in *Handbook of Short Selling*, Ed. Greg N. Gregoriou, Elsevier, 2012, pp.139-149.
- Ascensão, José Oliveira. “O novíssimo conceito de valor mobiliário.” Instituto dos Valores Mobiliários, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, pp. 139-162.
- Avgouleas, Emiliós. “A New Framework for the Global Regulation of Short Sales.” *Stanford Journal of Law, Business & Finance* Abril de 2010, consultado em www.ssrn.com.
- Blommestein, Hans J., Ahmet Keskinler e Carrick Lucas. “The Argument Against Short Selling.” consultado em www.ssrn.com, Julho de 2011, consultado em www.ssrn.com.
- Boehmer, Ekkehart, Charles M. Jones e Xiaoyan Zhang. “Which Shorts Are Informed.” *The Journal of Finance* Abril de 2008: 491-527, consultado em www.ssrn.com.
- Câmara, Paulo. *Manual de Direito de Valores Mobiliários*, 2.^a Edição, Coimbra: Coimbra Editora, 2011.
- Castilho, Luís Miguel Coelho de. *A Regulação do Short Selling*, Dissertação de Mestrado, Direito e Gestão, Universidade Católica Portuguesa. Lisboa: Policopiado, 2010.

- Chanos, Jim. "Chanos Sees No Shortage of Overpriced Stocks in U.S. Bull Market", entrevista com Rita Nazareth. Agência Bloomberg (consultado em www.bloomberg.com), 19 de Setembro de 2012.
- Cordeiro, António Menezes. *Manual de Direito das Sociedades*, 2.^a Edição, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2007.
- Costa Pina, Carlos. *Dever de Informação e Responsabilidade Pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, 1999.
- Costa Pinto, Frederico Lacerda. *O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Edições Almedina, 2000.
- Daniel, Jeannine e François-Serge Lhabitant. "Reflections on Short Selling Regulations in Western and Eastern Europe", in *Handbook of Short Selling*, Ed. Greg N. Gregoriou, Elsevier, 2012. pp. 181-197.
- D'Avolio, Gene M. "The Market for Borrowing Stock" Boston, 2002, consultado em www.ssrn.com.
- Dechow, Patricia M., et al. "Short Interests, Fundamental Analysis, and Stock Returns", 1999, consultado em www.ssrn.com.
- Diether, Karl B., Kuan-Hui Lee e Ingrid M. Werner. "Short-Sale Strategies and Return Predictability", in *The Review of Financial Studies*, 2009, pp. 576-607, consultado em www.ssrn.com.
- Santos, Gonçalo Castilho dos. "O dever dos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa de informar sobre factos relevantes", Instituto dos Valores Mobiliários, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Coimbra: Coimbra Editora, 2004, pp. 273 - 307.
- Duarte, José Maria Teixeira. *Short Selling Agente de Eficiência ou de Especulação*, Dissertação de Mestrado, Direito e Gestão, Universidade Católica Portuguesa. Lisboa: Policopiado, 2009.

- ESMA. “ESMA's technical advice on possible Delegated Acts concerning the regulation of short selling and certain aspects of credit default swaps ((EC) n.º 236/2012)”, Bruxela, Abril de 2012, consultado em www.esma.europa.eu.
- Ferreira, Amadeu José. *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 1997.
- Ferreira, Eduardo Paz. “A informação no mercado de valores mobiliários”, Instituto dos Valores Mobiliários, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, pp. 137-159.
- Galvão Teles, Miguel. “Fungibilidade dos valores mobiliários e situações jurídicas meramente categoriais”, Instituto dos Valores Mobiliários, *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. IV. Coimbra: Coimbra Editora, 2003, pp. 165 - 217.
- IOSCO - Technical Committee. *Regulation of Short Selling*. Consultation Report, Madrid, 2009, consultado em www.iosco.org.
- Jain, Chinmay, Pankaj K, Jain e Thomas McInish. “Evolution of Short Selling Regulations and Trading Practices”, in *Handbook of Short Selling*, Ed. Greg N. Gregoriou, Elsevier, 2012. pp. 97-113.
- Lecce, Steven. *The Impact of Short-Selling in Financial Markets*, Sidney, 2011, consultado em <http://ses.library.usyd.edu.au>.
- Marques, Mafalda Gouveia e Freire, Mário. “A Informação no Mercado de Capitais”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Segundo Semestre de 1998, pp. 111-123.
- Ogando, José João de Avillez. “Os deveres de informação permanente no mercado de capitais”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Novembro, 2004, consultado em www.oa.pt.
- Pais de Vasconcelos, Pedro. “O problema da tipicidade dos valores mobiliários”, Instituto dos Valores Mobiliários, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, pp. 61 - 72.

- Pinto, Frederico de Lacerda da Costa e Alexandre Brandão da Veiga. “Natureza, Limites e Efeitos das Recomendações e Pareceres Genéricos da CMVM”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Dezembro de 2001, pp. 273-285.
- Ramsay, Ian. “Short Selling: Further Issues”, in *Securities Regulation Law Journal*, 1993, pp. 214-219, consultado em www.ssrn.com.
- Reis, Célia, et al. “Operações de Short Selling”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Dezembro de 2001, pp. 159-185.
- Ross, Westerfield e Jaffe. *Corporate Finance*. 6.^a Edição. Vol. I. McGraw-Hill/Irwin, 2002.
- Russo, Daniela e Simonetta Rosati. “Short Selling, Clearing, and Settlement in Europe: Relations and Implications.”, in *Handbook of Short Selling*, Ed. Greg N. Gregoriou, Elsevier, 2012. pp. 151-168.
- Santos, Filipe Matias. *Divulgação de Informação Privilegiada*, Coimbra: Almedina Editora, 2011.
- Santos, Hugo Moredo. *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra: Coimbra Editora, 2011.
- Silva, Paula Costa e. *As operações de venda a descoberto de Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, 2010.