

Joana Magina

Tracking Stocks

Uma ausência motivada pelo esquecimento ou pela rejeição?

Porto

2012

Universidade Católica Portuguesa
Centro Regional do Porto
Escola de Direito
Mestrado em Direito Privado

Tracking Stocks

Uma ausência motivada pelo esquecimento ou pela rejeição?

Discente: Joana Magina
Orientador: Prof. Doutor José Engrácia Antunes

Porto
2012

ÍNDICE

LISTA DE ABREVIATURAS.....	4
AGRADECIMENTOS	5
1. INTRODUÇÃO.....	6
2. A AÇÃO.....	8
3. AS MODALIDADES DE AÇÕES	10
3.1. As ações ordinárias	11
3.2. As ações especiais.....	12
3.2.1. As ações preferenciais ou privilegiadas	12
3.2.1.1. Noção	12
3.2.1.2. Conteúdo	13
3.2.1.3. Motivação subjacente à emissão de ações privilegiadas.....	14
3.2.2. As ações diminuídas	14
4. AS <i>TRACKING STOCKS</i>	15
4.1. Origem	15
4.2. Noção	16
4.3. Setor de atividade.....	17
4.4. Funções	19
4.5. Vantagens.....	20
4.6. Desvantagens	23
4.7. <i>Spin-off</i> e <i>Equity carve-out</i>	26
4.8. As <i>Tracking Stocks</i> no ordenamento jurídico português	28
4.8.1. As <i>tracking stocks</i> enquanto categoria de ações e a conformação admissível à luz do ordenamento jurídico português	29
4.8.1.1. Direito a dividendos preferenciais.....	29
4.8.1.2. Direito ao excedente de liquidação	31
4.8.1.3. Direito de voto.....	32
4.8.1.4. Direito à saída.....	34
4.9. Restantes traços distintivos do regime jurídico	35
4.9.1.1. Criação e emissão.....	35
4.9.1.2. Transmissibilidade	37
4.9.1.3. Supressão e alteração do privilégio.....	37
4.10. Comportamento do mercado	38
4.11. Balanço previsional sobre o desempenho no mercado português.....	40
5. CONCLUSÃO.....	42
BIBLIOGRAFIA	44

LISTA DE ABREVIATURAS

AAFDL	Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa
AAVV	Vários autores
al.	Alínea
cfr.	Confronte
CIRE	Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CT	Código do Trabalho
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DL	Decreto-Lei
DSR	Direito das Sociedades em Revista
ed.	Edição
EUA	Estados Unidos da América
FCG	Fundação Calouste Gulbenkian
ob. cit.	Obra citada
OPA	Oferta pública de aquisição
p.	Página
pp.	Páginas
RDS	Revista de Direito das Sociedades
RDSit	Rivista Delle Società
Relatório COB	Relatório do grupo de trabalho presidido por RÉNÉ BARBIER DE LA SERRE – <i>L’Introduction en France d’Actions Traçantes</i> , 2000, disponível em http://www.amf-france.org/documents/general/344_7_1.pdf
SCS	Sociedades em comandita simples
SNC	Sociedades em nome coletivo
SQ	Sociedades por quotas
ss.	Seguintes
Vol.	Volume
v.g.	<i>Verbi gratia</i>
vd.	<i>Vide</i>

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Doutor José Engrácia Antunes, pela disponibilidade para a orientação deste trabalho, pela preciosa ajuda na definição do seu objeto, pela incansável orientação científica, pela revisão crítica do texto, pelos profícuos comentários e sugestões, pela acessibilidade, cordialidade e simpatia, pela confiança que sempre me concedeu e pelo permanente estímulo, decisivo em determinados momentos da elaboração desta tese.

1. INTRODUÇÃO

As *tracking stocks* podem ser definidas como uma categoria de ações que confere um direito privilegiado aos lucros obtidos por um dado setor de atividade de uma sociedade comercial. São, portanto, um tipo de instrumentos financeiros cuja rendibilidade se encontra intimamente ligada ao desempenho de um setor – previamente delimitado – de uma sociedade anónima ou em comandita por ações, mas que se distingue desta sob diversos pontos de vista. Neste contexto, “distinção” não significa “autonomia”: o setor de atividade a cujo desempenho as *tracking stocks* se encontram indexadas não é autónomo do ponto de vista jurídico, organizativo e patrimonial da sociedade em que se insere. Pelo contrário, vive sob o mesmo teto e por isso com ela partilha – e sente como seus – os momentos de prosperidade e de declínio.

À parte do indiscutível interesse teórico do tema lançado, as *tracking stocks* revelaram-se igualmente cativantes no plano prático. Sucederam-se os exemplos das suas emissões. Discutiram-se os seus contornos jurídicos. Multiplicaram-se as histórias do sucesso do seu desempenho bolsista.

Contudo, simultaneamente, foi crescendo um sentimento de desconfiança quanto à sua subsistência a longo prazo. Registaram-se casos de insucesso. Pairou a dúvida e o descrédito. E quase repentinamente, estes instrumentos transformaram-se numa espécie em vias de extinção.

O mercado português – cumprindo a sua tradição conservadora – manteve-se alheio a esta história. Nunca assistiu, no plano interno, a emissões semelhantes. E quase nem se interessou, do ponto de vista teórico, pela sua discussão¹.

Com o presente estudo, pretende-se – talvez com alguma ambição – compreender os motivos que ditaram o desfecho da resenha acima exposta. Em concreto, pretende-se esclarecer a razão pela qual este tipo de ações é inexistente em Portugal, questionando, em primeira linha, se tal se prende com o facto de a figura ser incompatível com o nosso ordenamento jurídico.

¹ Na literatura portuguesa apenas é conhecido um exemplo de tratamento aprofundado deste tema: cfr. FÁTIMA GOMES, *As “tracking stocks” como categoria de acções e a sua compatibilidade com o ordenamento jurídico português*, DSR, Setembro 2010, ano 2, vol. 4, Almedina, Coimbra 2010, pp. 76-113. Contendo referências a este assunto, cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, Coimbra 2009, p. 79 e PAULO TARSO DOMINGUES, *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, Coimbra 2009, p. 182, nota 688.

Com este propósito em mente, iremos centrar a nossa atenção no regime e nos traços jurídicos das ações privilegiadas (categoria em que acreditamos que as *tracking stocks* se inserem), na análise detalhada dos contornos e características das *tracking stocks*, indagando acerca dos constrangimentos que o seu regime jurídico enfrenta. O estudo prosseguirá com uma sinopse do comportamento do mercado norte-americano face à emissão de *tracking stocks* e concluirá com a enunciação dos motivos que (segundo cremos) poderão limitar o sucesso destes instrumentos nos nossos mercados.

Porém, e antes de avançarmos para nosso estudo, cumpre alertar que nos limitaremos ao perímetro do regime das ações nas sociedades anónimas, descartando, assim, a problemática das sociedades em comandita por ações. Com esta exclusão, acreditamos não perder de vista o âmago do problema. Descansa-nos o residual interesse que este tipo de sociedades desperta nos nossos mercados e o caráter remissivo do seu regime jurídico.

2. AÇÃO

A ação, enquanto conceito jurídico, é suscetível, em abstrato, de assumir uma pluralidade de significados. Neste contexto, importa, desde logo, atentar ao contributo da doutrina e jurisprudência tradicionais materializado na individualização das seguintes três aceções: (i) a de ação como participação social; (ii) a de ação como fração do capital; e (iii) a de ação como documento (título) que incorpora a condição de acionista e permite a sua transmissão^{2/3}.

Destes três sentidos, o único que, a nosso ver, merece pleno acolhimento é o de ação como participação social: o de ação como complexo de direitos e deveres, mas também de ónus, expectativas, faculdades e sujeições, que exprimem a condição de sócio⁴ da sociedade anónima. Tal opção justifica-se na medida em que as restantes aceções correspondem tão-só a meias verdades.

Senão vejamos.

A conceção de ação enquanto fração do capital corresponde a afirmar a ação como uma mera expressão do valor nominal ou contabilístico de uma parte social. É, ademais, um sentido que encontra suporte legal na letra do artigo 271.º do CSC, quando este afirma que “*na sociedade anónima, o capital é dividido em ações*”. Apesar do exposto, entendemos que este sentido não traduz com plena veracidade e rigor o conceito de ação. E isto, desde logo, porque o conceito de referência de ação que aqui pretendemos encontrar há-de ter a virtualidade de traduzir esta realidade em pleno, sem correr o risco de ser atraído por uma modalidade concreta que não partilhe de tal característica. É o que acontece, *in casu*, com as ações de fruição, previstas no artigo 346.º do CSC: participações sociais que, embora correspondentes a verdadeiras ações, não representam uma fração do capital⁵.

² Cfr. JOÃO LABAREDA, *Das Acções das Sociedades Anónimas*, AAFDL, Lisboa 1988, 1.ª ed., p. 5 e ss., PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Acções Privilegiadas*, Almedina, Coimbra 1993, 1.ª ed., p. 141 e COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial: Das Sociedades*, Vol. II, Almedina, Coimbra 2007, 2.ª ed., pp. 221 e 222.

³ Veja-se, quanto a cada uma destas aceções e respetivos significados, ALEXANDRE SOVERAL MARTINS e MARIA ELISABETE RAMOS, *As Participações Sociais*, in: AAVV, “Estudos de Direito das Sociedades”, Almedina, Coimbra 2010, 10.ª ed., p. 133.

⁴ Neste sentido, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *ob. cit.*, p.75.

⁵ Cfr. PAULO OLAVO CUNHA (*ob. cit.*, p. 141) entendia que a aceção de *ação como fração do capital social* seria também contrariada pelas *ações sem valor nominal* – ações introduzidas no nosso ordenamento jurídico pelo DL 49/2010, de 19 de maio. Em nosso entender, o conceito de ação sem valor nominal não obsta à admissibilidade de tal aceção, porquanto, no dizer do artigo 276.º, n.º 4 do CSC, todas as ações “*devem representar a mesma fração do capital social*”. Assim, não nos parece plausível

Por outro lado, a aceção da ação como documento, que mereceu um consenso prolongado na doutrina e jurisprudência tradicionais, é hoje contrariada pela admissibilidade das ações escriturais⁶. Ora, se, na esteira do exposto, atendermos a que as ações não se corporizam necessariamente num título⁷, e que, conseqüentemente, o título não é essencial à subsistência da qualidade de sócio⁸, então também este sentido terá de ser, por nós, rejeitado.

Prevalece, pois, o sentido de *ação-participação social* ou medida da posição do sócio na sociedade – único sentido a que não sabemos oferecer qualquer objeção e que, por isso, será tomado como referência neste estudo.

Mas não fiquemos por aqui. Relembramos que, até este momento, nos limitámos a prender a nossa atenção aos ensinamentos oferecidos pela doutrina e jurisprudência tradicionais no quadrante jurídico-etimológico do conceito de ação. Sem lhes pretender retirar mérito, atrevemo-nos a acrescentar um quarto sentido ao conceito de ação. Este sentido, que em nada contradiz o de participação social já acima defendido, traduz-se no conceito de ação como valor mobiliário, como instrumento financeiro negociável em mercado de capitais⁹. É um conceito que, por se encontrar expressamente consagrado no artigo 1.º, n.º 1, al. a) do CVM e por não ser contrariado por qualquer circunstância relevante, nos desonera de mais justificações.

Ultrapassado este obstáculo de cariz jurídico-ontológico, importa recordar que as ações têm como características essenciais a indivisibilidade¹⁰, a transmissibilidade¹¹, e, por fim, a suscetibilidade de agrupamento, seja em categorias, seja para mero efeito do exercício de direitos que apenas são reconhecidos a titulares de uma dada percentagem do capital social¹².

Chegados a este ponto, partiremos para a análise, com redobrada atenção, da última das características assinaladas.

que as reservas face à aceção de ação como fração do capital social se fundem na existência de ações sem valor nominal. Em nosso entender, PAULO OLAVO CUNHA acabou, posteriormente, por se render a esta última posição (cfr. *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra 2010, 4.ª ed., p. 356).

⁶ Cfr. artigo 49.º do CVM.

⁷ E mesmo que se trate de ações tituladas, um só documento pode representar (e representa, na maioria das vezes) várias ações, pelo que – só raramente – há uma correspondência numérica direta entre o número de ações e de títulos emitidos. Neste sentido, artigo 98.º do CVM.

⁸ Cfr. artigo 274.º do CSC.

⁹ Neste sentido, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, ob. cit., p. 77.

¹⁰ Cfr. artigo 276.º, n.º 6 do CSC.

¹¹ Cfr. artigo 328.º do CSC.

¹² Cfr., respetivamente, artigo 302.º e artigos 291.º, n.º 1, 375.º, n.º 2, 379.º, n.º 5 e 403.º, n.º 3, todos do CSC.

3. AS MODALIDADES DE AÇÕES

As ações podem, em abstrato, assumir diversas modalidades. Neste sentido, é comum entre nós a individualização de determinados critérios que permitem traçar uma linha divisória entre as modalidades de ações existentes: o critério do modo de circulação, que autonomiza as ações nominativas das ações ao portador; o critério do modo de representação externa, que faz a distinção entre as ações escriturais e tituladas; o critério dos direitos atribuídos aos respetivos titulares, que distingue as ações ordinárias das ações especiais, entre muitos outros¹³. Atenta a limitação temática do presente estudo, serão as últimas modalidades referidas, cuja distinção assenta no leque de direitos conferidos por cada tipo de ações, as merecedoras das considerações tecidas nas próximas linhas.

Afirmar a existência de modalidades de ações que se distinguem entre si pelo leque de direitos conferidos aos respetivos titulares, pressupõe que a posição de sócio não tenha de ser uniforme. Tal é justamente o que acontece nas sociedades anónimas, onde lei não impõe que todas as ações tenham um conteúdo idêntico¹⁴. Admite-se, portanto, que, para além do conteúdo típico essencial, as ações revistam características variáveis, que conformam cada categoria de ações.

O nosso ordenamento jurídico admite, neste contexto, a existência (cumulativa ou não) numa mesma sociedade de duas tipologias distintas de ações: as ações ordinárias e as ações especiais (onde se incluem as ações privilegiadas¹⁵ e as diminuídas).

Sendo o conceito de ações ordinárias o conceito central de referência nesta matéria, iniciaremos, com estas, a exposição que se segue.

¹³ Para uma descrição mais detalhada acerca do elenco das modalidades de ações admissíveis no nosso ordenamento jurídico *vd.*, entre outros, COUTINHO DE ABREU, *ob. cit.*, pp. 230 e ss.

¹⁴ Tal é o que expressamente resulta do artigo 302.º, n.º 1 do CSC, a que adiante faremos referência no ponto 3.2.1.1.

¹⁵ A denominação atribuída pela doutrina às “ações privilegiadas”, enquanto subtipo de ações especiais, não é, em nosso entender, inteiramente feliz. Na verdade, ao contrário do que a sua designação permitiria supor, nem sempre estas ações representam, de facto, um benefício face às ações ordinárias. Apesar do indiscutível interesse teórico do tema, a limitação temática do presente estudo leva-nos a reservar ulteriores considerações para uma próxima oportunidade. Assim, e um pouco a contragosto, de ora em diante, o conceito de ações privilegiadas terá o sentido que, até então, nos foi oferecido pela doutrina.

3.1. As ações ordinárias

Poderemos afirmar, *grosso modo*, que as ações ordinárias se caracterizam por atribuírem aos seus titulares os direitos gerais ou comuns dos sócios^{16/17}. As ações ordinárias “*são aquelas que integram os direitos e as obrigações que a lei atribui, imperativa e supletivamente, quantitativa e qualitativamente às ações em geral*”¹⁸.

Assim, as ações ordinárias integram os direitos considerados essenciais à participação na sociedade¹⁹ bem como todos os direitos que resultam de regras legais supletivas não expressamente derogadas pelos estatutos. De notar que as ações ordinárias poderão ainda compreender certos direitos que não sejam, *de per si*, suscetíveis de serem qualificados como direitos especiais. Referimo-nos, portanto, a direitos que, por não beneficiarem nem prejudicarem especialmente a qualidade de sócio, podem ou não ser concedidos sem que a ação correspondente deixe, por isso, de ser qualificada como ordinária²⁰.

Num plano comparativo, as ações ordinárias situam-se a meio caminho entre as ações privilegiadas e as ações diminuídas, de tal modo que se assumem como “privilegiadas” em face das últimas e como “diminuídas” em face das primeiras. Não obstante, tal facto não faz com que as ações ordinárias assumam o regime das ações especiais em sentido próprio, pois que apenas às ações especiais (privilegiadas e diminuídas) se poderá aplicar tal regime.

Outra questão – de igual pertinência – será a de saber, numa sociedade em que existam duas ou mais categorias de ações, quais são ações especiais e quais são ações ordinárias. A primeira consideração que cumpre fazer é a de que as ações especiais se caracterizam por referência às ações ordinárias. A segunda consideração é a de que o inverso não é verdadeiro. Assim, sempre que numa sociedade existam duas ou mais categorias de ações, determinar quais delas são ações especiais traduzir-se-á numa tarefa de interpretação concreta que não poderá fazer-se por mera exclusão de partes e que supõe a prévia identificação das ações ordinárias.

¹⁶ Por contraposição com os *direitos especiais*, a que se fará menção aquando da caracterização das ações privilegiadas.

¹⁷ De acordo com COUTINHO DE ABREU (ob. cit., p. 209), são direitos gerais “*os que pertencem, em regra, a todos os sócios da mesma sociedade, ainda que em medida diversa*”.

¹⁸ Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos*, ob. cit., p. 144.

¹⁹ Que se encontram elencados no artigo 21.º, n.º 1 do CSC.

²⁰ Como é o caso, nomeadamente, do direito à antecipação de dividendos, previsto no artigo 297.º do CSC.

3.2. As ações especiais

3.2.1. As ações preferenciais ou privilegiadas

3.2.1.1. Noção

As ações que conferem aos seus titulares direitos especiais²¹ são designadas pela doutrina como preferenciais ou privilegiadas. Os direitos especiais podem ser definidos como “*os direitos atribuídos no contrato social a certo(s) sócio(s) ou a titulares de ações de certa categoria conferindo-lhe(s) uma posição social privilegiada que não pode, em princípio, ser suprimida ou limitada sem o consentimento dos respectivos titulares*”²².

No âmbito das sociedades anónimas, é às ações, e não diretamente aos sócios²³, que podem ser conferidas vantagens com fundamento na participação social^{24/25} (cfr. artigo 24.º, n.º 4 do CSC). Coerentemente, os direitos especiais transmitem-se com as ações, de tal modo que estes direitos pertencem a quem, num dado momento, delas for titular. Daqui se lê que, nas sociedades anónimas, as pessoas que detêm as participações sociais são relativamente indiferentes. A estrutura do direito especial é, portanto, eminentemente objetiva, sendo encarada como um privilégio de grupo.

²¹ Também designados por direitos “preferentes” ou “prioritários”; cfr. ALEXANDRE SOVERAL MARTINS *et al.*, ob. cit., p. 131.

²² Citando, uma vez mais, COUTINHO DE ABREU, ob. cit., p. 209. Por motivos de sistematização relegamos para momento ulterior a explanação das circunstâncias em que os referidos direitos especiais podem ser suprimidos ou limitados (*vd.* pontos 4.9.1.1 e 4.9.1.3 do presente estudo).

²³ Ao contrário do que corre nas SQ, SNC e SCS, onde estes direitos são atribuídos ao titular da participação social em causa e já não à participação social em si. Congruentemente, nestes casos, a estrutura do direito especial é eminentemente subjetiva, concebendo-se como pessoal e *intuitus personae*.

²⁴ O termo *vantagens* assim empregue não se confunde com o conceito de “vantagem” constante do artigo 16.º e 19.º, n.º 4 do CSC, que tem um significado diverso do que aqui pretendemos exprimir. De facto, estas últimas são concedidas no contrato social inicial com o intuito exclusivo de premiar a atividade desenvolvida por determinados sujeitos na fundação da sociedade. As pessoas que beneficiam destas vantagens são pessoas determinadas, que podem ou não ser sócios da sociedade. Estas vantagens, configuradas como direitos individuais e *intuitus personae*, não estão incorporadas numa participação social. As vantagens distinguem-se ainda dos direitos especiais na medida em que uma deliberação que viole as primeiras é sancionada com nulidade, ao contrário da deliberação que viole os segundos, que se considera meramente ineficaz.

²⁵ A lei nada indica quanto à possibilidade de os direitos especiais poderem ser criados para todos os sócios da sociedade. Assim, em nosso entender, nada obsta a que todos os sócios, num dado momento, sejam titulares de ações preferenciais, sem prejuízo da titularidade cumulativa ou não de ações ordinárias (neste sentido, cfr., nomeadamente, COUTINHO DE ABREU, ob. cit., p. 213 e nota 14). Na verdade, e salvo o limite previsto no n.º 1 do artigo 341.º do CSC, parece-nos não ter sentido colocar esta questão nas sociedades anónimas dada a (tendencial) liberdade na transmissão de ações e a irrelevância dos sócios que a constituem.

3.2.1.2. Conteúdo

No que respeita ao conteúdo das ações privilegiadas, há que atender a que não existe qualquer princípio de tipicidade (ou imposição de um *numerus clausus*). De facto, a lei é clara ao estatuir que “**podem ser diversos, nomeadamente quanto à atribuição de dividendos e quanto à partilha do ativo resultante da liquidação, os direitos inerentes às ações emitidas pela mesma sociedade**” (artigo 302.º, n.º 1 do CSC, com negritos da nossa autoria). Assim, a lei parece não cingir a possibilidade de criação de ações privilegiadas aos tipos legalmente previstos (como sejam o das ações preferenciais sem direito de voto, previstas nos artigos 341.º e ss. do CSC). Se assim não fosse, não teria sentido o emprego do advérbio “nomeadamente” no corpo do n.º 1 do artigo 302.º do CSC, que acima transcrevemos²⁶.

Por outro lado, importa realçar que, a nosso ver, os direitos especiais integrados nas ações privilegiadas não terão de ter, necessariamente, um conteúdo exclusivamente patrimonial²⁷. Queremos com isto significar que as ações privilegiadas poderão atribuir aos seus titulares direitos que tenham índole exclusivamente patrimonial mas também (ou somente) direitos de natureza não patrimonial^{28/29}.

Já quanto às ações privilegiadas de conteúdo patrimonial não repugna admitir que haja ações privilegiadas atípicas que, por exemplo, concedam aos respetivos titulares um direito preferencial sobre os dividendos ou o direito a um dividendo acrescido sem que, em contrapartida, lhes seja imposto um sacrifício.

Assim, e no que tange a este tema, parece que a autonomia privada impera, conferindo aos agentes económicos a mais ampla liberdade na “invenção” de novas espécies de ações, sem prejuízo dos limites imperativos da lei³⁰ e do regime legal a que este tipo de ações estão sujeitas – tema a que nos dedicaremos aquando da caracterização das *tracking stocks*³¹.

²⁶ Neste sentido, JOÃO LABAREDA, ob. cit., pp. 48 a 50.

²⁷ Quanto à distinção entre direitos patrimoniais e administrativos dos sócios, cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra s/d, 2.ª ed., p. 367.

²⁸ Neste sentido, PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos*, ob. cit., p. 14 e *Direito das Sociedades*, ob. cit., p. 380 e COUTINHO DE ABREU, ob. cit., p. 216.

²⁹ Como seja, por exemplo, o direito de preferência na transmissão de ações nominativas nos termos do artigo 328.º, n.º 2, al. b) do CSC, o direito de veto de administradores designados, entre outros.

³⁰ Assim, e nomeadamente, os sócios não poderão conferir às ações privilegiadas direitos tão amplos que inutilizem a expressão prática dos direitos conferidos às restantes ações.

³¹ *Vd.* secções 4.8 e 4.9 do presente estudo.

3.2.1.3. Motivação subjacente à emissão de ações privilegiadas

Com a emissão de ações privilegiadas pretende-se dar simultaneamente resposta aos interesses da sociedade e aos interesses dos potenciais subscritores dessas ações. Assim, e em especial, deverão ser ponderadas as condições que, na ótica do investidor, são apeteceíveis e, simultaneamente, almejadas pela sociedade emitente. Naturalmente, a concretização destes propósitos será distinta consoante o momento em que a referida emissão tenha lugar: se no momento da constituição da sociedade, se num momento posterior a este.

Se criadas no momento da constituição da sociedade, as ações privilegiadas poderão visar manter certas pessoas como sócios da sociedade, durante um dado hiato temporal (à partida, o período imediatamente subsequente ao da constituição da sociedade).

Já a criação de ações privilegiadas em vida da sociedade poderá ter como objetivo subjacente a captação de novos capitais. Neste caso, é frequente que os sócios já existentes, por pretenderem manter o controlo sobre a sociedade, apenas aceitem conceder o privilégio contra a supressão do direito de voto.

3.2.2. As ações diminuídas

Para além das ações ordinárias e privilegiadas, cumpre fazer referência a uma terceira espécie de ações, designada por “ações diminuídas”³². Trata-se de ações que, relativamente às ações ordinárias, só apresentam desvantagens, não proporcionando aos seus titulares o feixe de direitos que a participação na sociedade anónima geralmente proporciona. A figura dominante é aqui a das ações que a doutrina³³ designa por diferidas (*deferred shares*): ações que só concedem dividendos depois de estes serem atribuídos às ações ordinárias (e, caso existam, às ações privilegiadas). É o caso, conhecido do nosso ordenamento jurídico, das ações de fruição, previstas no artigo 346.º do CSC.

³² Utilizando a feliz terminologia de PAULO OLAVO CUNHA, *Os Direitos*, ob. cit., pp. 100 e 145.

³³ Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades*, ob. cit., p. 397, nota 527.

4. AS TRACKING STOCKS

4.1. Origem

A origem das *tracking stocks* remonta à década de oitenta do século transato, precisamente, ao ano de 1984, momento em que a *General Motors* adquiriu a empresa *EDS* e atribuiu aos acionistas desta última, como meio de pagamento, ações “GM-E”. Estas ações, configuradas como verdadeiras *tracking stocks*, atribuíam aos seus detentores o direito aos dividendos da *EDS* – então sociedade-filha da *General Motors*. O sucesso da emissão destas ações foi tal que a mesma empresa repetiu a emissão de *tracking stocks*, desta vez a propósito da aquisição da *Hughes Aircraft*, em 1985, dando origem às ações “GM-H”.

Outro momento relevante na história das *tracking stocks* ocorreu em 1991, quando a empresa *USX* emitiu dois tipos de ações que conferiam aos seus titulares o direito aos dividendos gerados, não por uma empresa sua subsidiária, mas por cada um dos dois setores internos desta empresa – o setor da energia e o setor do ferro.

Desde então, ocorreram cerca de 50 emissões destas ações por parte de empresas cotadas na bolsa norte-americana³⁴, que repetiram, na maioria das vezes, o historial de sucesso inicial registado por estes instrumentos financeiros³⁵. Estas emissões, historicamente contextualizadas na época da denominada *dotcom bubble*, pretendiam individualizar e atribuir aos detentores de *tracking stocks* os lucros dos setores de informática e de tecnologia das empresas emitentes.

Já na Europa, onde o mercado de capitais assume um relevo incomparavelmente mais ténue do que nos EUA, os exemplos da emissão destas ações têm sido escassos. Com efeito, até aos dias de hoje, apenas se conhece uma empresa que haja ousado seguir as mesmas pisadas. Referimo-nos à *Alcatel*, que, a 20 de outubro de 2000, emitiu as ações “Alcatel O” por ocasião da aquisição da *Optotronics*.

Não obstante na Europa escasseiem os exemplos práticos, do ponto de vista legal e teórico muitas têm sido as discussões que têm as *tracking stocks* como pano de fundo

³⁴ Entre as quais se contam a *AT&T*, a *Walt Disney*, a *WorldCom*, a *Sprint Corp.*, a *Liberty Media Corp.*, a *Georgia Pacific*, a *Cablevision Systems Corp.*, a *Electronic Arts*, a *Ralston Purina*, entre muitas outras.

³⁵ Este movimento foi também acompanhado pelos mercados Nova Zelandês, Japonês e Australiano, embora numa escala sensivelmente menor.

e que levaram, inclusivamente, a que recentes reformas legislativas expressamente admitissem a emissão destas ações³⁶.

4.2. Nocão

As *tracking stocks* – também conhecidas por *alphabet stocks*, *lettered stocks* ou *targeted stocks*³⁷ – podem ser definidas como uma categoria de ações que se caracteriza pelo facto de acompanhar (*to track*), do ponto de vista patrimonial, os resultados de um setor de atividade específico (*business unit*), que pode consistir numa divisão interna da sociedade ou numa sociedade por esta controlada³⁸.

Embora as *tracking stocks* traduzam a existência de uma participação social no capital da sociedade como um todo, e não apenas no setor de referência (que não tem autonomia patrimonial), os direitos patrimoniais que lhes estão adstritos não se reportam à globalidade da atividade económica societária³⁹ mas apenas ao setor a que foram afetas⁴⁰. São ações que, ao invés de refletirem o resultado de uma empresa como um todo, apenas refletem (ou tendem a refletir) o resultado de um determinado setor economicamente restrito de uma dada sociedade ou de uma sua sociedade-filha.

As *tracking stocks* têm, portanto, como característica essencial o facto de atribuírem aos seus titulares o direito a uma participação nos lucros produzidos no âmbito exclusivo de um setor de atividade de uma sociedade (que, para o efeito, funciona com uma certa autonomia contabilística), e de um direito à restituição das

³⁶ Referimo-nos à recente reforma do ordenamento jurídico italiano operada pelo *Decreto Legislativo 17 Gennaio 2003 (Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366)*, com entrada em vigor a 1 de janeiro de 2004, que expressamente prevê a possibilidade de emissão de *tracking stocks* (designadas por *azioni correlate*). Refira-se, a título de nota, que a referida reforma teve primacialmente em vista a flexibilização e adaptação do ordenamento jurídico italiano ao fenómeno da inovação financeira. *Vd.*, quanto a este tema, MARCO LAMANDINI, *Società di Capitali e Struttura Finanziaria: Spunti per la Riforma*, RDSit, anno 47º/2002 gennaio-febraio, fascicolo 1º, Giuffrè Editore, Milano 2002, pp. 139-145; PAOLA MANES, *Sui "patrimoni destinati ad uno specifico affare" nella riforma del diritto societario*, Contratto e Impresa, fasc. 1, Cedam, Padova 2003, pp. 181-210 e MARCO VENTORUZZO, *Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition*, 2004, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=556601, pp. 114-155.

³⁷ Também designadas, na Alemanha, por *Spartenaktien* ou *Bereichaktien*, em França, por *actions traçantes* ou *actions setorielles*, em Itália, por *azione correlate* e, entre nós, na designação proposta por PAULO TARSO DOMINGUES (cfr. ob. cit., p. 182, nota 689), como *ações setoriais*.

³⁸ Cfr. LUDOVICO G. BIANCHI DI GIULIO, *et al*, *Dalle Tracking Shares alle Azioni Correlate: Brevi Riflessione sull'Esperienza Domestica Italiana*, 2009, http://www.dirittoefinanza.it/public/file/tracking_shares.pdf, p. 1.

³⁹ Embora, como veremos adiante, possam ser por ela influenciados em sentido negativo.

⁴⁰ Cfr. GIUSEPPE PORTALE, *Dal capital "assicurato" alle "tracking stocks"*, RDSit, anno 47º/2002, gennaio-febraio, fascicolo 1º, Giuffrè, Milano, p. 164.

entradas e à repartição do remanescente patrimonial em caso de liquidação, que poderá tomar por referência o valor do setor em causa.

Valendo os direitos acima referidos como traços essenciais das *tracking stocks*, os restantes direitos sociais atribuídos por estas ações poderão ter conformações diversas. Tal é, nomeadamente, o que ocorre com o direito de voto, em relação ao qual poderão existir soluções distintas, desde a sua exclusão *in totum*, até à sua limitação a assuntos relativos ao setor de atividade de afetação.

Estamos, assim, perante uma participação social com particularidades ao nível dos direitos atribuídos aos respetivos sócios. Por este motivo, e evocando os conceitos atrás definidos a propósito das categorias de ações admissíveis no nosso ordenamento jurídico, as *tracking stocks* são passíveis de serem qualificadas como ações especiais e, dentro destas, como ações privilegiadas.

Do ponto de vista prático, a emissão de *tracking stocks* por uma dada sociedade traduz-se num mecanismo de reestruturação empresarial, vocacionado para a captação de capital, reorganização e reafecção dos ativos e passivos societários. É um mecanismo que – como veremos – se assume como uma alternativa aos métodos tradicionais dada a peculiaridade das vantagens e desvantagens que proporciona.

4.3. Setor de atividade

No entender de LUDOVICO G. BIANCHI DI GIULIO e FERNANDINO BRUNO⁴¹, os agentes económicos gozam de grande discricionariedade na definição do setor de referência, de modo a que este possa representar uma qualquer combinação de sociedades controladas, um qualquer segmento geográfico ou até uma linha produtiva de uma sociedade, desde que, em qualquer caso, este segmento seja passível de constituir um centro de imputação de custos e receitas.

A nosso ver, o conceito de setor de atividade aproxima-se do conceito de “unidade económica”, previsto na al. b) do n.º 1 e n.º 2 do artigo 124.º do CSC. Consideramos, assim, que o setor de referência deverá constituir uma parcela da sociedade que represente um conjunto de meios organizados, com suficiente autonomia para poder funcionar independentemente no mercado. E isto na medida em que, como fomos pontualmente referindo, o setor de atividade de referência ter de ser suscetível, *de per se*, de gerar lucros e de ter um ativo e passivo autonomizáveis. Em suma,

⁴¹ Cfr. ob.cit. p. 1 e 6.

entendemos que o setor terá de conter em si um conjunto de elementos em número e qualidade suficientes para – pelo menos no plano teórico – ser possível com eles constituir uma sociedade com autonomia jurídica e patrimonial face à entidade emitente.

Atento o exposto, concluímos que dois tipos de realidades são subsumíveis ao conceito de setor de atividade: a parcela interna da sociedade que reúna as condições acima referidas e a sociedade-filha da sociedade emitente.

Quanto à última das modalidades referidas, cremos que a relação existente entre a sociedade emitente e a sociedade que corporiza o setor de referência deverá ser uma relação de grupo⁴², i.e., uma relação que tenha como fundamento o domínio total, o contrato de subordinação ou o contrato de grupo paritário, nos termos dos artigos 488.º e ss. do CSC⁴³. A não ser assim, dificilmente encontraria arrimo legal a pretensão de definição de políticas comuns, de aproveitamento de sinergias e geração de economias de escala: características indissociáveis das *tracking stocks* enquanto instrumentos financeiros. Cremos, por isso, ser determinante que a sociedade emitente tenha o poder de dar instruções vinculantes ao setor de referência e que tenha sobre ele um controlo equiparável ao que existe quando o setor de atividade consubstancia uma parcela interna da sociedade.

Cumpramos ainda alertar que a denominação atribuída às *tracking stocks* será distinta consoante o tipo de setor de atividade a que estas se reportam. Assim, as *tracking stocks* que correspondam a ações da sociedade-mãe que incorporam um direito patrimonial privilegiado indexado aos resultados de uma ou mais sociedades-filhas são comumente designadas por *tracking stocks* de primeira geração ou *subsidiary shares*⁴⁴. Já as *tracking stocks* cujo setor de referência corresponda a um setor de atividade interno da sociedade emitente que conserva relativa autonomia, designam-se por *tracking stocks* de segunda geração⁴⁵ ou *divisional shares*.

⁴² Não bastando, por isso, que a relação entre as sociedades seja, meramente, uma relação de simples participações, de participações recíprocas ou uma relação de domínio, nos termos do disposto nos artigos 483.º, 485.º e 486.º do CSC.

⁴³ Levando este raciocínio às suas últimas consequências, entendemos que nada obsta a que a sociedade-filha seja uma sociedade anónima, uma sociedade por quotas, ou mesmo uma sociedade em comandita por ações (cfr. artigo 481.º, n.º 1 do CSC). Já a exigência materializada no proémio do n.º 2 da citada disposição (referente ao local da sede das sociedades coligadas), não parece ser defensável neste contexto. Com efeito, nada impede que uma sociedade com sede em Portugal emita *tracking stocks* com referência a uma sua sociedade-filha com sede no estrangeiro.

⁴⁴ Cfr. LUDOVICO G. BIANCHI DI GIULIO *et al.*, ob. cit., p. 1, nota 4.

⁴⁵ Assim designadas por apenas haverem surgido em 1991, com a emissão *USX Corporation*.

Mas as diferenças entre a escolha de um ou outro tipo de setor não se esgotam por aqui. Na verdade, entendemos que as *subsidiary shares*, porque assentes numa entidade que tem autonomia patrimonial da sociedade emitente, levantam menos problemas práticos do que as *divisional shares*. Para tanto, basta pensar que problemas como os conflitos de interesses e a dificuldade de alocação de custos e despesas a que adiante faremos referência, resultarão francamente minimizados⁴⁶.

Como não poderia deixar de ser, cabe à sociedade emitente (ou, mais precisamente, aos seus sócios) decidir qual o setor de referência a que as *tracking stocks* estarão ligadas.

4.4. Funções

Têm sido várias as funções reconhecidas às *tracking stocks* enquanto mecanismo de reestruturação empresarial. Assim, e ainda que sem pretensões de exaustividade, destacaríamos as seguintes:

- (i) Exteriorização do valor de uma atividade que se tende a considerar relativamente desvalorizada pelo mercado, no seio das empresas multifunções (*unlocking of hidden value*)⁴⁷. A emissão de *tracking stocks* sobre um determinado setor de atividade permite pôr em evidência o valor de mercado desse setor, obstando ao fenómeno de “diluição” ou “camuflagem” do seu valor intrínseco pelos restantes setores da sociedade. Neste sentido, é defendido que o tratamento autonomizado do setor da sociedade “destacado” aumenta o valor da cotação bolsista da sociedade, demonstrando que o valor do conjunto é inferior à soma das partes autonomamente consideradas.
- (ii) Maximização do lucro para o acionista (*shareholder value enhancement*) que resulta da ficção da separação, dentro de uma empresa multifunções, do seu ramo de atividade atrativo e de rápido crescimento dos restantes negócios sociais, tendo em vista o aumento do valor global da empresa. A implementação de um projeto deste tipo implica a divulgação de informação financeira para cada área separada da sociedade.

⁴⁶ A mitigação de tais desvantagens deve-se, a nosso ver, ao regime jurídico das relações de grupo bem como ao facto de a sociedade-filha ter, por inerência, uma contabilidade e património separados.

⁴⁷ Cfr. THOMAS J. CHEMMANAUER e IMANTS PAEGLIS, *Why Issue Tracking Stock? Insights from a Comparison with Spin-offs and Carve-outs*, 2000, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=250522, e IAN GIDDY, *Tracking Stock*, [s/d], <http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/trackingstock.html>, p. 1.

- (iii) Manutenção do poder dos administradores da sociedade sobre o setor de referência em virtude da não autonomização do setor. Tal consequência vai ao encontro do interesse dos administradores da sociedade emitente que, assim, não se vêem afastados da administração do novo setor de atividade.
- (iv) Pode ainda dar-se o caso de a emissão de *tracking stocks* ser realizada com o propósito de servir como moeda de troca (*acquisition currency*) na aquisição de empresas ou na expansão interna da sociedade para uma nova área de negócio. No primeiro caso, permite-se aos acionistas vendedores a continuação do negócio apenas no ramo autonomizado, e não já na sociedade como um todo^{48/49}. No segundo, atribui-se aos acionistas que aportam os bens (na qualidade de entradas em espécie) uma remuneração adequada. Esta moeda de troca traduz-se – como vimos – na atribuição de um direito privilegiado aos lucros daquele setor.

4.5. Vantagens

As *tracking stocks* são passíveis de proporcionar diversas vantagens quer à sociedade emitente, quer aos seus sócios, quer ainda aos seus administradores.

Apesar de as vantagens criadas pela emissão de *tracking stocks* se encontrarem estritamente relacionadas com as funções acima elencadas, entendemos serem merecedoras de destaque as seguintes:

(i) Permitir a atração do investimento em capital: A emissão de *tracking stocks* e a respetiva subscrição permite a entrada de capitais na sociedade. Estes capitais, que foram investidos em prol de um dado setor da empresa, entram no património da sociedade como um todo. Esta factualidade apresenta, à partida, dois benefícios: por um lado, o facto de a atração do investimento não exigir a criação de uma nova sociedade, nomeadamente através de cisão (tal como ocorre nas operações de *spin-off* e de *equity carve-out*, a que adiante faremos referência⁵⁰) e, como tal, permitir uma poupança de custos; por outro, o facto de, na ótica do sócio investidor, a aquisição das *tracking*

⁴⁸ Este método é particularmente útil para resolver o “*seller’s remorse*”, i.e., a sensação, por parte dos acionistas vendedores, de que as suas ações foram vendidas a um preço abaixo do seu valor real. Cfr. JEFFREY J. HAAS, *How Quantum, DJL and Ziff-Davis Are Keeping on Track with “Tracking Stock”*, Part I, [s/d], http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=223634, p. 5.

⁴⁹ Foi justamente esta a situação que ocorreu aquando da venda da *EDS* à *General Motors*, fruto da exigência, por parte de Ross Perot – então presidente da *EDS* – em manter uma participação especial na empresa vendida. Cfr. JEFFREY J. HAAS, ob. cit., p. 1.

⁵⁰ *Vd. secção 4.7.*

stocks consubstanciar um investimento diversificado que, assim, comporta menos riscos⁵¹.

(ii) Satisfação das exigências de investimento diferenciado: As *tracking stocks*, porquanto instrumentos de conformação atípica, fazem uso da flexibilidade permitida pelo nosso ordenamento jurídico. Com tanto, estas ações pretendem ir ao encontro das reais necessidades e da procura do mercado, facto que consubstancia uma vantagem competitiva na atração do investimento.

⁵¹ Cfr. Relatório COB, p. 7.

(iii) Exploração dos benefícios decorrentes das economias de gama: O setor de atividade a que se encontram indexadas as *tracking stocks* corresponde, por definição, a um setor distinto e autonomizável dos demais setores da sociedade. Trata-se, portanto, de um setor de atividade passível – em abstrato – de ser destacado da sociedade (nomeadamente por cisão) passando a constituir, ele próprio, uma nova sociedade. A opção por manter este setor de atividade dentro da sociedade (isto é, de não se optar pelo seu destacamento com a consequente autonomização jurídica de entidades e separação de patrimónios) prende-se, sobretudo, com o fenómeno das economias de gama: o facto de a produção de um conjunto de produtos por uma única empresa ser feita de forma mais eficiente do que a produção das mesmas quantidades dos mesmos produtos por empresas diferentes⁵². Tal circunstância leva à sinergia e economia de custos e ao aproveitamento de benefícios associados à existência de uma empresa multiactividades, tanto ao nível fiscal como de contabilidade e de gestão, facilidade de financiamento, etc.⁵³. A emissão de *tracking stocks* pretende, portanto, aproveitar os benefícios decorrentes da economia de gama e utilizá-los como “chamariz” para novos sócios investidores.

(iv) Perpetuação da ligação com o negócio: As *tracking stocks* têm a virtualidade de permitir que os respetivos titulares mantenham a ligação ao negócio do setor. Tal característica assume especial relevância para o sócio que, em cumprimento da sua obrigação de entrada, contribuiu com o bem imóvel afeto ao setor de atividade de referência. Assim, este acionista poderá retirar proveitos especificamente produzidos pelo setor para o qual contribuiu. Mas também tem nisto interesse o antigo sócio da sociedade cujas participações sociais foram adquiridas pela sociedade emitente que, deste modo, continua a obter dividendos do setor de atividade de que anteriormente era sócio.

(v) Motivação, atração e fidelização de stakeholders: A emissão de *tracking stocks* permite a criação de diversos esquemas de incentivo dirigidos aos *stakeholders*. Assim, e desde logo, a sociedade poderá atribuir *tracking stocks* àquelas pessoas que, na sua ótica, são importantes dentro do setor de atividade relacionado (vg., investidores), de modo a que estas possam beneficiar do seu maior desenvolvimento, atuando de forma mais motivada na qualidade de acionistas.

⁵² Cfr. JOSÉ MATA, *A Economia da Empresa*, FCG, Lisboa 2010, 6.ª ed., p. 167.

⁵³ Nomeadamente a resultante da desnecessidade de fazer operar uma cisão societária, solução que comportaria um maior consumo de tempo e recursos financeiros.

No que respeita aos administradores e trabalhadores, a sociedade poderá indexar a respetiva remuneração aos resultados económicos apresentados pelo negócio do setor⁵⁴ ou conceder-lhes *tracking stocks*⁵⁵. Em ambos os casos, o fator de incentivo traduz-se na pretensão de aumento do valor das participações sociais (*stockholder value*).

Para a sociedade emitente, estes esquemas de incentivo têm ainda a virtualidade de permitir que a performance dos administradores e trabalhadores seja facilmente monitorizada através dos resultados do setor.

(vi) Transparência informativa: Na perspectiva do bom funcionamento dos mercados financeiros, a emissão de *tracking stocks* fornece maior informação financeira ao público sobre o setor de referência, o que permite avaliar melhor os investimentos que se realizam, reduzindo substancialmente a assimetria informativa⁵⁶ entre a sociedade e o mercado de capitais⁵⁷.

(vii) Meio de defesa anti-OPA hostil: A emissão de *tracking stocks* tem ainda como vantagem o facto de consistir num meio de defesa anti-OPA hostil⁵⁸ sobre a sociedade emitente. Tal justifica-se na medida se torna mais difícil a aquisição das ações da empresa do que sucederia se o setor ou o ramo fosse explorado sob a forma de uma sociedade autónoma.

4.6. Desvantagens

Apesar dos inúmeros benefícios potencialmente resultantes da emissão de *tracking stocks*, não são despiciendas as desvantagens que estas acarretam. Vejamos o elenco daquelas que, em nosso entender, se pautam como mais relevantes:

(i) Dificuldade em identificar e/ou individualizar com clareza o setor de atividade e os bens que o compõem: A emissão de *tracking stocks* suscita sérias dificuldades ao nível da determinação do âmbito e limites do setor de atividade em

⁵⁴ No que respeita aos trabalhadores da sociedade, este esquema de incentivo apenas poderá ser aplicado parcialmente, na medida em que o artigo 129.º, n.º1, al. d) do CT impede que dela resulte uma diminuição do valor da sua retribuição.

⁵⁵ Ou de *stock options* sobre *tracking stocks*, cfr. Relatório COB, p. 2.

⁵⁶ Porquanto a sociedade fica vinculada a prestar informações financeiras separadas para cada setor de atividade subjacente à emissão de *tracking stocks*.

⁵⁷ De acordo com SABINE LANGNER, *Tracking Stocks*, [s/d], <http://papers.ssrn.com/abstract=302173>, p. 11), a existência de maior informação reduz os custos de análise do produto financeiro e propicia uma valorização mais assertiva deste setor de atividade.

⁵⁸ Quanto ao conceito de OPA e do respetivo regime jurídico, cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização*, RDS, Ano III (2011) 4, pp. 928-984.

causa, dos bens que o compõem e das dívidas que o oneram. Por outro lado, a emissão destas ações potencia dificuldades na imputação de custos e proveitos gerados pela sociedade emitente. Como facilmente se depreenderá, estes problemas ganham especial relevo quando as *tracking stocks* se encontram indexadas a um setor de atividade interno da sociedade. Já assim não será quando o setor de referência é uma sociedade dominada da sociedade emitente, caso em que, fruto da autonomia patrimonial existente, tais problemas resultarão francamente minimizados.

A resolução do problema descrito terá de passar, inexoravelmente, pela previsão expressa e detalhada⁵⁹ dos critérios adotados para identificação dos ativos e passivos que deverão ser imputados ao setor e das fórmulas a aplicar na repartição de créditos e débitos⁶⁰. Na verdade, tais elementos deverão ser detalhados ao ponto de permitirem ficcionar a autonomia patrimonial do setor de atividade face à sociedade emitente. Por outras palavras, no plano societário interno, tudo deverá passar-se como se existissem duas sociedades em vez de uma, fazendo com que, pelo menos idealmente, não sejam suscitadas dúvidas aquando da imputação de custos e receitas ou da identificação do ativo e passivo de cada um dos setores de atividade. Não menosprezando a dificuldade patente na definição destes critérios, acreditamos que o sucesso das *tracking stocks* se encontra intrinsecamente dependente da assertiva determinação destes elementos.

(ii) Conflitos de interesses internos (*sibling rivalry*): A emissão de *tracking stocks* apresenta como segunda (e talvez mais importante) desvantagem o facto de propiciar o surgimento de conflitos de interesses internos⁶¹. Estes conflitos têm origem quer no facto de existir um órgão de administração único para a sociedade, quer por alguns administradores serem detentores de *tracking stocks* e outros não, quer ainda por entrarem em choque os interesses da sociedade como um todo com os interesses do setor relativo às ações setoriais.

Tais conflitos internos poderão ser despoletados nas mais diversas situações, como sejam a da escolha entre a alocação de custos fixos, meios, recursos ou oportunidades de negócio à atividade setorial ou à atividade geral⁶²; a do cálculo dos

⁵⁹ Nos estatutos da sociedade e/ou no prospeto de emissão das *tracking stocks*.

⁶⁰ Cfr. GIUSEPE PORTALE, ob. cit., p. 165.

⁶¹ Para uma perspetiva mais detalhada acerca dos conflitos de interesses em sociedades anónimas, cfr. JOÃO SOUSA GIÃO, *Conflitos de Interesses entre Administradores e Accionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores*, in: AAVV “Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Balanço a partir da Crise Financeira”, Almedina, Coimbra 2010, p. 215 ss.

⁶² Cfr. GIUSEPE PORTALE, ob. cit., p. 165.

preços de transferência no caso de vendas internas; a da alienação de bens ou da adoção de medidas de gestão que afetem mais um grupo de acionistas do que outros; as situações de opção de troca de ações de um grupo com outro ou de sucessivo aumento de capital com emissão de ações setoriais ou comuns, entre muitos outros⁶³.

Ora, se atendermos a que este efeito não se verifica nas sociedades tradicionais que têm ações ordinárias e ações especiais de categoria diversa das *tracking stocks*, facilmente depreendemos que os mecanismos normais não são adequados para tutelar estes conflitos⁶⁴.

Dever-se-á, portanto, adotar estratégias que evitem estes efeitos. Neste sentido, poder-nos-emos valer da regra de que a gestão da sociedade deve ser feita no interesse geral, embora tal nem sempre corresponda aos interesses dos titulares de *tracking stocks*. Para além disso, e como fomos já deixando antecipar, entendemos ser de elementar importância a previsão de regras claras, estatutariamente definidas, que visem a resolução antecipada destes potenciais conflitos, sendo que a observância destas deveria – pelo menos idealmente – ser controlada por auditores⁶⁵.

Como forma de evitar abusos na administração das sociedades que conduzam a um resultado desequilibrado entre acionistas setoriais e os restantes acionistas, poder-se-á recorrer ao princípio do tratamento igualitário dos acionistas, fundamental ao normal funcionamento das sociedades. Não se exclui também a responsabilização dos membros dirigentes, por violação do dever de boa gestão, em benefício de todos os sócios. Em última instância, há que apelar ao dever de lealdade entre acionistas, como forma de

⁶³ O conjunto dos problemas enumerados chegou a ser motivo para se afirmar que os benefícios proporcionados pelas *tracking stocks* acabariam, a médio/longo prazo, por ser usufruídos pelos restantes setores da sociedade emitente, em detrimento do setor de referência. Tal constatação foi desmentida pelo estudo empírico desenvolvido por MATTHEW J. CLAYTON e YIMING QUIAN (*Wealth Gains from Tracking Stocks: Long-Run Performance and Ex-Date Returns*, 2003, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=349720, pp. 14 e 15), em que se demonstra que não existem provas do alegado aproveitamento desleal de benefícios na medida em que, nem as ações setoriais, nem as restantes ações da sociedade, apresentam, ao longo do tempo, uma “performance” inferior ao respetivo *benchmark*.

⁶⁴ Esta afirmação pode também ser feita a propósito do ordenamento jurídico dos EUA. Não obstante, os tribunais – numa posição claramente conservadora – têm recusado a aplicação de novos critérios para a resolução de conflitos de interesses e, assim, evitado a responsabilização dos administradores por violação do dever de fidelidade. Neste sentido, cfr., por exemplo, o caso *Salomon v. Armstrong* (do *Chancery Court of Delaware*, <http://caselaw.findlaw.com/de-court-of-chancery/1414415.html>), relativo a uma ação intentada pelos acionistas detentores de ações GM-H e GM-E contra os administradores da *General Motors*, impugnando uma deliberação de *spin-off* do setor elétrico da sociedade por, alegadamente, a mesma visar prosseguir os interesses dos administradores maioritariamente detentores de ações comuns.

⁶⁵ Neste sentido, Relatório COB, p. 23.

correção de possíveis comportamentos de desvio ao fim presente na criação de *tracking stocks*⁶⁶.

(iii) Influência negativa proveniente do desempenho dos restantes setores de atividade da sociedade emitente (*siamese twin syndrome*)⁶⁷: O valor das *tracking stocks* sofre a influência negativa da evolução das restantes ações da sociedade. Tal circunstância não é mais do que uma consequência da duplicidade ou multiplicidade de categorias de ações de uma sociedade que se mantém una e que detém um único património.

Deste modo, verificando-se que os resultados da sociedade são muitos negativos por causa imputável a um dado setor de atividade da sociedade, tal circunstância repercutir-se-á, invariavelmente, no ramo de negócio ligado às *tracking stocks*⁶⁸.

(iv) Deseconomias de gama: A vantagem do aproveitamento das economias de custos e das sinergias internas a que acima se fez referência tende a ser minimizado pelos custos e despesas que a complexidade das *tracking stocks* gera. Assim, e desde logo, dever-se-á atender ao incremento dos custos contabilísticos⁶⁹ resultantes da exigência de separação e maior clareza informativa, bem como aos resultantes da maior complexidade do funcionamento das *tracking stocks* como instrumento de mercado de capitais⁷⁰.

(v) Fraca apetecibilidade das *tracking stocks* na ótica do investidor: Os investidores e os mercados de capitais europeus demonstram uma maior apetência para instrumentos simples, claros e tradicionais, dos quais as *tracking stocks* não constituem exemplo. Na ótica do investidor, constitui ainda um fator de desincentivo da aquisição de *tracking stocks* o facto de não estar assegurado que o capital assim injetado se destine a ser investido no setor de referência.

4.7. Spin-off e Equity carve-out

Retomamos, agora, a perspetiva da emissão das *trackings stocks* como mecanismo de reestruturação empresarial. Neste sentido, importa distinguir esta figura de

⁶⁶ *Idem.*

⁶⁷ Na terminologia utilizada por JEFFREY J. HAAS, ob. cit., p. 6.

⁶⁸ Tal influência é visível, nomeadamente, no montante dos lucros disponíveis para distribuição aos acionistas detentores de *tracking stocks*, assunto que revisitaremos, com mais detalhe, na subsecção 4.8.1.1.

⁶⁹ Este incremento de custos será tendencialmente inexistente quanto às *subsidiary shares* porquanto a sociedade-filha detém, por inerência, contabilidade separada.

⁷⁰ Neste sentido, GIUSEPE PORTALE, ob. cit., p. 165

duas outras, entendidas como afins, embora com funções e formas de atuação distintas: as operações de *spin-off* e de *equity carve-out*.

Nas operações de reestruturação tipo *spin-off* opera-se uma cisão-simples⁷¹, por destacamento de parte do ativo da sociedade principal com vista à criação de uma nova sociedade. Com a reestruturação, a nova sociedade ganha autonomia jurídica e patrimonial face à sociedade cindida e os acionistas desta tornam-se acionistas daquela, na mesma proporção de capital que detinham, sem que para o efeito tenham que despende recursos adicionais⁷². A nova sociedade passa, em consequência, a ter um órgão de administração autónomo da sociedade cindida. Esta operação apresenta como ponto de contacto com a emissão de *tracking stocks* o facto de a atribuição das novas ações ser, por norma, feita em benefício de acionistas já existentes, numa base proporcional, em atenção à participação por eles detida no capital da sociedade⁷³. Contudo, o facto de na operação de *spin-off* não haver perpetuação do setor autonomizado na esfera da sociedade principal, faz com que esta operação não partilhe algumas características das *tracking stocks*, como seja a coincidência necessária dos membros do órgão de administração, a possibilidade de consolidação fiscal e o aproveitamento de sinergias intrassocietárias.

Na reestruturação tipo *equity carve-out* é, também, constituída uma nova sociedade. Contudo, o capital social desta, ao invés de ser reservado aos acionistas da sociedade principal, passa a ser maioritariamente detido pela sociedade principal, que, assim, assegura a influência sobre a tomada de decisões. As participações sociais remanescentes (na experiência estadunidense geralmente correspondentes a até 20% do capital social) são objeto de uma oferta pública inicial (*initial public offering* ou “IPO”), sendo, portanto, oferecidas ao público para subscrição mediante uma contrapartida monetária. Ambas as sociedades permanecem consolidadas para efeitos fiscais. Tanto a operação de *equity carve-out* como a de emissão de *tracking stocks* possibilitam o aproveitamento de sinergias entre a atividade setorial e a atividade geral da sociedade. Por outro lado, a amplitude do direito de voto da sociedade principal na assembleia da

⁷¹ Que, como tal, deverá respeitar o regime jurídico legalmente previsto (cfr. artigos 118.º, n.º 1, al. a) e 119.º a 125.º, todos do CSC).

⁷² Note-se que a perfeita coincidência entre a identidade dos acionistas das sociedades cindida e beneficiária é uma circunstância que apenas se verifica – necessariamente – no momento da constituição da nova sociedade. Após tal momento, os acionistas conservam, nos termos gerais, plena liberdade na alienação das participações sociais detidas.

⁷³ No âmbito das *tracking stocks* esta situação tenderá a acontecer se, em sede de aumento de capital, os acionistas existentes exercerem o direito de preferência na aquisição das *tracking stocks* emitidas.

sociedade dependente potencia que os membros do órgão de administração de ambas as sociedades sejam coincidentes, aproximando-se, também neste ponto, esta operação da operação de emissão de *tracking stocks*.

Em suma, poder-se-á referir que todas as operações analisadas, embora com mecanismos de atuação diversos, permitem que o mercado valorize, autonomamente, determinado setor de atividade, atribuindo aos acionistas um dividendo cujo valor se encontra indexado ao sucesso desse mesmo setor.

Não obstante esta coincidência finalística, o recurso a cada um destes expedientes não se faz indistintamente. Pelo contrário, a ponderação da aplicabilidade de um mecanismo em detrimento de outro, deverá tomar em consideração os mais diversos fatores.

Neste contexto, é comum apontar-se, na experiência estadunidense, uma clara preferência pela operação de *spin-off*, à qual é reconhecido o mérito de superar as desvantagens das *tracking stocks*. As *tracking stocks* passam, generalizadamente, a ser configuradas como uma solução de recurso, cuja aplicabilidade será ponderada em segundo plano⁷⁴. A opção pelas *tracking stocks* parece confinada aos casos em que se reconhece prioridade às vantagens de aproveitamento de sinergias e ao desejo de manutenção do controlo sobre o setor autonomizado, sem incorrer em custos elevados de reestruturação. Tal tenderá a acontecer mais frequentemente quando o setor autonomizado é muito relacionado com os restantes setores da sociedade. Outros autores defendem que esta opção está essencialmente relacionada com o desejo de preservação do valor da cotação bolsista da sociedade e com as vantagens decorrentes da consolidação fiscal⁷⁵.

4.8. As Tracking Stocks no ordenamento jurídico português

Oportunamente justificámos a possibilidade – em abstrato – de criação de categorias atípicas de ações privilegiadas⁷⁶. Tal faculdade, recorde-se, baseia-se na letra do artigo 302.º, n.º 1 do CSC, que exprime a inexistência de um *numerus clausus* quanto a esta matéria e que, assim, a remete para a autonomia privada das partes.

⁷⁴ Cfr. ANNA N. DANIELOVA, *Tracking Stocks or Spin-off? Determinants of Choice*, [s/d], http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1018302, p. 3.

⁷⁵ Neste sentido, THOMAS J. CHEMMANAUER e IMANTS PAEGLIS, ob. cit., p. 5. e JULIA D'SOUZA e JOHN JACOB, ob. cit., p. 462.

⁷⁶ Vd. subsecção 3.2.1.2.

A matéria que conserva novidade e que cumpre, agora, discutir é a da admissibilidade – em concreto – das *tracking stocks* no nosso ordenamento jurídico. A construção de tal juízo impõe, naturalmente, que previamente sejam conhecidas e estudadas as características típicas das *tracking stocks*. Daqui se partirá para o confronto com o regime jurídico nacional, de onde se concluirá (ou não) pela sua admissibilidade.

4.8.1. As *tracking stocks* enquanto categoria de ações e a conformação admissível à luz do ordenamento jurídico português

As *tracking stocks* caracterizam-se por apresentar um conteúdo irreduzível composto por quatro direitos de configuração variável: o direito a dividendos preferenciais (*dividend rights*), o direito ao excedente de liquidação (*liquidation rights*), o direito de voto (*voting rights*) e o direito à saída (*exit or redemption rights*). Não menosprezando as referências pontuais já oferecidas quanto a alguns destes direitos, reservamos as próximas linhas à sua caracterização mais detalhada.

4.8.1.1. Direito a dividendos preferenciais

A *pedra de toque* do regime jurídico das *tracking stocks* consiste na atribuição do direito a um dividendo preferencial, indexado aos resultados anuais de um dado setor de atividade de uma sociedade. Em suma, são ações que, embora representativas do capital social da sociedade como um todo, vêm o direito a dividendos ser circunscrito aos resultados obtidos pelo setor de referência, e não (pelo menos até certo ponto) aos resultados obtidos pela sociedade como um todo.

No que respeita à admissibilidade desta característica à luz do nosso ordenamento jurídico, importa frisar que o artigo 22.º, n.º 1 do CSC, em matéria de configuração do conteúdo patrimonial da participação social, indica que “*na falta de preceito especial ou de convenção em contrário, os sócios participam nos lucros e nas perdas da sociedade segundo a proporção dos valores das respetivas participações no capital*”. O cariz vincadamente supletivo desta norma⁷⁷ – que latamente autoriza a derrogação à regra nela contida⁷⁸ – permite-nos concluir que inexistente, nesta sede, qualquer obstáculo à consagração das *tracking stocks*, pelo que estas conservam plena admissibilidade no nosso direito.

⁷⁷ E que, como tal, permite que o lucro a repartir pelos acionistas de uma dada sociedade não seja proporcional ao valor das entradas respetivamente realizadas.

⁷⁸ Cfr. PAULO TARSO DOMINGUES (*Código das Sociedades em Comentário: comentário ao artigo 22.º*, Almedina, Coimbra 2010, Vol. I, pp. 364-371, p. 366) defende que a letra da lei autoriza a que se possa concluir que a derrogação da regra possa resultar, quer de uma cláusula do contrato, quer de uma deliberação social - entendimento que por nós é subscrito com algumas reservas.

Já no que toca à distribuição de dividendos, sendo as *tracking stocks* ações da sociedade como as demais, há-de aplicar-se também a estas o regime jurídico geral. Significa isto que a atribuição de dividendos aos acionistas detentores de *tracking stocks* e o valor destes dividendos fica dependente da verificação cumulativa de três condições: (i) a de o setor de referência ter obtido lucros distribuíveis num dado exercício; (ii) a de a distribuição de dividendos ter sido validamente deliberada pelos sócios e (iii) a de a globalidade da sociedade ter obtido um resultado líquido (pelo menos) proporcionalmente equivalente ao que foi registado pelo setor de referência^{79/80}. Assim, ainda que o setor de referência haja registado um resultado líquido elevado, se os remanescentes setores da sociedade não houverem acompanhado tal resultado, aos acionistas detentores de *tracking stocks* serão atribuídos dividendos em montante inferior àqueles a que – se o setor de referência fosse uma sociedade autónoma – teriam direito, ou, no limite, não lhes serão atribuídos quaisquer dividendos. É, portanto, de concluir que em toda e qualquer sociedade (quer esta tenha emitido *tracking stocks*, quer não) a distribuição de dividendos está condicionada pelo efetivo preenchimento dos requisitos legais de que aquela depende⁸¹. Tendo sido emitidas *tracking stocks*, o pagamento dos respetivos dividendos fica, portanto, sujeito ao risco de lucratividade da entidade emitente, entendida como um todo.

Em suma, e no que toca ao direito a dividendos atribuídos aos acionistas detentores de *tracking stocks*, podemos dizer que o valor global dos dividendos terá, como limite máximo, o que corresponder ao resultado líquido distribuível apurado num dado exercício pelo setor em causa e, como limite mínimo, o resultado líquido distribuível da sociedade, quando este seja proporcionalmente inferior ao obtido pelo setor de referência⁸².

Questão distinta é a de saber se, verificando-se que num dado exercício os acionistas setoriais receberam menos do que o dividendo efetivamente proporcionado pelo setor de referência, estes poderão ter direito a, num dos exercícios posteriores, receber a diferença e a cumulá-la com o dividendo proporcionado nesse novo exercício. Trata-se, portanto, de saber se a limitação da repartição do lucro segundo o apuramento

⁷⁹ Cfr. artigo 22.º, n.º 1 e 33.º do CSC.

⁸⁰ Também nos EUA “*the dividend is limited to legally available funds*”, cfr. SABINE LANGNER, ob. cit., p. 4.

⁸¹ Cfr. artigos 31.º e ss. do CSC.

⁸² O que equivale a dizer, tal como já tínhamos avançado na nota 15, que o direito a dividendos dos acionistas setoriais nem sempre será, no rigor semântico da palavra, um direito *privilegiado*.

global poderá ser contornada mediante o pagamento, nos anos seguintes, dos lucros do setor não pagos em certos anos, de forma retroativa, a partir do lucro de balanço distribuível. Tal solução, porque semelhante à prevista para as ações privilegiadas sem direito de voto⁸³, parece ser admissível à luz do nosso ordenamento jurídico, desde que, para tanto, seja inserida nos estatutos da sociedade uma cláusula que expressamente confira tal direito.

Note-se, por fim, que a participação nos lucros do setor de referência implica que os demais acionistas da sociedade sejam excluídos da participação nos lucros gerados por esse setor de atividade. Assim, e desde que seja deliberado distribuir os dividendos da sociedade, apenas os titulares de *tracking stocks* terão direito a participar nos lucros gerados pelo setor⁸⁴.

4.8.1.2. Direito ao excedente de liquidação

As *tracking stocks* caracterizam-se também pelo facto de atribuírem aos seus titulares um direito preferencial ao saldo excedente da liquidação da sociedade.

Porém, e para melhor concretizarmos esta afirmação, permitamo-nos, por breves momentos, a revistar alguns conceitos.

A liquidação da sociedade pode ocorrer por diversos motivos: quer porque os sócios livremente deliberaram a dissolução da sociedade; quer porque a sociedade foi declarada insolvente e não foi aprovado um plano de insolvência; quer porque o serviço de registo competente deliberou a dissolução da sociedade em sede de procedimento administrativo de dissolução, entre muitos outros⁸⁵. Em qualquer dos casos, o saldo da liquidação da sociedade reverte, em primeira linha, para os credores sociais. Significa isto que aos acionistas da sociedade apenas é reconhecido o direito a receber a parte que lhes competir na quantia que sobejar depois de pagas as dívidas dos credores sociais⁸⁶. É precisamente esta quantia que constitui o *saldo remanescente da liquidação*.

O problema acima introduzido reporta-se, portanto, ao modo de repartição do saldo remanescente da liquidação. Já adiantámos que as *tracking stocks* poderão atribuir um direito preferencial sobre este saldo, de modo a que este seja primeiramente afeto ao

⁸³ Cfr. artigo 342.º, n.º 2 do CSC.

⁸⁴ A ideia de exclusividade na participação nos lucros do setor pode não ter inteira aplicação. Assim, se, por exemplo, forem emitidas *tracking stocks* que confirmam aos seus titulares o direito a receberem 60% dos lucros apurados pelo setor de referência, os restantes 40% pertencerão aos restantes acionistas da sociedade. Neste sentido, Relatório COB, p. 7, onde se afirma serem raras, na experiência estadunidense, as situações em que são emitidas *tracking stocks* representativas de 100% do setor em referência.

⁸⁵ Cfr. artigos 141.º e ss., 146.º, n.º 1 e 165.º do CSC.

⁸⁶ Cfr. artigos 147.º, 148.º, 154.º e 156.º do CSC e artigos 48.º, al. a), 49.º, n.º 2, al. a) e 177.º do CIRE.

reembolso das entradas dos titulares de *tracking stocks* e só depois aos demais acionistas. A nosso ver, o nosso ordenamento jurídico não obsta à admissibilidade da atribuição deste direito. No entanto, e para que possa ser reconhecido, é necessário que este direito se encontre estatutariamente previsto. A não ser assim, aplicar-se-á o regime supletivo legal, que determina que os acionistas detentores de *tracking stocks* concorrem, em pé de igualdade, com os demais acionistas da sociedade.

Poder-se-á ainda colocar a questão de saber se o referido direito preferencial recai apenas sobre o valor do ativo da sociedade afeto ao setor de referência ou se, pelo contrário, recai sobre o valor de todo o ativo da sociedade. Consideramos, uma vez mais, que o nosso ordenamento jurídico não constitui um obstáculo à consagração deste direito preferencial. Contudo, é condição da sua existência a sua expressa previsão estatutária. A não ser assim, ter-se-á de aplicar o regime legal supletivo⁸⁷, segundo o qual aos sócios é atribuído um direito à liquidação do ativo global da sociedade⁸⁸.

4.8.1.3. Direito de voto

Partindo da experiência estrangeira, poderemos identificar três tipologias de ações em função do direito de voto por elas atribuído:

- (i) Ações que conferem um ou mais votos por ação, que permanecem invariáveis durante a emissão⁸⁹;
- (ii) Ações que atribuem um direito de voto de quantificação variável, conforme a evolução das cotações das respetivas ações no mercado (*floating voting rights*)⁹⁰;
- (iii) Ações que não atribuem direito de voto.

Cingindo-nos, por ora, à categoria de ações que confere direito de voto, importa referir que a amplitude deste direito é variável. Assim, e em abstrato, poderemos, por um lado, configurar ações que atribuem este direito em *pleno*, isto é, conferindo aos

⁸⁷ *Idem*.

⁸⁸ Em boa verdade, entendemos que este será, com grande probabilidade, o cenário mais favorável aos acionistas detentores de *tracking stocks*. Com efeito, poder-se-á verificar que o ativo afeto ao setor de referência se encontra, por qualquer razão, onerado ou seja inexistente num dado momento (por exemplo, por os credores sociais o haverem executado). A não diferenciação do património da sociedade nesta matéria assegura aos acionistas setoriais, pelo menos, a expectativa (não jurídica) de lhes ser atribuído qualquer montante aquando da liquidação da sociedade.

⁸⁹ São exemplos deste tipo de ações as emitidas pela *General Motors* e pela *Alcatel*.

⁹⁰ Das quais constituem exemplo as *tracking stocks* emitidas pela *USX Corporation* para o setor da energia e do ferro. Este tipo de ações, que atribui igualmente um direito ao excedente de liquidação na proporção da cotação bolsista das ações, tem sido apelidado pela doutrina americana como *targetted stocks* (em oposição às *lettered stocks*, em que a medida destes direitos é previamente fixada).

seus titulares a faculdade de votar em sede de assembleia geral, nos mesmos termos e condições que os acionistas ordinários; ou, por outro, configurar ações que, para além do direito de voto *pleno* em assembleia geral ou em alternativa a ele, atribuam um poder de voto reforçado a estes acionistas em sede de deliberações relativas ao setor da sociedade em referência.

No que respeita à questão da admissibilidade da consagração destes direitos no âmbito do ordenamento jurídico português, entendemos que não levantam problemas as *tracking stocks* que atribuam aos seus titulares um direito de voto *em pleno* em sede de assembleia geral.

O mesmo não se poderá dizer acerca das ações que, cumulativamente com este direito, atribuam aos seus titulares um direito de voto reforçado nas deliberações relativas ao setor de referência, na medida em que se assiste, neste caso, a uma colisão frontal com a proibição do voto plural, consagrada no artigo 384.º, n.º 5 do CSC. O mesmo raciocínio é aplicável, em parte, às ações que conferem um direito de voto de quantificação variável, conforme a evolução das respetivas cotações no mercado⁹¹. Assim, é de concluir pela inadmissibilidade destes dois tipos de ações.

Problema distinto é o que se coloca quanto às *tracking stocks* que atribuem aos seus titulares um direito de voto limitado a determinadas matérias. Uma vez que inexistente, quanto a esta matéria, uma norma legal que – à semelhança do artigo 22.º do CSC⁹² – regule expressamente a possibilidade de limitação ou supressão parciais do direito de voto, coloca-se a questão de saber qual a amplitude que a autonomia privada pode assumir nesta sede. Ora, tratando-se de uma questão que o CSC não prevê diretamente, sempre haverá que recorrer “*aos casos análogos e, na sua falta, [...] às normas do Código Civil sobre o contrato de sociedade no que não seja contrário nem aos princípios gerais da presente lei nem aos princípios informadores do direito adotado*”⁹³. Na verdade, o CSC pronuncia-se acerca desta questão no seu artigo 341.º, a respeito das ações preferenciais sem direito de voto, onde parece admitir que o direito de voto seja suprimido em contrapartida da atribuição de um direito preferencial aos lucros. Tal é o que parece acontecer, embora em moldes diversos, com as *tracking stocks*. Por outro lado, os artigos 21.º, al. b), 379.º, n.º 1 e 384.º, n.º 1 do CSC, remetem

⁹¹ Quando a respetiva cotação bolsista acarrete a atribuição, a estes acionistas, de um direito de voto proporcionalmente superior ao valor da sua entrada.

⁹² Que regula a possibilidade de limitação ou supressão de direitos patrimoniais.

⁹³ Cfr. artigo 2.º do CSC.

expressamente a resolução deste assunto para os estatutos da sociedade. Ora, concluindo pela inexistência de norma imperativa que impeça a referida limitação ou supressão parcial do direito de voto, e verificando que todas as normas relativas a esta matéria remetem a sua resolução para o disposto nos estatutos sociais, somos a concluir que esta hipótese é juridicamente admissível⁹⁴.

Refira-se, por fim, que, se as *tracking stocks* fossem configuradas como ações privilegiadas sem direito de voto – situação comum no estrangeiro –, ficaria, à partida, justificada a sua admissibilidade porque apoiada nos normativos constantes dos artigos 341.º e ss. e 22.º do CSC.

Em suma, entendemos serem conformes ao nosso ordenamento jurídico as *tracking stocks* que, alternativamente, (i) confirmam um direito de voto *em pleno*; (ii) confirmam um direito de voto limitado a determinadas matérias e (iii) suprimam “por completo” este direito⁹⁵, mas nunca as que confirmam um direito de voto proporcionalmente superior ao valor da entrada efetivamente realizada pelo sócio, dada a atrás aludida proibição do voto plural.

4.8.1.4. Direito à saída

A constatação da complexidade destes instrumentos financeiros e da incerteza quanto ao seu desempenho, conduziu, desde cedo, à criação de mecanismos tendentes a salvaguardar os interesses dos potenciais titulares de *tracking stocks*.

Referimo-nos, nomeadamente, à hipótese de o setor de referência não ter registado o desempenho esperado e, assim, não obter resultados capazes de proporcionar aos acionistas setoriais o direito a dividendos durante um determinado período de tempo; à hipótese de, não obstante o setor haja obtido resultados, estes não serem passíveis de distribuição aos acionistas setoriais devido a limitações legais de distribuição de dividendos; ou ainda à hipótese de o ativo afeto ao setor ou uma parte substancial dele se haver perdido⁹⁶.

Perante a verificação de situações equivalentes ou análogas às acima elencadas (e que levariam, com grande probabilidade, a que os acionistas setoriais tentassem, desesperadamente, vender as suas ações), é comum recorrer-se a mecanismos de

⁹⁴ Parecendo concluir no mesmo sentido, embora com fundamentação legal diversa, FÁTIMA GOMES, ob. cit., pp. 105 e ss.

⁹⁵ As atas justificam-se na medida em que tal supressão jamais poderá pôr em causa o direito de voto em sede de assembleia especial, nos termos do disposto no artigo 389.º do CSC.

⁹⁶ Cfr. Relatório COB, p. 3.

reaquisição forçada das *tracking stocks*⁹⁷. Em contrapartida desta reaquisição, os acionistas setoriais receberão (i) ações ordinárias da sociedade emitente; (ii) *tracking stocks* de outro ramo de atividade; ou (iii) dinheiro⁹⁸, conforme o que se encontre contratualmente previsto⁹⁹, sendo qualquer uma destas hipóteses conforme ao ordenamento jurídico português.

4.9. Restantes traços distintivos do regime jurídico

Tendo-se concluído pela admissibilidade das *tracking stocks* no ordenamento português importa fazer uma referência circunstanciada aos restantes traços distintivos do seu regime jurídico. Esta referência será ancorada no regime jurídico das ações privilegiadas, modalidade em que as *tracking stocks* se inserem¹⁰⁰.

4.9.1.1. Criação e emissão

As ações às quais correspondem direitos especiais passam a constituir uma categoria ou classe distinta das demais.

Por outro lado, de acordo com os artigos 7.º, n.º 1 e 24.º, n.º 1 do CSC, os direitos especiais, quando existam, consubstanciam uma menção obrigatória nos estatutos da sociedade, que, assim, devem conter uma identificação precisa das categorias de ações existentes e dos respetivos direitos.

Conforme a categoria de ações correspondente às *tracking stocks* seja constituída logo no momento da constituição da sociedade ou em momento ulterior, serão distintas as formalidades e procedimentos que deverão ser observados.

Assim, e na primeira situação indicada (que, atenta a natureza desta categoria de ações e a sua qualificação como medida de reestruturação empresarial, prevemos ser de ocorrência mais rara), bastará que os sócios fundadores acordem, unanimemente, na criação desta categoria e dela façam menção completa no contrato social, seguindo-se as demais formalidades necessárias à formação da sociedade.

Já na segunda situação – a da criação desta categoria de ações num momento posterior ao da constituição da sociedade –, a criação das *tracking stocks* levará, invariavelmente, à alteração dos estatutos sociais, com vista à previsão das novas ações

⁹⁷ Que, naturalmente, deverão estar devidamente previstos nos estatutos da sociedade emitente ou no prospeto de emissão das *tracking stocks*.

⁹⁸ Hipótese que corresponde, justamente, à aquisição, pela sociedade, de ações próprias e que, como tal, deverá respeitar os limites previstos no artigo 316.º e ss. do CSC.

⁹⁹ Cfr. Relatório COB, p. 3.

¹⁰⁰ Conforme por nós concluído na secção 4.2.

setoriais e à reclassificação das ações ordinárias¹⁰¹. E isto quer as *tracking stocks* sejam criadas por mera conversão de ações ordinárias, por ocasião de um aumento de capital social por novas entradas¹⁰² ou aquando da fusão entre sociedades. Assim, revela-se necessária a adoção de uma deliberação que respeite o quórum legalmente exigido e congregue dois terços dos votos emitidos¹⁰³.

A respeito da maioria exigida para a criação de categorias de ações privilegiadas, é comum debater-se na doutrina a suficiência da maioria legalmente exigida para a alteração do contrato. Na verdade, e tendo em conta que a criação de novas categorias de ações poderá pôr em causa a consistência prática dos direitos inerentes às categorias de ações já existentes (enfraquecendo-a), é comum questionar se não seria exigível, *de iure condendo*, uma maioria mais exigente ou até a unanimidade. Este entendimento, que se prende sobretudo com a efetivação do princípio da igualdade dos acionistas, parece-nos, contudo, carecer de suporte legal. De facto, e suportados num argumento de maioria de razão, entendemos que, onde a lei não exige tal “maioria reforçada” na supressão ou limitação direta dos direitos conferidos especificamente a determinadas categorias de ações¹⁰⁴, jamais poderá impor tal reforço de maioria para o efeito de aprovação de uma alteração contratual que só eventual e indiretamente comporte tal supressão ou limitação¹⁰⁵.

Por outro lado, somos do entendimento que a própria criação de novas categorias de ações privilegiadas não tem de ser aprovada pelos titulares de ações privilegiadas já existentes reunidos em assembleia especial. De facto, a lei apenas determina a

¹⁰¹ Tal reclassificação poderá consistir meramente em acrescentar à respetiva designação a menção “ações ordinárias”. Um exemplo desta reclassificação ocorreu na sociedade *Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc.*, cujas ações ordinárias passaram a ser denominadas “*Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc. – DLJ Common Stock*”. Cfr. JEFFREY J. HAAS, *How Quantum, DJL and Ziff-Davis Are Keeping on Track with “Tracking Stock”*, Part II, [s/d], http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=223633, p. 1. Sendo as ações tituladas, julgamos que tal alteração não implica a emissão de novos títulos representativos.

¹⁰² Entendemos, na esteira de FÁTIMA GOMES (ob. cit., pp. 108 ss.), que a criação de *tracking stocks* não poderá ocorrer por ocasião de um aumento de capital por incorporação de reservas. Com efeito, esta modalidade de aumento de capital traduz-se no aumento do valor nominal ou do valor contabilístico da participação social existente de cada (atual) sócio da sociedade, não se colocando aqui a possibilidade de introdução de novas categorias de ações com direitos distintos (cfr. artigo 92.º do CSC).

¹⁰³ Cfr. artigo 386.º e 383.º do CSC.

¹⁰⁴ Cfr. artigo 389.º do CSC.

¹⁰⁵ Sufragamos aqui o entendimento de PAULO OLAVO CUNHA (cfr. *Direito das Sociedades*, ob. cit., p. 390). Também COUTINHO DE ABREU (cfr. ob. cit., p. 209) defende esta posição, embora seja diverso o percurso argumentativo.

obrigatoriedade¹⁰⁶ da deliberação em assembleia especial quando esteja em causa uma direta e efetiva supressão ou limitação de um privilégio¹⁰⁷, o que, a nosso ver, não ocorre com a criação de uma nova categoria de ações privilegiadas. Na verdade, o privilégio anteriormente conferido – apesar de, com a dita criação de uma nova categoria de ações privilegiadas, poder estar sujeito a uma variação quantitativa – não sofre qualquer alteração qualitativa e, portanto, mantém a sua existência¹⁰⁸. Acresce que os titulares de ações privilegiadas já existentes participam na deliberação de alteração do contrato (exceto se não forem titulares do direito de voto ou se se encontrarem impedidos de o exercer), terão direito de preferência legal na subscrição das novas ações e ainda, considerando tal deliberação de alteração do contrato abusiva, terão a faculdade de invocar e provar judicialmente a sua anulabilidade.

Não nos parece, assim, plausível (nem, *de iure condendo*, exigível) defender a existência de medidas adicionais para a criação de novas categorias de ações.

4.9.1.2. Transmissibilidade

No que toca à transmissibilidade das *tracking stocks* não se colocam particulares problemas. Neste contexto, é aplicável, *mutatis mutandis*, o regime da transmissibilidade das ações ordinárias, ao qual a parte final do artigo 24.º, n.º 4 do CSC acrescenta que os direitos especiais integrados nas ações privilegiadas se transmitem com estas. Diga-se, a título de nota, que esta solução – exemplo da unidade e coerência do sistema jurídico – corrobora o princípio (já atrás aludido) da unidade da participação social.

4.9.1.3. Supressão e alteração do privilégio

Já atrás foi referido que as supressões ou limitações aos privilégios concedidos pelas ações privilegiadas dependem, em princípio¹⁰⁹, de deliberação da assembleia especial constituída nos termos do disposto no artigo 389.º do CSC. Refira-se que o cumprimento de tal imposição, de acordo com o artigo 55.º do CSC, é condição de eficácia da deliberação.

¹⁰⁶ Obrigatoriedade que tendemos a qualificar como relativa, uma vez que o consentimento prestado em assembleia especial pode ser dispensado por “*regra legal em contrário ou estipulação contratual expressa em contrário*” (cfr. artigo 24.º, n.º 5 do CSC).

¹⁰⁷ Cfr. artigo 24.º, n.º 5 do CSC.

¹⁰⁸ Seguimos, uma vez mais, de perto o entendimento de PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades*, ob. cit., p. 390 e 391.

¹⁰⁹ Cfr. nota 106.

A maioria exigida para tal deliberação é qualificada de dois terços dos votos¹¹⁰. A não exigência da unanimidade neste consentimento compreende-se porquanto os direitos especiais conferidos por estas ações são verdadeiros privilégios do grupo de ações e não direitos individuais.

4.10. Comportamento do mercado¹¹¹

A reação dos mercados norte-americanos perante o anúncio da emissão de *tracking stocks* é, em geral, francamente positiva^{112/113}.

Este comportamento, que poderá, em abstrato, ter uma multiplicidade de causas, é entendido por alguns autores¹¹⁴ como sendo consequência da previsão de ganhos significativos provenientes de uma maior transparência e da clarificação das atividades exercidas pela sociedade emitente. Outros autores¹¹⁵ atribuem a causa deste fenómeno ao “efeito clientela”, o qual ocorre pela conjugação de dois tipos de comportamentos adotados num momento anterior à emissão das *tracking stocks*: por um lado, o comportamento dos detentores de ações da sociedade que, reconhecendo apenas ter interesse em deter ações sobre o setor de referência, decidem, com mero anúncio da emissão destes títulos, vender as ações que detêm naquele momento (que correspondem, na sua ótica, a um setor indesejado); por outro o dos investidores que pretendem adquirir ações da sociedade (*tracking stocks* ou outras) e que, desconhecendo o valor que as ações da sociedade irão assumir após a emissão, preferem relegar a compra destas ações para um momento em que tais valores sejam conhecidos: o momento posterior à emissão das *tracking stocks*. Tal efeito cria um excesso de oferta no momento anterior ao da emissão e um excesso de procura no momento posterior à emissão, levando a um aumento do valor das *tracking stocks*.

¹¹⁰ cfr. artigos 383.º, n.º2, 386.º, n.º 3 do CSC, aplicáveis *ex vi* artigo 389.º e 24.º, n.º 6 do CSC.

¹¹¹ A leitura do presente ponto terá de ser feita com uma ressalva em mente: a de que as considerações vertidas se baseiam exclusivamente na experiência norte-americana. Tal facto resultou não de uma opção, mas da constatação da falta dela, pois que este mercado, dada a sua alargada experiência (até hoje única) na emissão destes títulos, é o único passível de ser estudado.

¹¹² A este propósito, MATTHEW J. CLAYTON e YIMING QUIAN (ob. cit., pp. 13, 31 e 32) defendem que o retorno bruto das *tracking stocks* no ano da respetiva emissão é, em média, de 36,28%, sendo que, nas emissões provocadas pela aquisição de uma nova empresa em que as *tracking stocks* tomam como referência este novo setor, o retorno bruto perfaz, em média, 82,89%.

¹¹³ Considerando que a reação dos mercados financeiros perante a emissão de *tracking stocks* é comparável àquela que ocorre aquando do anúncio de uma cisão ou da constituição de uma sociedade filha, cfr. Relatório COB, p. 9 e D’SOUZA JACOB, ob. cit., p. 461.

¹¹⁴ Cfr. D’SOUZA JACOB, ob. cit., p. 481; BILLET AND VIJH, *The Wealth Effects of Tracking Stocks Restructuring*, 2002, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=516383, p. 19 ss.

¹¹⁵ Cfr. MATTHEW J. CLAYTON e YIMING QUIAN, ob. cit., pp. 20 e 21.

Assim, é expectável que, imediatamente após a introdução das *tracking stocks* em bolsa, haja uma grande afluência de compradores, comparativamente àquele que se regista quanto às ações ordinárias. Tal afluência tende, porém, a desvanecer com o passar do tempo, igualando-se ao registado quanto às ações ordinárias, descendo também, em consequência, valor da cotação bolsista das *tracking stocks* – facto que revela o equilíbrio e a eficiência do mercado¹¹⁶. Tal declínio na cotação bolsista das *tracking stocks* não significa – tal como muitos autores têm defendido¹¹⁷ – que o efeito provocado pelo anúncio da emissão destas ações é transitório. Com efeito, MATTHEW J. CLAYTON e YIMING QUIAN, afastando-se do método de estudo e de amostragem adotado por outros autores, sugerem que o efeito provocado pelo anúncio da emissão das *tracking stocks* se reflete positiva e permanentemente na cotação de todas as ações da entidade emitente, muito embora não se afaste significativamente dos *benchmarks* do mercado¹¹⁸.

Na verdade, estudos empíricos demonstram que as *tracking stocks* pagam dividendos mais elevados do que as ações ordinárias de sociedades comparáveis¹¹⁹. Cite-se, a título de exemplo, o estudo desenvolvido por D’SOUZA e JACOB¹²⁰, no âmbito do qual se conclui que as *tracking stocks* distribuem aos seus titulares 12% mais dos resultados apurados pela sociedade sob a forma de dividendos do que as ações de empresas autónomas da mesma indústria, fazendo com que o *dividend yield* seja 1,3% mais alto. Por outro lado, e apesar de a referida parcela dos resultados que é distribuída aos sócios não ter como destino o reinvestimento, as sociedades emitentes de *tracking stocks* não apresentam um grau elevado de recurso a capital alheio. D’SOUZA e JACOB tendem a atribuir o mérito de tais resultados a dois fatores: por um lado, o facto de serem valores mobiliários mais estáveis (o que, por sua vez, resulta de o setor de referência permanecer juridicamente integrado numa empresa diversificada)¹²¹; e, por outro, o esforço da administração das sociedades emitentes de *tracking stocks* em dar um sinal aos mercados de que as *tracking stocks* são economicamente viáveis.

¹¹⁶ Exemplo da *Smithiana* “mão invisível” orientadora do comportamento do mercado.

¹¹⁷ Dos quais constituem exemplo STEPHANI A. MASON and MEERA RANI BEHERA, *Were We Better Off Without the Invention of Tracking Stocks?: The Wealth Effects of the Elimination of Tracking Stock Structures*, 2012, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1986132, p. 28.

¹¹⁸ Cfr. ob. cit., p. 6.

¹¹⁹ Neste sentido, SABINE LANGNER, ob. cit., p. 7. e Relatório COB, p. 10.

¹²⁰ Cfr. ob. cit., p. 477.

¹²¹ No mesmo sentido, Relatório COB, p. 10.

No que respeita à correlação das *tracking stocks* com as restantes ações da sociedade, D'SOUZA E JACOB¹²² defendem que o valor das *tracking stocks* depende do valor das ações ordinárias da sociedade emitente, dado a sociedade e o setor de referência partilharem o mesmo ativo e a mesma administração. Há igualmente uma correlação entre os *cash flows* das *tracking stocks* da sociedade emitente e das ações ordinárias desta, não obstante os dividendos e os resultados sejam independentes. Por outro lado, o sucesso das *tracking stocks* será tanto maior quanto maior for o relacionamento (quer horizontal quer vertical) dos setores da sociedade¹²³.

Apesar de todos os aparentes sinais positivos oferecidos pelo mercado, constata-se que cerca de 30% das *tracking stocks* emitidas nos EUA foram resgatadas e canceladas pela sociedade emitente. Contribuiu para este facto a existência de mecanismos de retirada (*squeeze-out*), cuja flexibilidade facilita a reestruturação desses títulos. Pensamos ter sido também decisivo o facto de uma grande parte das emissões de *tracking stocks* ligadas a setores de tecnologia terem sido efetuadas durante a *dotcombubble* e, por isso, terem sido temporariamente afetadas por pressões inflacionistas.

4.11. Balanço previsional sobre o desempenho no mercado português

Ao longo da presente exposição, pudemos constatar que, do ponto de vista legal, os nossos mercados permitem acolher as *tracking stocks*. Não existem, assim, limitações de maior ordem que impeçam que esta figura seja “transposta” entre nós com contornos que se assemelham ao modelo estadunidense. Por outro lado, não nos parece que o nosso regime jurídico – não obstante a sua acentuada rigidez – possa agravar as desvantagens destes instrumentos financeiros¹²⁴.

Assim, e por exclusão de partes, concluímos que a introdução das *tracking stocks* no mercado português apenas enfrenta um obstáculo (que não é de somenos): a mentalidade dos investidores.

¹²² Cfr. JULIA D'SOUZA e JOHN JACOB, ob. cit., p. 471.

¹²³ Neste sentido, Relatório COB, p. 3.

¹²⁴ Atendendo à enorme proximidade entre o sistema jurídico português e germânico, apropriamo-nos, neste aspeto, das conclusões de YORK SCHNORBUS a propósito da predisposição do ordenamento jurídico germânico para acolher o modelo estadunidense das *tracking stocks*. Cfr. *Tracking Stock in Germany: Is German Corporate Law Flexible Enough to Adopt American Financial Innovations?*, 2001, [https://www.law.upenn.edu/journals/jil/articles/volume22/issue3/Schnorbus22U.Pa.J.Int'lEcon.L.541\(2001\).pdf](https://www.law.upenn.edu/journals/jil/articles/volume22/issue3/Schnorbus22U.Pa.J.Int'lEcon.L.541(2001).pdf).

Na verdade, o perfil dos investidores portugueses, porque marcadamente conservador e avesso ao risco, demonstra uma clara preferência por instrumentos mais simples, seguros e, conseqüentemente, de menor rendibilidade¹²⁵. A falta de experiência dos investidores face a inovações financeiras poderá ditar que, pelo menos num momento inicial, as *tracking stocks* não sejam corretamente valoradas no contexto bolsista. Se é verdade que se deverá promover uma formação contínua dos mercados para a plena compreensão dos benefícios inerentes às *tracking stocks*, jamais se descarta a possibilidade de estes instrumentos enfrentarem uma atitude com deficit de otimismo, em que sobrelevem as suas desvantagens e limitações. Assim, as empresas que pretendam emitir este tipo de instrumentos financeiros deverão, em primeira linha, ponderar sob que condições e termos a emissão de *tracking stocks* poderá obter uma resposta favorável do mercado.

Não obstante, atendendo a que, numa escala mundial, as empresas procuram métodos de maximização do valor do seu capital, as *tracking stocks* parecem consubstanciar uma ferramenta altamente atrativa. A sua apropriada utilização poderá fornecer aos mercados uma via alternativa de maximização do valor acionista num contexto de multiactividade societária, consubstanciar um incentivo à eficiência da administração das sociedades, traduzir-se num novo modelo de “moeda de troca” na aquisição de participações sociais, ou até representar uma via eficaz para a captação de capital sem necessidade de recurso ao financiamento bancário. Em suma, aderimos à expressão: “*Letter stock is not always appropriate, but given the right set of circumstances it's a terrific structure*”¹²⁶.

O momento de viragem parece, pois, depender da conjugação de múltiplos fatores (até hoje desconhecidos) que, na ótica da entidade emissora, consubstanciem o momento ótimo para a emissão destes instrumentos.

¹²⁵ Neste sentido, *Estudo CMVM 3/2009: O Perfil do Investidor Particular Português*, <http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Documents/EstudoCMVM0320093.pdf>, p. 19.

¹²⁶ Cfr. D'SOUZA JACOB, ob. cit., p. 460.

5. CONCLUSÃO

As *tracking stocks* são um mecanismo de reestruturação empresarial que proporciona muitos dos benefícios associados à criação de novas entidades jurídicas (nomeadamente resultantes de operações de *spin-offs* e *equity carve-outs*) preservando, simultaneamente, as vantagens decorrentes da unidade e consolidação de meios numa mesma entidade.

A razão de ser dos benefícios e vantagens a que acima aludimos prende-se, desde logo, com a específica estrutura deste tipo de ações: o facto de consubstanciarem ações representativas do capital social de uma sociedade mas apenas conferirem o direito a um dividendo proporcionado por um dado setor de atividade desta.

Neste tipo de instrumentos financeiros, benefícios exclusivos são confrontados com riscos únicos. Assim, não sendo exaustivos, se, por um lado, estes instrumentos financeiros permitem a maximização do valor da sociedade emitente (e, consequentemente, do valor da cotação bolsista das suas ações) por darem a conhecer aos mercados, de forma autonomizada, o valor real de um dado setor de atividade, por outro, o valor das *tracking stocks* é vulnerável ao desempenho dos restantes setores de atividade da sociedade emitente. E, ainda, se é certo que as *trackings stocks* permitem uma eficaz gestão de meios e de poupança de custos mediante o aproveitamento de sinergias intrassocietárias, não deixa de ser menos exato que a implementação de *tracking stocks* aumenta a complexidade da estrutura de capital social típica de uma sociedade, potenciando o surgimento de conflitos de interesses internos.

Assumimos e justificámos no presente estudo que o sistema jurídico nacional não constitui um entrave ao acolhimento deste tipo de instrumentos financeiros. Pelo contrário, foi o carácter conservador e avesso ao risco dos mercados e dos investidores que nos levaram a justificar a ausência destes instrumentos. Se o atual contexto económico-financeiro pode, na ótica dos mais conservadores, representar uma barreira à adoção das *tracking stocks*, também ele poderá, na ótica dos seus contrários, representar uma oportunidade para o pioneirismo na emissão destas ações, na medida em que representa um mecanismo alternativo de poupança de custos e de criação de valor.

A chave para o sucesso destas ações parece, portanto, radicar no modo e termos da sua emissão: o sucesso das *tracking stocks* será tanto maior quanto maior for a possibilidade de usufruir das suas vantagens e quanto menor for o realce conferido às

suas desvantagens. Reconhecemos, em abstrato, capacidade para atingir estes resultados às sociedades que, congregando vários setores de atividade relacionados, acreditem que o valor real de algum ou de alguns dos seus setores com potencial de crescimento não está a ser corretamente reconhecido pelo mercado.

BIBLIOGRAFIA

- BARBIER DE LA SERRE, René; [et. al.] – *L'Introduction en France d'Actions Traçantes: Rapport du groupe de travail présidé par René Barbier de la Serre*. 2000, http://www.amf-france.org/documents/general/3447_1.pdf.
- BIANCHI DI GIULIO, Ludovico G., BRUNO, Fernandino – *Dalle Tracking Shares alle Azioni Correlate: Brevi Riflessione sull'Esperienza Domestica Italiana*. 2009, http://www.dirittoefinanza.it/public/file/tracking_shares.pdf.
- BIONE, Massimo; et. al.– *Trattato delle Società per Azioni : Azioni, Gruppi*. 2.^a Edição Torino: UTET, 1991. ISBN 88-02-04430-9.
- CHEMMANAUR, Thomas J., PAEGLIS, Imants – *Why Issue Tracking Stock?: Insights from a Comparison with Spin-offs and Carve-outs*. 2000, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=250522.
- CLAYTON, Matthew J., QUIAN, Yiming – *Wealth Gains from Tracking Stocks: Long-Run Performance and Ex-Date Returns*. 2003, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=349720.
- COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS – *Estudo CMVM 3/2009: O Perfil do Investidor Particular Português*. 2009, <http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Documents/EstudoCMVM0320093.pdf>.
- COUTINHO DE ABREU, Jorge – *Curso de Direito Comercial: Das Sociedades*. 2.^a Edição Coimbra: Almedina, 2007. ISBN 972-40-1646-3. Volume II.
- DANIELOVA, Anna N. – *Tracking Stocks or Spin-off? Determinants of Choice*. [s.d.], http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1018302.

- D'SOUZA, Julia, JACOB, John – “Why firms issue targeted stock” in *Journal of Financial Economics*, no. 56, 2000. pp. 459-483.
- ELDER, John; JAIN, Pankaj K.; KIM, Jang-Chul – *Do Tracking Stocks Reduce Information Assymetries? An Analysis Of Liquidity And Adverse Selection*. 2004, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=510385.
- ELDER, John; WESTRA, Peter – *The Reaction to Tracking Stock Announcements*. 1999, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=175229.
- ENGRÁCIA ANTUNES, José – *Os Instrumentos Financeiros*. 1.^a Edição Coimbra: Almedina, 2009. ISBN 978-972-40-3703-5.
- GIDDY, Ian – *Tracking Stock*. [s.d.], <http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/trackingstock.html>.
- GOMES, Fátima – “As “tracking stocks” como categoria de acções e a sua compatibilidade com o ordenamento jurídico português” in *Direito das Sociedades em Revista*, Setembro 2010, ano 2. Coimbra: Almedina, 2010. ISSN 1647-2586. Volume 4. pp. 76-113.
- HAAS, Jeffrey – J., *How Quantum, DJL and Ziff-Davis Are Keeping on Track with “Tracking Stock”, Part I*. [s/d], http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=223634.
- HAAS, Jeffrey – J., *How Quantum, DJL and Ziff-Davis Are Keeping on Track with “Tracking Stock”, Part II*. [s/d], http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=223633.
- LABAREDA, João – *Das Acções das Sociedades Anónimas*. 1.^a Edição Lisboa: Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 1988. Depósito legal 13997/86.

LAMANDINI, Marco – “*Società di Capitali e Struttura Finanziaria: Spunti per la Riforma*” in *Rivista Delle Società*, anno 47°/2002, gennaio-febraio, fascicolo 1°. Milano: Giuffrè Editore, 2002. ISSN 00356018. pp. 139-145.

LANGNER, Sabine – *Tracking Stocks*. [s/d], <http://papers.ssrn.com/abstract=302173>.

MANES, Paola – “*Sui “patrimoni destinati ad uno specifico affare” nella riforma del diritto societario*” in *Contratto e Impresa*, fasc. 1. Padova: Cedam, 2003. ISSN 1127-2872. pp. 181-210.

MASON, Stephani A., RANI BEHERA, Meer – *Were We Better Off Without the Invention of Tracking Stocks?: The Wealth Effects of the Elimination of Tracking Stock Structures*. 2012, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1986132.

MASON, Stephani A.; RANI BEHERA, Meera – *Were We Better Off Without the Invention of Tracking Stocks?: The Wealth Effects of the Elimination of Tracking Stock Structures*. CAAA Annual Conference, 2012, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1986132.

MATA, José – *A Economia da Empresa*. 6.^a Edição Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2010. ISBN 978-972-31-1299-3.

MENEZES CORDEIRO, António – “*OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização*” in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III (2011) 4. 1.^a Edição Coimbra: Almedina 2011. ISSN 1647-2586. pp. 928-984.

MENEZES CORDEIRO, António – *Manual de Direito das Sociedades: Das Sociedades em Geral*. 2.^a Edição (atualizada e aumentada) Coimbra: Almedina, 2007. ISBN 978-972-40-3186-6. Volume I.

OLAVO CUNHA, Paulo – *Direito das Sociedades Comerciais*. 4.^a Edição Coimbra: Almedina, 2010. ISBN 978-972-40-4241-1.

OLAVO CUNHA, Paulo – *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Acções Privilegiadas*. 1.^a Edição Coimbra: Almedina, 1993. ISBN 978-972-40-0744-1.

PAIS DE VASCONCELOS, Pedro – *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*. 2.^a Edição Coimbra: Almedina, 2006. ISBN 978-972-40-2980-1.

PORTALE, Giuseppe B. – *Dal capital “assicurato” alle “tracking stocks”*, *Rivista Delle Società*, anno 47°/2002, gennaio-febbraio 2002 fascicolo 1°, Guiffirè, Milano. ISSN 00356018. pp. 146-169.

RIPERT, G.; Roblot, R. – *Traité de Droit Commercial: Actes de commerce – Baux commerciaux, Propriété industrielle, Concurrence, Sociétés commerciales*. 17.^a Edição [s.l.]: LGDJ, 2001. ISBN 2-275-01733-X. Volume I.

SCHNORBUS, York – *Tracking Stock in Germany: Is German Corporate Law Flexible Enough to Adopt American Financial Innovations?*. 2001, [https://www.law.upenn.edu/journals/jil/articles/volume22/issue3/Schnorbus22U.Pa.J.Int'lEcon.L.541\(2001\).pdf](https://www.law.upenn.edu/journals/jil/articles/volume22/issue3/Schnorbus22U.Pa.J.Int'lEcon.L.541(2001).pdf). pp. 543-630.

SOUSA GIÃO, João – *“Conflitos de Interesses entre Administradores e Accionistas na Sociedade Anónima: Os negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores”*. AAVV *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Balanço a partir da Crise Financeira*. 1.^a Edição Coimbra: Almedina, 2010. ISBN 9789724040783. pp. 215-261.

SOVERAL MARTINS, Alexandre, ELISABETE RAMOS, Maria – *“As Participações Sociais”*. AAVV, *Estudos de Direito das Sociedades* (coord. COUTINHO DE ABREU). 10.^a Edição Coimbra: Almedina, 2010. ISBN 9789724043692.

- T. BILLET, Matthew; VIJH, Anand M. – *The Market Performance of Tracking Stocks*. 2001, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=229549.
- T. BILLET, Matthew; VIJH, Anand M. – *The Wealth Effects of Tracking Stocks Restructuring*. 2002, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=516383
- TARSO DOMINGUES, Paulo – *Variações sobre o Capital Social*. 1.^a Edição Coimbra: Almedina, 2009. ISBN 978-972-40-3925-1.
- TARSO DOMINGUES, Paulo, et. al. – *Código das Sociedades em Comentário: comentário ao artigo 22.º*. Coimbra: Almedina, 2010. ISBN 978-972-4043-739. Volume I. pp. 364-371.
- VENTORUZZO, Marco – *Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition*. 2004, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=556601.