

Operações sobre Instrumentos Derivados, Imputação de Direitos de Voto e Contrapartida da Oferta Pública de Aquisição

JOSÉ PEDRO FAZENDA MARTINS*

1. Introdução

Este artigo trata de dois temas que são hoje centrais no direito das sociedades abertas: a relevância das operações sobre instrumentos financeiros derivados para a imputação dos direitos de voto e a forma como a realização dessas operações pode ter impacto na determinação da contrapartida de uma oferta pública de aquisição obrigatória, para os efeitos do artigo 188.º do Código dos Valores Mobiliários.

2. Os instrumentos financeiros derivados

a) Tipologia dos derivados financeiros

Existe um conjunto razoável de instrumentos financeiros derivados sobre ações, pelo que tratar esse conjunto para efeitos de imputação dos direitos de voto implica um esforço prévio de abstração das categorias e dos tipos individuais. Esse trabalho de abstração permite-nos simplificar a análise que nos propomos realizar.

De forma esquemática, podemos dizer que em qualquer instrumento derivado encontramos um acordo que estabelece um preço, ou critérios

* Mestre em Direito.

para determinação desse preço, pelo qual as partes podem, ou devem, proceder à aquisição ou alienação de um determinado ativo financeiro no futuro. Esse ativo financeiro é conhecido por ativo subjacente.

O cumprimento do referido acordo entre as partes pode ser feito de duas formas: ou pela entrega futura do ativo subjacente contra um preço determinado (a chamada “liquidação física”) ou pela simples entrega, em dinheiro, de uma parte à outra, da diferença entre o preço de referência preestabelecido pelas partes e o preço do ativo subjacente no mercado onde se negocia esse ativo, quando o instrumento financeiro atingir a maturidade (“liquidação financeira”).

Num esforço de síntese, podemos dizer que a multiplicidade de instrumentos financeiros derivados pode reconduzir-se a quatro tipos básicos¹.

Em primeiro lugar, os contratos designados de *forward*, em que as partes se obrigam a entregar uma à outra o ativo subjacente numa data futura. Estes contratos são, em regra, celebrados em mercado de balcão e configurados de acordo com as necessidades das partes. Assim, apesar do modelo contratual ser, de um modo geral, predefinido pela ISDA (*International Swap and Derivatives Association*), as condições particulares de cada contrato adaptam-se às necessidades das partes que celebram o contrato.

Em segundo lugar temos os contratos de futuros, que se assemelham a um *forward*, mas que se diferenciam deste por serem padronizados e negociados em bolsa. Normalmente, estes contratos são desenhados e “vendidos” por uma bolsa ou outro mercado aberto à negociação de instrumentos derivados, tendo por uma referência um certo número de unidades do ativo subjacente. Teoricamente, os investidores podem abrir posições nesses contratos oferecidos à negociação bolsista de forma ilimitada, assim exista interesse comprador e vendedor para tanto.

Uma característica muito importante destes contratos é que, de um modo geral, têm como contraparte central a própria entidade gestora dos mercados, ou uma contraparte central designada por esta para o efeito. Quando o sistema de negociação encontra um comprador e um vendedor para um contrato de futuros, é aberto um contrato e procede-se à interposição da contraparte central entre ambas as partes.

A negociação de futuros em bolsa é sempre anónima. As partes sabem quem é a contraparte central que sucede nos seus direitos e obrigações,

¹ MICHAEL DURBIN, *All About Derivatives*, McGraw Hill, 2nd edition, 2010, pp. 1 e ss.

mas não sabem a identidade da contraparte originária que abriu a posição de sinal contrário à sua.

Em terceiro lugar, temos os contratos de *swap*, que são acordos para a troca futura de *cash flows* resultantes de diferentes instrumentos financeiros. No nosso caso, relevam sobretudo os designados contratos de *equity swap*, em que uma das partes paga à outra as valorizações de uma ou mais ações (um cabaz, neste caso), e recebe em troca o valor das desvalorizações dessas ações e uma taxa de juro, fixa ou variável sobre o valor nocional do *swap*. A parte que recebe as valorizações das ações e paga as desvalorizações fica numa situação em tudo similar à detenção económica do ativo subjacente. Ou seja, assume os riscos e benefícios da detenção direta das ações, ao longo do tempo de vida do contrato.

Os contratos de *equity swap* podem atribuir à parte contrária também uma opção pela entrega física das ações no termo do contrato.

Finalmente, interessam-nos os contratos de opção, que atribuem ao titular da opção o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender as ações numa data futura, garantindo não apenas o preço, mas também a existência de contraparte para o efeito². De um ponto de vista financeiro, os designados *warrants* são, no fundo, opções, quer na modalidade de *warrants* autónomos, quer na de *warrants* acoplados a obrigações.

b) As funções dos derivados financeiros

Costuma dizer-se que os derivados financeiros desempenham, basicamente, três tipos de funções³.

A primeira função é a de cobertura do risco. A realização de uma operação de derivados pode destinar-se a cobrir a possibilidade de perdas por desvalorização do ativo subjacente a que o contraente possa vir a estar exposto. Por exemplo, o titular de ações de uma determinada sociedade pode limitar ou eliminar as perdas resultantes da descida de valor dessas ações se adquirir uma opção de venda a um determinado preço, ou se adquirir uma posição de venda em futuros. Esta cobertura de riscos designa-se por *hedging*. Não é possível ter o melhor de dois mundos: ao entrar em operações de *hedging* o investidor limita as perdas,

² Sobre o contrato de opção, veja-se TIAGO SOARES DA FONSECA, *O contrato de opção. Esboço de uma Teoria Geral*, Lex, Lisboa, 2001.

³ AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, AAFDL, Lisboa, 1997, p. 235.

mas pode também limitar ou eliminar os ganhos resultantes da detenção direta das ações.

A segunda função é a de especulação. Neste caso, o investidor que intua a evolução do mercado em determinado sentido, pode construir uma posição “sintética” no ativo subjacente através de um instrumento financeiro derivado, beneficiando ainda por cima do designado efeito de “alavancagem” (*leverage*) por ele propiciada. Ou seja, através de um derivado é possível obter uma exposição muito mais que proporcional ao ativo subjacente, o que pode ser causa de grandes ganhos ou grandes perdas.

A terceira função é de arbitragem, prosseguida através da realização de operações simultâneas de sinal contrário no mercado de derivados e no mercado a contado, de modo a beneficiar das ineficiências de mercado. Como o preço de um derivado é função do valor do ativo subjacente, qualquer discrepância entre os dois pode ser fonte de ganhos para investidores que identifiquem a referida ineficiência, vendendo uma posição naquele instrumento que se encontre, de um ponto de vista relativo, mais valorizado, e comprando uma posição naquele que se encontrar desvalorizado. Em seguida, aguarda-se que o mercado corrija a disfunção e propicie ganhos em ambos os lados da transação.

Os derivados financeiros, além destas três funções clássicas, podem também ser inseridos num quadro contratual mais amplo, ordenado à prossecução de outras finalidades.

É comum a utilização de contratos de *equity swap* no âmbito de mecanismos mais sofisticados de financiamento para a aquisição, por exemplo, dos ativos financeiros subjacentes ao contrato. Neste caso, em vez de a instituição financeira conceder um empréstimo ao mutuário para que este adquira ações e depois as ofereça em penhor financeiro, como garantia do financiamento, as partes podem atingir o mesmo objetivo recorrendo a um *total return swap* (uma modalidade de *swap* que replica com maior fidelidade os retornos financeiros das ações) *com liquidação física*. O mutuário fica exposto aos riscos e benefícios das ações durante todo prazo do contrato, recebendo as valorizações e pagando as desvalorizações e os juros calculados com base no valor nominal do contrato. Por seu turno, a instituição financeira adquire as ações que constituem o ativo subjacente ao *swap*, das quais fica titular até ao seu termo, com um duplo propósito: por um lado, proteger-se do risco decorrente dos pagamentos que pode fazer à contraparte no caso de valorização das ações e, por outro lado,

garantir desde logo que terá ações para entregar a essa contraparte no final do contrato, contra o pagamento do seu valor de mercado.

Os contratos de *equity swap* podem servir também para operações designadas na gíria de “parqueamento de ações”, através da sua conjugação com a alienação das ações, por parte de quem as pretende parquear, a uma instituição financeira com quem é celebrado o *equity swap*. Se, por qualquer razão financeira, legal ou regulamentar, alguém pretenda trocar a titularidade direta de uma participação social por uma exposição financeira a essas ações, mantendo a possibilidade de as recuperar numa data futura, pode fazê-lo através de um contrato de *equity swap*, de modo a manter a exposição aos riscos e benefícios dessas ações.

A função concreta que as partes pretendem dar a um contrato de derivados é perceptível, as mais das vezes, a partir da consideração do contexto contratual, e a sua compreensão é muito importante para uma correta aplicação das normas que desencadeiam a imputação de direitos de voto ou que determinam o montante da contrapartida mínima de uma oferta pública de aquisição.

3. Imputação dos direitos de voto

a) A ficção legal de imputação dos direitos de voto resultante da alínea h) do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários

É conhecida a importância da técnica da imputação de direitos de voto no cálculo de uma participação qualificada numa sociedade aberta.

A lei não confina as participações qualificadas numa sociedade aberta aos direitos de voto inerentes às ações representativas do capital social detidas diretamente pelo seu titular. A lei atrai, igualmente, para o âmbito de uma participação qualificada, outros direitos de voto adquiridos por outros títulos jurídico, indicados no artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários.

O legislador, nesse artigo 20.º, chega ao ponto de imputar a uma pessoa os direitos de voto inerentes às ações detidas por um terceiro, sem que exista qualquer vínculo que possa garantir o alinhamento de votos entre ambos. Tal sucede, por exemplo, nos casos em que aquela pessoa é titular do direito de adquirir ações (e direitos de voto inerentes a essas ações) em virtude de acordo celebrado com os respetivos titulares.

Trata-se de uma verdadeira ficção legal⁴ que se baseia numa espécie de conceito similar ao de perigo abstrato do direito criminal. No fundo, receia-se que alguém que esteja investido num direito de aquisição de ações possa exercer alguma influência sobre o exercício dos direitos de voto a elas inerentes.

Tratando-se de uma ficção legal, não é possível a prova em contrário, ou seja, a demonstração de que essa influência não existe⁵. E, como sucede nas ficções legais, a previsão normativa acaba por capturar situações em que não se justificaria, em concreto, a imputação dos direitos de voto.

Vale a pena olhar o tema mais de perto.

Qual é o fundamento para a imputação, ao titular de um direito de aquisição, dos direitos de voto inerentes a ações que dele são objeto, na pendência desse direito, enquanto ele não foi ainda exercido?

Há casos em que a atribuição de um direito de aquisição a um terceiro implica, de facto, uma transferência imediata do risco e benefício sobre essas ações para esse terceiro. Isso sucederá, por exemplo, no caso dos contratos de futuros ou *forward* atrás referidos, quando o preço de referência da futura aquisição é logo fixado à partida e o direito de aquisição é acompanhado, igualmente, do dever de celebrar o contrato definitivo, ou quando a transferência da titularidade é um efeito futuro e necessário do contrato.

Se o titular de uma participação acionista, objeto do direito de aquisição, se comprometeu a vendê-la no futuro por um valor predeterminado, deixou de lhe ser relevante se o seu preço sobe ou desce no mercado.

É compreensível, por isso, que o legislador, nestes casos, presuma ou ficcione a imputação dos direitos de voto ao titular dos direitos de aquisição destas ações, porque o (ainda) titular formal das ações deixou de ter um interesse nos efeitos do seu voto sobre a vida societária e, indiretamente, sobre a variação da cotação. Pode ainda descortinar-se um interesse de natureza residual, por exemplo, no que respeita à

⁴ PAULO CÂMARA, *Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 552.

⁵ Contra, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e Imputação dos Direitos de Voto*, Coimbra Editora, 2011, pp. 376 e 377. A diferença de técnicas entre o n.º 4 do artigo 20.º e da alínea h) do n.º 1 (que comporta uma presunção ilidível), por um lado, e o disposto nas outras alíneas, por outro, inculca a ideia de que estamos perante ficções e não presunções. De qualquer forma, a razão que preocupa o autor é legítima: evitar que alguém que não detenha, de facto, direitos de voto, seja obrigado a lançar uma oferta, só porque se aplicam regras formais de imputação. A nossa posição, explicada adiante, resolve também esta preocupação do autor.

distribuição de dividendos que ainda possam ser atribuídos ao titular, mas a vida societária passou a ser-lhe, em grande medida, indiferente.

Esta perda de interesse objetivo nos direitos de voto não gera um vazio jurídico. O titular das ações mantém o direito de voto, pois este direito é, em princípio, insensível aos propósitos, motivos e interesses que possam estar na base do seu exercício. Assim sendo, não é ilógica a sua imputação imediata ao beneficiário do direito de aquisição que, por virtude da fixação prévia do preço de exercício, já corre, em grande medida, os riscos e benefícios das ações, tanto mais que também é natural que a sua contraparte não seja insensível a esse facto.

O mesmo não acontece quando o direito de aquisição incide apenas sobre uma parte da participação social alheia. Neste caso, o ainda titular das ações continua a ter um interesse próprio nas ações objeto do direito de aquisição, no direito de voto e na sociedade, pois continuam sobre ele a impender os riscos e os benefícios de uma participação social mais vasta do que o objeto daquele direito.

Atendendo a que o direito de voto não é fracionável, segundo o princípio da unidade de voto (art. 384.º do Código das Sociedades Comerciais), o titular das ações tenderá a votar de acordo com o seu próprio interesse, a não ser que tenha qualquer outro compromisso estranho ao tipo jurídico em causa com o titular do direito de aquisição, e que seja capturável, por exemplo, pelas alíneas a), c) ou h) do n.º 1 do artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários.

Assim, através do funcionamento da ficção legal, imputam-se ao titular do direito de aquisição os direitos de voto inerentes às ações que dele são objeto, mas não há nada que permita traduzir essa imputação em poder jurídico, ou mesmo fático, sobre os direitos de voto do titular.

Outro tipo de casos em que o titular dos direitos de voto continua a ter um interesse próprio na vida societária é aquele em que o titular do direito de aquisição tem o direito, mas não o dever, de adquirir as ações, como sucede nos direitos de opção que foram atrás referidos.

O titular de uma opção tem o direito potestativo de adquirir as ações, mas não é obrigado a isso, pelo que o titular das ações continua a correr, pelo menos em parte, os riscos e benefícios inerentes a essas ações. Quando o preço de exercício da opção está definido no próprio contrato de opção, o titular das ações não captura o benefício da subida da cotação acima do valor desse preço de exercício, porque o titular do direito de aquisição tenderá a adquirir as ações na data da maturidade da opção, apropriando-se da diferença positiva entre a cotação nessa data e o preço de exercício da

opção (opção *in the money*). Mas, ainda assim, o titular das ações continuará a correr o risco da sua desvalorização, e continuará, por isso, a manter um interesse na vida da sociedade e no exercício dos direitos de voto.

Ora, quando a opção está profundamente *out of the money*, ou seja, quando a cotação das ações que são dela objeto está muito abaixo do preço de exercício, faz menos sentido proceder a qualquer imputação de direitos de voto ao titular do direito de aquisição, não apenas porque o titular das ações continuará a votar de acordo com o seu interesse próprio na vida social, mas também porque o titular do direito de aquisição terá um estímulo muito reduzido em exercê-lo a um preço que, afinal, se mostra mais elevado do que aquele a que, teoricamente, poderia adquirir as mesmas ações no mercado.

Compreende-se as dificuldades e a incerteza jurídica advenientes da consideração casuística destes diferentes tipos de cenários para uma aplicação consistente das regras de imputação dos direitos de voto.

Este facto, aliás, recorda-nos a primeira função das normas de imputação: computar participações qualificadas, com o objetivo de revelar ao mercado os diferentes interesses que assumem uma dimensão relevante no capital de uma sociedade aberta, de modo a que os investidores e o mercado tenham uma perceção clara das relações de controlo societário. Para este efeito, compreende-se a menor exigência e a maior abrangência da ficção legal.

Mas isto também significa que deve ser-se particularmente criterioso na ponderação de outros presuntivos efeitos das normas de imputação, nomeadamente quando se passe do cômputo de participações qualificadas para divulgação ao mercado (transparência), para outros aspetos relacionados com o cumprimento do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição. Veremos este ponto mais adiante, a propósito da ultrapassagem dos limites a partir dos quais resulta uma obrigação de lançamento de uma oferta pública de aquisição.

A ficção legal não terá já aplicação, mesmo em matéria de transparência das participações qualificadas, quando o direito de aquisição incidir sobre ações cujo direito de voto não pertença ao seu titular, ou no caso de direitos de aquisição adquiridos em mercado, em que a contraparte não seja identificável⁶, devido ao anonimato da negociação em bolsa,

⁶ No mesmo sentido, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A Imputação dos Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários, Cadernos dos Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril de 2000, p. 189.

ou devido à técnica de interposição de uma contraparte central entre as duas partes no contrato.

De facto, é essencial para a aplicação do preceito legal sobre imputação dos direitos de voto, que o direito de aquisição derive de um acordo com um titular dos direitos de voto, como resulta expressamente da letra da lei. Ou seja, é necessária uma individualização de quem detém os direitos de voto abrangidos pelo direito de aquisição *rectius* da pessoa titular dos votos que podem, pelo menos em abstrato, cair na esfera de influência do titular daquele direito. Assim, se a negociação for anónima, ou for feita contra uma contraparte central, essa determinação não é possível, pelo que não há qualquer imputação de direitos de voto a fazer.

Por seu turno, se o titular das ações objeto do direito de aquisição não detiver os direitos de voto, porque igualmente os cedeu a terceiro, não há qualquer imputação de direitos de voto, pelo menos enquanto eles não regressarem à esfera jurídica do seu titular.

Como o pressuposto da ficção é a possibilidade de o titular do direito de aquisição influenciar os votos do titular, esta é a única interpretação possível face à *ratio* do preceito legal. Uma coisa é ficcionar que determinados votos são imputáveis ao titular da participação qualificada, outra bem diferente é ficcionar que alguém detém direitos de voto para ficcionar que eles são imputáveis ao titular da participação qualificada (dupla ficção).

Assim também, por exemplo, se alguém atribuir a terceiro uma opção de compra sobre ações que estão empenhadas com cedência do direito de voto ao credor pignoratício, não se pode imputar os direitos de voto ao titular do direito de opção enquanto esses direitos de voto não forem readquiridos pelo titular das ações.

A imputação pode, ainda assim, funcionar quando exista uma opção sobre ações gravadas com um penhor financeiro com direito de disposição, nos termos dos Arts. 9.º e 10.º do Decreto-Lei n.º 105/2004, de 8 de Maio, republicado pelo Decreto-Lei n.º 85/2011 de 29 de Junho, se o direito de disposição foi exercido pelo credor pignoratício, mas lhe foi assegurado algum instrumento jurídico para recuperar os direitos de voto nas vésperas das assembleias-gerais, como a prática jurídica tem mostrado poder existir.

b) A situação dos derivados que só comportam a liquidação financeira

Os derivados que apenas comportam liquidação financeira, ou seja, cujo cumprimento se realiza não pela entrega do ativo subjacente, mas

pela comparação entre o valor desse ativo subjacente e o preço de exercício do instrumento financeiro derivado, e consequente pagamento em dinheiro dos valores apurados, estão, em princípio, excluídos do âmbito da norma de imputação da alínea e) do n.º1 do artigo 20.º, pois não se traduzem em qualquer faculdade aquisitiva de direitos de voto⁷.

Há, todavia, situações em que, apesar de determinados instrumentos financeiros derivados financeiros estarem sujeitos exclusivamente a liquidação financeira, as partes conformam-na de tal forma que se investem, reciprocamente, no poder fáctico de forçar a alienação ou a aquisição do ativo subjacente.

As situações mais comuns são aquelas em que as partes celebram contratos de *equity swap*, ou contratos diferenciais, com liquidação financeira, tendo por ativo subjacente lotes muito relevantes, em dimensão, de ações admitidas à negociação em mercado.

É muito comum que a parte que corre o risco da valorização (e beneficia com a desvalorização) das ações subjacentes ao contrato (ou seja, que tem a chamada “posição curta”, pois tem de pagar qualquer diferença positiva entre valor do ativo subjacente no momento inicial do contrato e no momento final), normalmente a instituição financeira, adquira essas ações com propósitos de *hedging*, ou seja, de cobertura do seu risco no contrato.

A aquisição das ações abrangidas pelo derivado para constituir a posição de *hedging* dá-se normalmente no momento inicial da transação e a sua alienação no momento final. Dessa forma, a instituição financeira consegue uma cobertura total do risco durante todo o tempo de duração do contrato. Se as ações valorizarem, tem de pagar a diferença à contraparte, que corresponde exatamente à valorização das ações adquiridas para cobertura do risco. Por seu turno, se as ações desvalorizarem, a instituição financeira recebe da sua contraparte o valor da desvalorização, que compensa a erosão de valor do ativo subjacente que adquiriu para si, para realizar o *hedging*.

A celebração de um *equity swap* não se destina, na perspetiva de um intermediário financeiro, que assume a chamada “posição curta”, a investir nas ações da empresa, mas em proporcionar ao cliente, sua contraparte, uma exposição aos riscos e benefícios inerentes a essas ações (“posição longa”). Dessa forma, o intermediário não partilha os riscos da exposição às ações com o cliente. A abertura de posições de *hedging* ou cobertura é

⁷ OSÓRIO DE CASTRO, ob. cit., p. 189.

um procedimento tão normal como saudável e prudente, de acordo com as melhores práticas bancárias⁸. Mas é também por esse motivo que a instituição financeira se tem de desfazer das ações no termo do contrato, sob pena de passar a ficar a elas exposto.

Se o número de ações em causa é muito elevado, o intermediário financeiro terá dificuldade em desfazer a posição numa só sessão de bolsa. Desfazer uma posição de *hedging* de montante volumoso pode implicar uma venda das ações num conjunto mais alargado de sessões de bolsa, para evitar uma pressão excessiva sobre o mercado.

Por isso, normalmente, o designado “preço final” de um contrato de *swap*, indicador contratual que se compara com o preço inicial para efeitos do cálculo dos fluxos financeiros derivados desse contrato, é contratualmente fixado através da média ponderada da venda das ações de *hedging* em mercado, garantindo uma perfeita cobertura do risco.

Ora, é no momento de desfazer a posição de *hedging* que se manifesta o poder fáctico, recíproco, de adquirir ou alienar à contraparte as ações de cobertura do risco. Com efeito, como a contraparte sabe que, no final do contrato de *swap*, a instituição financeira quer vender as ações de cobertura, para mitigar o risco e encerrar a sua posição, pode propor-lhe a celebração de um contrato de compra e venda do lote de ações, que evita os procedimentos mais complexos de o vender em mercado.

Repare-se que o valor final líquido que a instituição financeira recebe pelas ações é sempre igual ao preço inicial do contrato de *swap*, ou seja, o preço de referência do ativo subjacente no mercado no momento em que se inicia o contrato. Se o preço de venda das ações no final do contrato for superior ao preço inicial, tem de devolver a diferença à contraparte. Se for inferior, recebe a diferença da contraparte, até igualar o preço inicial. A instituição financeira está, por isso, investida numa posição neutral em relação ao preço obtido pela alienação da posição de *hedging*. E por isso também não beneficia em procurar melhor preço para as ações do que aquele que lhe é oferecido pela contraparte, no final do contrato, pois qualquer incremento no preço terá de ser devolvido a esta. Assim, se a contraparte quiser ficar com as ações, menos complexo é o fecho do *swap* para a instituição financeira.

Este poder ou possibilidade fácticas não são, todavia, poderes jurídicos. A instituição financeira titular das ações de *hedging* não frustra

⁸ DIRK ZETZSCHE, *Continental vs Schaeffer, Hidden Ownership and European Law*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, IX, Coimbra Editora, 2009, Lisboa, p. 259.

qualquer direito ou interesse legítimo da sua contraparte se as vender a terceiro, ou se decidir ficar com elas para si. Em regra não o fará, mas pode, em abstrato, fazê-lo. Tal potencialidade basta para afastarmos estes contratos diferenciais, com mera liquidação financeira, do âmbito da alínea e) do n.º 1 do artigo. 20.º do Código dos Valores Mobiliários, porque este preceito pressupõe o direito, a faculdade, ou o poder do titular do direito adquirir as ações que dele são objeto, e não apenas de perceber diferenças financeiras. O poder fático de adquirir as ações não é suficiente para este efeito de imputação.

Pode suceder, todavia, que o quadro que caracterizámos seja um indício, ainda que não uma condição necessária ou suficiente, de uma detenção por conta do titular, nos termos da alínea a) do n.º 1 do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários.

c) Derivados com liquidação financeira e detenção por conta

Os derivados com mera liquidação financeira podem ser utilizados como instrumentos para sedimentar uma detenção, por conta de terceiro, de ações e direitos de voto, mas que pode ser subsumida à alínea a) do n.º 1 do artigo. 20.º do Código dos Valores Mobiliários.

Às vezes essa detenção por conta está associada a uma titularidade não assumida das ações por parte do beneficiário do derivado, que pretende evitar, quer a exposição pública resultante da obrigação de divulgação de direitos de voto, quer as consequências legais ou estatutárias da imputação dos direitos de voto – por exemplo, a obrigação de lançamento de uma oferta pública de aquisição, uma vez transpostos os limites legais a partir do qual esse lançamento é obrigatório. A técnica é a da *hidden ownership*, e assenta na separação (*decoupling*) entre o voto e a titularidade efetiva ou económica das ações⁹.

O *equity swap* tem sido uma forma jurídica muito comum para proceder a este *decoupling*, pois permite separar a “posição longa”, assumida por quem deseja incorrer nos riscos e benefícios da detenção das ações, da titularidade formal das ações, que pertence à instituição financeira contraparte que assume a posição curta no contrato, ou seja, que beneficia das desvalorizações e perde com as valorizações das ações.

⁹ Por todos, veja-se o texto essencial de HENRY HU e BERNARD BLACK, *The new vote buying. Empty voting and Hidden (Morphable) Ownership*, Southern California Law Review, vol. 79, May 2006, n.º 4, em particular pp. 835 e ss.

Como é que uma simples exposição económica aos riscos e benefícios das ações subjacentes ao contrato de *equity swap* se pode transformar numa influência sobre a sociedade?

Sabemos que, para fazer uma eficaz cobertura dos riscos da posição curta no *swap*, a instituição financeira que é dele contraparte deve adquirir as ações subjacentes ao contrato, ou celebrar, por seu turno, contratos similares de *swap* com outras instituições financeiras, que lhe atribuam uma posição longa, de forma a compensar a posição curta no *swap* inicial.

Após fazer a cobertura da sua posição no *equity swap*, a instituição financeira fica numa posição neutra no que respeita à evolução do valor destas, como vimos atrás, recebendo comissões e juros pela estruturação da operação, que são proventos típicos do negócio bancário. Porque assume esta posição neutra, à instituição financeira será indiferente o destino da vida societária onde detém os direitos de voto, pelo que terá um reduzido estímulo para os exercer de acordo com um interesse próprio, a não ser que, por qualquer outra via, detenha outras ações na sociedade, que lhe atribuam verdadeiramente os riscos e benefícios económicos da participação social.

Ora, se não for detetado qualquer interesse específico por parte da instituição financeira no exercício do direito de voto e se, ainda assim, se verificar que ela se predispõe a exercê-lo, em nome próprio, ou outorgando procuração para o efeito, tal pode constituir um indício de que o fará no interesse da sua contraparte. De outro modo, não lhe valeria o esforço, sem qualquer proveito visível. Além disso, deve ter-se em conta que muitas instituições financeiras têm regras rígidas de cumprimento (*compliance*), pelo que o exercício do direito de voto nos casos em que não existe um interesse direto da instituição está limitado. Mais do que uma questão jurídica, trata-se, todavia de uma questão de facto, que precisa de ser determinada em cada caso concreto, e que consiste, no fundo, em saber se existe efetivamente alguma influência do beneficiário económico das ações sobre o sentido do voto do titular formal dessas ações.

Essa influência poderá ser, todavia, exteriorizada de um modo muito ténue. A instituição financeira conhece, as mais das vezes, os interesses do seu cliente na vida social, e poderá decidir votar de acordo com esses interesses, sem que exista um acordo vinculativo para o exercício do direito de voto que seja suficiente para os efeitos de uma imputação do voto, por exemplo, nos termos da alínea c) do n.º 1 do artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários.

Além disso, é necessário mais do que um simples alinhamento de voto para se poder estabelecer a existência efetiva de uma detenção das ações pela instituição financeira por conta do seu cliente, para os efeitos da alínea a) do n.º 1 do artigo. 20.º

Para haver detenção por conta por parte do intermediário financeiro, será necessário, igualmente, que o beneficiário económico possa, a todo o momento, emergir como titular formal das ações. Ou seja, como referem Hu e BLACK, a posição do beneficiário económico possa ser escondida ou revelada quando ele assim o quiser (*morphable voting rights*)¹⁰, de modo a poder exercer a sua influência sobre a sociedade nos momentos relevantes da vida social.

Na ausência de uma estipulação quanto à liquidação física do contrato, isso só sucederá se o titular formal puder pôr termo ao contrato quando lhe aprouver, provocando o seu vencimento antecipado. Geralmente, nestes casos, a instituição financeira terá de desfazer inesperadamente a posição de cobertura, como vimos atrás, pelo que a sua contraparte fica colocada numa boa posição para, querendo, adquirir as ações de cobertura.

Como também dissemos atrás, este poder fáctico não pode ser subsumido a um direito de aquisição para os efeitos da alínea d) do n.º 1 do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários.

Se, todavia, por um lado, a contraparte que assume a posição longa no *swap* tiver o poder de operar o seu vencimento antecipado e a possibilidade fáctica de aquisição das ações de *hedging*, e se por outro lado, se verificar o exercício do direito de voto por parte da instituição financeira que assume a posição curta, sem que se vislumbre imediatamente um interesse próprio no exercício desse direito de voto (e, sobretudo, se existirem regras internas de *compliance* que limitem o exercício desinteressado de direito de voto), estarão reunidos alguns indícios de que exista uma espécie de detenção das ações pela instituição financeira tendo em atenção o interesse da sua contraparte, ou mesmo por conta da própria contraparte. São, todavia, indícios que carecem de uma análise cuidada das circunstâncias concretas, devendo evitar-se conclusões precipitadas, dado o alcance gravoso de uma imputação por detenção por conta.

Esses indícios poderão ser reforçados pelo contexto societário e pela verificação de que poderiam advir, para a contraparte da instituição financeira no *swap*, algumas consequências jurídicas desfavoráveis,

¹⁰ Idem, p. 837.

resultantes de regras legais ou estatutárias, caso ela tivesse a titularidade direta das ações correspondentes.

d) As lições da casuística recente

A casuística recente é muito interessante e ilustra bem esse contexto societário de que falamos.

O caso mais recente que veio a público foi o chamado caso Telefónica, S.A., o operador espanhol de telecomunicações.

Em 10 de Maio de 2010, a Portugal Telecom SGPS, SA (PT) informou o mercado ter recebido da Telefónica SA uma oferta não solicitada, vinculativa e incondicional para a aquisição da sua participação de 50% no capital da Brasilcel, sociedade detentora do controlo da Vivo Participações SA, por um valor de Euro 5,7 mil milhões.

O Conselho de Administração da PT rejeitou a oferta. A Telefónica não desistiu e, em 1 de Junho de 2010, apresentou uma proposta revista, firme e incondicional, para a aquisição da participação de 50% detida pela PT na Brasilcel pelo preço de 6,5 mil milhões de Euros, com duas alternativas, uma de venda total imediata e outra de venda diferida ao longo de três anos, cabendo à PT a opção por uma das alternativas.

Em face desta nova proposta, o Conselho e Administração da PT optou por submeter a questão aos acionistas. Na Assembleia Geral convocada para o efeito, era dado como certo que a Telefónica, detentora de cerca de 10% do capital da PT, não seria admitida a votar na sua própria proposta, dada a situação de conflito de interesses em que se encontrava, nos termos da alínea d) do n.º 1 do art. 384.º do Código das Sociedades Comerciais. Assim, a Telefónica não poderia usar a sua participação para votar no sentido da sua proposta, consequência jurídica que lhe poderia ser bastante desfavorável, tendo em conta o alinhamento conhecido dos restantes accionistas.

A 23 de Junho de 2010, dias antes da Assembleia Geral, a Telefónica comunicou ao mercado, a redução da sua participação acionista na PT de 10% do capital social e direitos de votos para 2,02%, por ter vendido as correspondentes ações.

A 24 de Junho de 2010, por seu turno, informou da realização de contratos de *equity swap*, sujeitos a mera liquidação financeira, com várias contrapartes, no valor global das ações alienadas, assumindo, por via dos *equity swap*, a exposição económica às ações da PT, de que tinha abdicado através da sua alienação.

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários publicou, nessa data, um comunicado ao mercado em que apontava para as seguintes “conclusões preliminares”:

“Da análise dos contratos em causa efectuada pela CMVM nesta data resulta que:

a) eles estão diretamente relacionados com a aquisição de posições accionistas resultantes da redução da participação qualificada da Telefónica;

b) a Telefónica mantém intacta a exposição aos riscos e benefícios económicos das ações que alienou;

c) os adquirentes não assumiram através das ações alienadas pela Telefónica interesse económico direto na sociedade;

d) os contratos contêm mecanismos que permitem de facto à Telefónica recuperar as ações alienadas.

Nestes termos, o Conselho Diretivo da CMVM aprovou em 28/6/2010 o seguinte projeto de decisão, de imediato comunicado à Telefónica e às partes envolvidas para efeitos de audiência prévia, nos termos do artigo 100.º do Código do Procedimento Administrativo (CPA):

– Os direitos de voto inerentes às 71.528.539 ações representativas do capital social da Portugal Telecom detidos para “hedging” dos contratos de equity swap e registados para votar na Assembleia Geral da PT devem continuar a imputar-se à Telefónica SA, nos termos das alíneas a) e c) do número 1 do artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários;

– Tendo em conta a proximidade da Assembleia Geral da PT, informar o Presidente da Mesa da Assembleia Geral, para os efeitos que considere adequados.

Os passos posteriores do processo não vieram a lume, mas o que parece ter impressionado a CMVM, para além dos indícios atrás referidos de detenção por conta, foi o contexto da Assembleia Geral, ao qual, segundo aquela autoridade, não deve ter sido estranha a estruturação da operação de alienação das ações e a concomitante celebração dos contratos de *equity swap*.

Repare-se que, neste caso, a Telefónica detinha antes os direitos de voto, através da titularidade direta das ações, e limitou-se a trocar essa titularidade por uma posição longa nos termos do *equity swap*. Na perspetiva da CMVM, tal pode ter ocorrido para evitar, ou contornar, a aplicação de consequências jurídicas desfavoráveis, designadamente a proibição de votar na Assembleia Geral decisiva para os seus interesses. As contrapartes da Telefónica nesses *swaps* registaram-se para votar na Assembleia Geral, mas o presidente da mesa da AG, tendo uma leitura similar à da CMVM, tê-las-á impedido de votar.

Neste caso concreto os aspetos contextuais e o facto de a Telefónica ter trocado a titularidade direta das ações pela posição longa no *equity swap* (ou seja, mantendo incólume a sua exposição às ações da PT) são indícios que, em conjunto com os atrás elencados, podem inculcar a ideia

de detenção por conta (o já referido “parqueamento de ações”, expressão muito usada na gíria financeira). Sublinhe-se, todavia, que não veio a lume o modo como este caso terminou.

Outro caso muito similar foi o da seguradora Eureko, que detinha uma participação qualificada de cerca de 10% no Banco Comercial Português.

Em 30 de Julho de 2007, a Eureko BV informou ter vendido uma participação de 2,88% no capital social do Banco Comercial Português, após o que a sua participação direta passou a ser de 3,44% e a participação total do Grupo Eureko de 7,07%.

Esta venda realizou-se em 27 de Julho de 2007 e foi acompanhada pela celebração de uma *Cash Settled Swap Transaction* (*swap* com liquidação financeira) efetuada com o banco ABN, através do qual o Grupo Eureko manteve intacta a sua exposição económica às ações do Banco Comercial Português, trocando apenas uma detenção direta de ações por uma posição longa num derivado.

Mais uma vez o contexto societário era importante: estes contratos foram celebrados antes de uma importante Assembleia Geral do BCP, que se adivinhava vir a ser um palco muito importante para a definição da influência sobre a gestão do Banco. Ora, as regras estatutárias do Banco Comercial Português, nessa data, limitavam a contagem de direitos de voto a 10%, não dos direitos de voto correspondentes ao capital social do Banco, mas do capital efetivamente representado na Assembleia Geral.

Assim, contabilizando os dados históricos das presenças, os acionistas que, como a Eureko, tivessem uma participação acima daqueles 10% do capital representado historicamente nas Assembleias não conseguiriam votar com toda a sua participação social, o que significaria uma ineficiência importante do voto, face a uma assembleia que se adivinhava tão decisiva.

Admite-se, por isso, em abstrato, que pudesse existir a tentação de desdobrar a participação acionista superior àquela percentagem e colocá-la em outros acionistas que, formalmente, estivessem fora do âmbito do art. 20.º do Código do Valores Mobiliários, para que votassem na Assembleia. Foi talvez o mesmo que pensou a CMVM, ao comunicar ao mercado que “o referido quadro contratual [os contratos de *equity swap*], conjugado com a sua envolvente factual, acarreta como consequência legal que os direitos de voto inerentes às ações BCP que alienou ao ABN Amro em 25/07/2007 continuam a ser-lhe imputáveis, por via do artigo 20/1/a) do Código dos Valores Mobiliários¹¹”.

¹¹ <http://www.cmvm.pt/cmvm/comunicados/deliberacoes/pages/20070824a.aspx>.

e) Derivados com liquidação física, o domínio sobre a sociedade aberta e a prova negativa do domínio para efeitos de ofertas públicas de aquisição (OPA)

A contratação de um derivado com liquidação física gera imputação dos direitos de voto inerentes às ações que dele são objeto, porque a lei ficciona a existência de influência potencial sobre a sociedade aberta. Suscita-se por isso, naturalmente, a questão de saber se um derivado com liquidação física pode contribuir para, ou determinar, a existência de uma influência dominante do titular do direito de aquisição sobre a sociedade visada, nos termos do artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários.

É claro que o artigo 21.º não dispõe diretamente sobre as relações de domínio com a sociedade aberta. Visa, isso sim, circunscrever os casos em que alguém detém direitos de voto na sociedade aberta, de modo indireto, através de uma sociedade que domine, definindo o que significa domínio para esse efeito.

Ainda assim, presume-se a coerência nos critérios, pois pode dar-se o caso de a sociedade aberta ter, por seu turno, participações noutra sociedade aberta, sendo necessário aplicar-se o artigo 21.º para determinar quem domina a primeira sociedade aberta para efeitos de imputação dos direitos de voto na segunda. Por isso, os critérios do artigo 21.º devem servir, no fundo, para a determinação das relações de domínio em qualquer cenário, mesmo no que respeita ao domínio direto sobre a sociedade aberta.

O artigo 21.º determina a existência de uma relação de domínio entre uma entidade e a sociedade aberta quando a primeira possa exercer sobre a segunda “uma influência dominante”.

Presume-se, sem possibilidade de prova em contrário, a existência de domínio quando alguém disponha da maioria dos direitos de voto, possa exercer os direitos de voto em função de acordo parassocial ou possa nomear a maioria dos administradores (n.º 2 do art. 21.º). Ora, estes poderes ou faculdades não fazem parte do conteúdo dos contratos de derivados nem dos direitos de aquisição de ações em geral, a não ser que sejam acompanhados de estipulações acessórias nesse sentido – caso em que serão essas estipulações as fontes de imputação, e não os próprios direitos de aquisição ou os derivados. As referidas presunções não são, assim, aplicáveis.

Ainda assim, é necessário considerar a cláusula geral da influência dominante, constante do n.º 1 do artigo 21.º. E ainda que, face a esta

cláusula, já não seja o titular do direito de aquisição ou do derivado, confrontado com qualquer presunção de que domina a sociedade por causa do instrumento derivado de que é titular, não deixa de poder ser feita contra ele prova de que as circunstâncias concretas do caso apontam para a existência de uma influência dominante sobre a sociedade.

Imagine-se que alguém detém 45% das ações com direito de voto de uma sociedade e beneficia ainda de um direito de aquisição sobre mais 6% do capital, não tendo o titular formal destes 6% qualquer outra ação da sociedade, e estando o direito *in the money*.

A reunião destas circunstâncias pode levar a que se considere que, de facto, o titular da opção está habilitado a exercer uma influência dominante sobre a sociedade, pois detém uma parte significativa dos direitos de voto, e tem capacidade de influenciar o exercício dos restantes direitos de voto abrangidos pela opção, o que, tudo somado, lhe permite exercer ou determinar a maioria dos direitos de voto correspondentes ao capital da sociedade.

Trata-se, todavia, de um juízo que só se pode fazer considerando o contexto societário, a função da opção detida pelo titular da participação qualificada, o interesse da sua contraparte na vida da sociedade e outros critérios substanciais.

A existência da ficção legal da alínea e) do n.º 1 do artigo 20.º não serve para dar o passo necessário para este raciocínio, no sentido de que, através de um derivado, se influencia os direitos de voto que dele são objeto, pois ser titular de derivados não é um dos critérios do n.º 2 do artigo 21.º É necessário, isso sim, para preencher a cláusula geral do n.º 1 do artigo 21.º provar que, de facto, efetivamente, existe influência sobre a sociedade visada, tanto mais que a imputação passa a fazer-se, uma vez estabelecida a existência de domínio, ao abrigo de um preceito diverso daquele aplicável aos instrumentos derivados: a alínea b) do n.º 1 do artigo 20.º

O ónus da prova do domínio cabe, por isso, a quem se pretenda prevalecer da existência de uma influência dominante. A simples existência de um derivado e de uma imputação ao abrigo da alínea e) do n.º 1 do artigo 20.º não é idónea para o efeito.

f) A prova negativa de domínio

Este tema leva-nos diretamente à questão da prova negativa de domínio, prevista no número 2 do artigo 187.º do Código dos Valores

Mobiliários. Não é exigível o lançamento de OPA quando, ultrapassado o limite de um terço, a pessoa que a ela estaria obrigada prove, perante a CMVM, não ter o domínio da sociedade visada nem estar com ela em relação de grupo.

A prova negativa do domínio é uma das raras válvulas de escape de um regime que é muito formalizado, em nome da segurança jurídica, e que, por isso, recorre a patamares rígidos de direitos de voto e a ficções legais.

A prova negativa de domínio garante que ninguém é obrigado a lançar uma oferta pública de aquisição se, apesar de contra ele funcionar uma imputação formal dos direitos de voto, não tiver influência dominante sobre a sociedade.

Em tese, compreendemos as vozes que consideram que os contratos de derivados com liquidação física são terreno de eleição para a prova negativa de domínio¹². Como explicámos atrás, há contratos de derivados que não implicam a transferência integral dos riscos e benefícios das ações para o titular do direito de aquisição, pelo que o titular das ações pode manter o interesse no exercício dos direitos de voto durante toda a pendência do instrumento financeiro derivado. Tal sucederá nos casos em que, por exemplo, uma opção de compra está *deep out of the money*, pelo que o seu beneficiário seguramente não a exercerá, tal a diferença positiva entre o preço de exercício e o preço atual da cotação dos valores mobiliários. Neste caso, o titular das ações manterá incólume o seu interesse no destino da sociedade aberta e das ações, não sendo permeável ao interesse do titular da opção relativo ao exercício do direito de voto.

O mesmo sucede quando o titular das ações atribui o direito de aquisição a terceiro, mas apenas em relação a uma parte da sua participação social.

Se o titular das ações continua a exercer os direitos de voto de modo independente do titular do direito de aquisição, este não pode contar com os votos daquele para exercer a influência sobre a sociedade.

Nestes casos, a ficção legal respeitante à imputação dos direitos de voto funciona, mas cede perante o teste da realidade do domínio.

O preceituado no artigo n.º 2 do art. 187.º, lido em conjunto com o disposto no n.º 1 do mesmo artigo, pode inculcar a ideia de que a prova negativa de domínio só valerá para a ultrapassagem do limite de um terço dos direitos de voto. Já quando esteja em causa a ultrapassagem

¹² PAULO CÂMARA, ob. cit., p. 699.

do limite de metade dos direitos de voto, essa prova negativa não seria admissível¹³.

Em princípio, aceita-se a ideia de que quem disponha (no sentido usado pelo artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários) de mais de metade dos direitos de voto, não deva sequer ser admitido a fazer a prova negativa de domínio pois, por definição, terá o domínio da sociedade visada.

Só que uma coisa é alguém dispor da maioria dos direitos de voto, outra coisa diversa é ser-lhe imputável a maioria dos direitos de voto. Esta clivagem entre imputação e disposição de direitos de voto introduzida pelo artigo 21.º é muito importante. E o n.º 2 do artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários exclui liminarmente que o funcionamento das ficções legais do artigo 20.º seja suficiente para a determinação da existência de uma relação de domínio entre uma entidade e uma sociedade. Para efeitos do artigo 21.º, haverá inequivocamente uma relação de domínio se se dispõe, ou se pode exercer, a maioria dos direitos de voto, ou então se pode nomear ou destituir a maioria dos membros dos órgãos de administração ou de fiscalização. Fora destas situações, só há relação de domínio caso exista alguma (outra) forma comprovada de exercício de influência dominante sobre a sociedade (n.º 1 do artigo 20.º), o que, no caso da existência de opções ou outros direitos de aquisição, como vimos, não é garantido só pela ficção legal de imputação da alínea e) do n.º 1 do artigo 20.º

A alínea b) do n.º 3 do artigo 187.º, ao estabelecer os passos que devem ser adotados por quem ultrapasse um terço dos direitos de voto e faça a prova negativa de domínio, é um auxiliar interpretativo muito importante no sentido de que a lei admite, de facto, que a prova negativa de domínio seja feita mesmo por aquele a quem sejam imputados mais de 50% dos direitos de voto.

Diz a lei que se alguém ultrapassar a fasquia de um terço dos direitos de voto e proceder à prova negativa de domínio, está obrigado a comunicar à CMVM todas as imputações incrementais de 1% dos direitos de voto em relação à situação comunicada (alínea a) do n.º 3 do artigo 187.º) e a lançar a oferta pública de aquisição geral, logo que adquira uma posição que lhe permita exercer uma influência dominante sobre a sociedade. Repare-se: o facto constitutivo do dever não é, aqui, a ultrapassagem do limite de metade dos direitos de voto, mas sim o facto jurídico que leve

¹³ Neste sentido, PAULO CÂMARA, cit., pp. 695 e 696.

à aquisição de uma posição que permita o exercício de uma “influência dominante” sobre a sociedade.

Se alguém tiver um direito de opção sobre um lote de ações que o sujeite à imputação de, por exemplo, $\frac{2}{3}$ dos direitos de voto da sociedade e fizer a prova negativa de domínio, está obrigado a comunicar as posições incrementais da sua participação acima de 1%. Assim, se for adquirindo novas opções de compra até chegar ao $\frac{1}{2}$ dos direitos de voto, terá de comunicar esses incrementos à CMVM. Se ultrapassar $\frac{1}{2}$ dos direitos de voto imputáveis, por via de novos contratos de opção, terá de continuar a fazer as comunicações devidas, mas só será obrigado a lançar a oferta se tiver adquirido uma posição que lhe atribua uma influência dominante. O que não sucederá, se a contraparte dos contratos de opção continuar a exercer os direitos de voto de modo independente dos interesses do titular da opção, como vimos atrás.

Materialmente, as aquisições incrementais de uma participação, a que passam a imputar-se mais de metade dos direitos de voto, em nada diferem da aquisição de uma só vez dessa posição, pelo que ao adquirente deve ser permitida, a realização da prova negativa de domínio independentemente da percentagem de direitos de voto que lhe sejam imputados.

Esta solução interpretativa é adequada à forte restrição da autonomia privada e ao impacto financeiro que resulta de se obrigar alguém que (ainda) não adquiriu o domínio sobre uma sociedade ao lançamento de uma oferta pública de aquisição.

A necessidade de aplicação da prova negativa de domínio aos instrumentos financeiros de natureza derivada, objeto de imputação dos direitos de voto, denota, todavia, alguma dificuldade no encaixe das diferentes peças do *puzzle* legal.

Se alguém tem um direito de aquisição inerente a um derivado financeiro sobre mais de metade dos direitos de voto na sociedade aberta, esses direitos são-lhe imputáveis, ainda que a contraparte os continue a exercer de modo independente, por força da alínea e) do n.º 1 do artigo 20.º Todavia, se formos aplicar os critérios do artigo 21.º, essa pessoa ou entidade não exerce influência dominante sobre a sociedade aberta, designadamente porque, apesar da imputação, não detém a maioria desses votos, que continuam a ser exercidos pelo titular das ações de modo independente. Como vimos, não lhe sendo aplicáveis qualquer das presunções inilidíveis do n.º 2 do artigo n.º 21, a prova de que o titular do instrumento financeiro derivado exerce influência dominante caberá a quem disso se pretenda prevalecer. E isto porque, normalmente, conforme

explicámos, um instrumento derivado não acarreta, por si mesmo qualquer poder de nomeação de administradores ou de exercício de direito de voto.

Por isso, pode parecer estranho que, em sede de regras da oferta pública de aquisição, aquele a quem se imputem mais de 1/3 dos direitos de voto por força de uma opção que, a não ser que se prove o contrário, não se traduz em qualquer influência dominante sobre a sociedade, nos termos do artigo 21.º, tenha de fazer justamente a prova negativa de um domínio, que não se presume, nem se retira da simples aplicação do artigo 20.º, para evitar a aplicação das regras sobre OPA obrigatória.

A solução mais equilibrada, de um ponto de vista interpretativo, que elimina as fricções referidas, encontra-se a montante: excluir-se integralmente os instrumentos financeiros derivados, e outros direitos de aquisição, do âmbito do regime das ofertas públicas obrigatórias, pondo cobro à dupla funcionalidade das regras de imputação dos direitos de voto¹⁴.

O lançamento da oferta pública de aquisição seria apenas devido quando o direito de aquisição inerente ao instrumento derivado seja exercido, atribuindo dessa forma ao titular desse direito os votos que são o fundamento do domínio efetivo sobre a sociedade aberta.

As situações em que a existência de direitos de aquisição se traduzem no exercício concertado de influência sobre a sociedade, porque existe um acordo expresso ou tácito para o exercício do direito de voto, são já captados pelo funcionamento de outros preceitos legais, nomeadamente da alínea h) do n.º 1 do artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários e do n.º 4 do mesmo preceito legal, nos termos dos quais se presume serem instrumentos de exercício concertado de influência, “os acordos relativos à transmissibilidade das ações representativas do capital social da sociedade participada”.

Se duas partes contratam uma opção, por exemplo, atribuindo a uma delas o direito de adquirir ações detidas pela outra, a lei presume que, doravante, estão a atuar de modo concertado para o exercício de influência sobre a sociedade.

Assim, de duas, uma: ou não é feita qualquer elisão da presunção de exercício concertado de influência, e os votos das duas partes imputam-se reciprocamente por via da alínea h) do n.º 1 do artigo 20.º do Código

¹⁴ Sobre a dupla funcionalidade, veja-se PAULA COSTA E SILVA, «A imputação dos direitos de voto na oferta pública de aquisição», in *Jornadas sobre Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, Almedina, 2007, p. 275. JOÃO SOARES DA SILVA, «Algumas observações em torno da tripla funcionalidade da técnica da imputação de direitos de voto», in *Cadernos dos Valores Mobiliários*, n.º 26, 2008, p. 55.

dos Valores Mobiliários; ou é feita a elisão da presunção por uma delas, e comprova-se que a parte que é a titular das ações exerce os direitos de voto de modo independente da parte que detém a opção, pelo que se exclui qualquer imputação por via da alínea h) do n.º 1 do artigo 20.º Ora, se for este o caso, e se está demonstrado perante a CMVM a inexistência de atuação concertada para efeitos da alínea h), então não fará igualmente sentido obrigar o titular do direito de aquisição, consubstanciado na opção, a lançar uma oferta pública de aquisição, só porque se lhe aplica igualmente outra fonte de imputação dos direitos de voto, ou seja, a alínea e) do n.º 1 do artigo 20.º

Ainda que se lhe fosse admitido fazer a prova negativa de domínio para evitar o lançamento imediato da oferta, essa prova não mais seria do que uma repetição da elisão da presunção da alínea h). Ou seja, não seria mais do que a reafirmação de que o titular da opção não tem qualquer controlo sobre os direitos de voto inerentes às ações sobre a qual incide a opção.

A ficção legal da alínea e) serve bem os propósitos da imputação de direitos de voto para efeitos de transparência, plasmados no artigo 20.º, mas não servirá, só por si, para sustentar, sem mais, a existência de domínio. Para efeitos de lançamento da OPA, é necessário encontrar outro preceito legal que seja aplicável ao caso, designadamente as alíneas c) ou h) do n.º 1 do artigo 20.º

4. As posições longas em ações

As regras respeitantes às participações qualificadas e à imputação dos direitos de voto do Código dos Valores Mobiliários são inspirados na chamada Diretiva da Transparência (Diretiva 2004/109/CE).

Nos termos do artigo 13.º da Diretiva, só os instrumentos derivados que atribuam ao seu titular o direito de aquisição de ações, por sua exclusiva iniciativa, se computam numa participação qualificada.

A Diretiva, tal como o Código de Valores Mobiliários, excluem, por isso, do âmbito das participações qualificadas, os instrumentos derivados cujo ativo subjacente são ações, que atribuem ao seu titular uma exposição económica a essas ações, mas que prevêm uma mera liquidação financeira, ou seja, não atribuem qualquer direito de aquisição efetivo ao titular.

A inexistência de um regime transparência para os instrumentos derivados com mera liquidação financeira tem sido considerada uma das lacunas da Diretiva, evidenciada num conjunto de casos que vieram a

lume já depois da sua elaboração (Porsche / VW, Schaeffler / Continental, SGL Carbon / SKion, TCI / CSX, Laxey Partner / Implenia, Victory / Sulzer, Glencore International / Austral Coal e Fiat).

Conforme dissemos já, os interessados em evitar a divulgação do seu poder potencial sobre uma sociedade aberta podem celebrar contratos de *equity swap* com liquidação financeira com diversas instituições financeiras, pois estas tenderão a cobrir o risco da sua posição adquirindo as ações no mercado e conservando-as durante toda a duração do contrato. Se cada contrato de *equity swap*, com cada uma das instituições, abranger um número de ações abaixo dos limiares da divulgação obrigatória, estas não serão obrigadas a divulgar a detenção das ações destinadas à cobertura do risco e os direitos de voto a elas inerentes.

Não sendo igualmente abrangidos pela obrigação de divulgação os derivados com mera liquidação financeira, as posições individuais de cada uma das instituições em ações de cobertura, e a posição global no derivado são virtualmente indetetáveis pelos participantes do mercado. Assim, no momento considerado decisivo (por exemplo, nas vésperas de uma Assembleia Geral), o titular do derivado financeiro pode pôr fim aos contratos de *equity swap*, levando os bancos a desfazer a sua posição e a alienar os blocos das ações de cobertura, surgindo em boa posição para os adquirir e participar na Assembleia com uma posição importante que, até então, era desconhecida dos outros acionistas da sociedade aberta¹⁵.

Em 25/10/2011 a Comissão Europeia apresentou uma Proposta para a revisão da Diretiva da Transparência¹⁶ em linha com estas preocupações, procurando cobrir os casos em que os contratos de *equity swap* ou similares sejam usados para criar “posições secretas” na sociedade aberta. A ideia é de obrigar a notificação e divulgação ao mercado dos chamados instrumentos financeiros com “efeito económico similar” àqueles que atribuam direitos de aquisição de ações, quer deem origem a liquidação financeira ou não¹⁷.

O apelo à noção de efeito económico equivalente significa uma opção clara pela desconsideração da forma jurídica assumida pelo instrumento derivado. Segundo a proposta de Diretiva, estão compreendidos no seu

¹⁵ Veja-se a este propósito o Transparency Directive, Assessment Report, encomendado pela Comissão Europeia à Mazars, coordenado por FABRICE DEMARIGNY e CHRISTOPHER CLERC, 2010, pp. 135 e ss.

¹⁶ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf

¹⁷ Proposta de Alteração ao artigo 13.º da Diretiva da Transparência.

âmbito “*options, futures, swaps, forward rate agreements, contracts for differences and any other derivative contracts which may be settled physically or in cash*”, desde que tenham o tal efeito económico equivalente aos direitos de aquisição, dotados de liquidação física e já cobertos pela atual Diretiva.

Repare-se que a Diretiva se refere ao efeito económico equivalente aos direitos de aquisição com liquidação física e não ao efeito económico equivalente à detenção direta das ações¹⁸.

Este ponto é muito importante e mostra que a proposta de Diretiva adota uma aproximação mais ampla ao tema. Conforme já explicámos neste texto, um direito de aquisição do tipo de uma opção de compra com liquidação física, já coberto pela atual Diretiva, não expõe o seu titular, de modo integral, aos riscos da detenção de ações que constituam o seu ativo subjacente. Com efeito, se o preço do ativo subjacente descer, o titular não sofre nem averba essas perdas daí resultantes. Deixa simplesmente de fazer sentido, de um ponto de vista económico, o exercício da opção, mas a perda está confinado ao preço (prémio pago) da aquisição dessa opção.

A proposta de Diretiva já tinha sido, todavia, antecedida de movimentações diversas dos diferentes Estados Membros no sentido de resolver as lacunas existentes respeitantes aos instrumentos financeiros derivados com liquidação física¹⁹.

Entre nós, o Regulamento n.º 5/20102 da CMVM, sobre Deveres de Divulgação de Posições Económicas Longas Relativas a Ações procurou resolver as lacunas detetadas.

¹⁸ A proposta acrescenta uma nova alínea b), ficando o texto do art. 13.º redigido como se segue:

‘1. The notification requirements laid down in Article 9 shall also apply to a natural person or legal entity who holds, directly or indirectly:

(a) financial instruments that, on maturity, give the holder, under a formal agreement, either the unconditional right to acquire or the discretion as to his right to acquire, shares to which voting rights are attached, already issued, of an issuer whose shares are admitted to trading on a regulated market;

(b) financial instruments with economic effects similar to those referred to in point (a), whether they give right to a physical settlement or not.

¹⁹ No Reino Unido, a divulgação específica dos contratos diferenciais com liquidação financeira foi imposta em 2009 pela Financial Services Authority http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps09_03.pdf. Na Áustria, optou-se por recorrer a uma cláusula genérica do tipo “The notification obligation is also applicable to persons being entitled to exercise voting rights without being the legal owner of the respective shares.” Veja-se o Relatório Mazars, citado, p. 110.

Ao contrário da proposta de Diretiva, este Regulamento recorre à definição de instrumentos com efeito equivalente à detenção de ações (e não efeito económico equivalente à detenção de um direito de aquisição). Na nova redação que este Regulamento dá ao n.º 3 do art. 2.º A do Regulamento n.º 5/2008 da CMVM, o efeito económico equivalente é definido como “a exposição aos benefícios resultantes do aumento e aos riscos resultantes da depreciação da cotação das ações, mediante a celebração de um acordo ou a aquisição de um instrumento financeiro” – o que, só por si, deixaria de fora os instrumentos financeiros em que não existe uma exposição à desvalorização das ações, ou essa exposição é muito limitada, como as opções de compra, não fora a enumeração das categorias abrangidas. De facto, é feita menção expressa de que o Regulamento abrange as opções, os contratos diferenciais, os *swaps* e os futuros com liquidação financeira.

A técnica do Regulamento consiste em agregar as posições detidas nos termos do n.º 1 do artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários (aquelas que geram imputações de direitos de voto para os efeitos de posições qualificadas) com aquelas resultantes dos instrumentos financeiros, não abrangidos por esse preceito, que geram posições longas, e obrigar à notificação e divulgação da soma assim obtida, quando e se ela levar à ultrapassagem dos limiares de voto constantes do Regulamento, que se fixam agora em 2%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, um terço, 40%, 45%, metade, 55%, 60%, dois terços, 70%, 75%, 80%, 85% e 90% do capital social de uma sociedade sujeita a lei pessoal portuguesa, com ações admitidas ao mercado regulamentado.

O Regulamento assume todavia, no que respeita aos derivados com liquidação financeira, uma forma de computar as posições longas, que deriva muito da sua conceção de que uma posição longa significa uma exposição económica similar à detenção de ações, como é dito na definição e não, como refere a proposta de Diretiva, a um efeito económico similar à detenção de direitos de aquisição de ações.

Enquanto à proposta de Diretiva interessa, num instrumento derivado com mera liquidação financeira, o número de número de ações a ele subjacente²⁰, o Regulamento da CMVM manda calcular, para apurar a

²⁰ “The number of voting rights shall be calculated by reference to the full notional amount of shares underlying the financial instrument. For this purpose, the holder shall aggregate and notify all financial instruments relating to the same underlying issuer. Only long positions shall be taken into account for the calculation of voting rights. Long positions shall not be netted with short positions relating to the same underlying issuer.”

posição longa, “o número de ações que a contraparte necessitaria de deter para cobrir integralmente a exposição ao risco assumida com os acordos ou instrumentos financeiros referidos na al. b) do n.º 2 do presente artigo, sendo que o delta utilizado para o seu cálculo deve ter em conta a volatilidade implícita do acordo ou instrumento financeiro e o último preço de fecho do ativo subjacente” (redação do n.º 5 do artigo 2-A do Regulamento n.º 5/2008 da CMVM).

Assim, por exemplo, se uma opção de compra com mera liquidação financeira sobre 10% do capital de uma sociedade aberta se encontrar “*deep out of the money*”, ou seja, se o seu preço de exercício for muito acima do preço atual de mercado, e se a contraparte, por esse facto não precisar de deter ações para cobrir o risco, não há nada a computar para efeitos de posição longa, nos termos do Regulamento. Todavia, as ações subjacentes a uma opção de compra similar a esta, diferindo apenas no facto de estar sujeita a liquidação física, e que esteja igualmente *out of the money*, são computadas integralmente na posição longa e na participação qualificada, por força da alínea e) do n.º 1 do artigo 20.º.

É provável que a solução do nosso direito tenha de ser adaptada à Diretiva, quando ela vier a ser adotada, de modo a permitir uma equiparação total entre as posições longas resultantes dos derivados com liquidação física e financeira.

Também é possível que a fórmula atual constante do Regulamento, que aponta para que se tenha em conta a volatilidade e o delta do derivado, seja demasiado complexa, obrigando a diversos cálculos durante o tempo que dure a posição longa, de modo a aferir quantas ações de facto representa o derivado em cada momento. Mas não se pode negar que ela está mais adequada à realidade do que a da proposta de Diretiva.

De facto, e como explicamos atrás, quem tem uma opção *deep out of the money* com mera liquidação financeira, terá muito poucas possibilidades de exercer qualquer influência sobre uma qualquer participação social, pois é natural que o banco contraparte do contrato não se sinta sequer obrigado a manter uma posição de *hedging* relevante nas ações subjacentes, confiante na escassa probabilidade de exercício da opção.

O poder acionista de quem tenha a exposição aos derivados financeiros que acarretem apenas liquidação financeira é ainda mais ténue do que aquele que seja titular de uma opção de compra com liquidação física. Esse poder difuso assenta na ideia de que, quando alguém abre uma determinada posição num derivado com mera liquidação financeira, há outro alguém que se encontra em algum lado do sistema financeiro

(contraparte, contraparte da contraparte ou uma contraparte central) que vai imobilizar e afetar um número de ações à cobertura do risco desse derivado.

Essa afetação ou imobilização facilita a aquisição, no vencimento do derivado, de um largo lote de ações por parte do titular da posição longa, se ele assim o desejar, como já foi dito. Não há, todavia, qualquer vínculo jurídico a tanto obrigue ou que tal permita.

Em muitos casos, os bancos que são contraparte do titular da posição longa, constroem a posição de cobertura, mas não votam com ela, por não terem qualquer interesse direto na vida da sociedade.

São essas ações que, imobilizadas e com o voto paralisado podem aumentar proporcionalmente o poder dos atuais acionistas ou permitir a aquisição das ações no vencimento do derivado²¹, por parte de quem tem a posição longa. Mas estamos perante cenários de perigo abstrato, que podem nada ter a ver com o concreto equilíbrio de forças de cada sociedade.

Por isso, fora dos casos atrás referidos neste texto, em que os *equity swaps* se apresentam como parte de uma estratégia de detenção de ações por intermédio de terceiro, não faz sentido imputar os votos inerentes às ações de cobertura para efeitos de oferta pública de aquisição, porque só com a aquisição efetiva dessas ações, no momento em que os contratos de *swap* são desfeitos e as ações de cobertura são adquiridas é que o poder sobre a sociedade se materializa. Enquanto isso não aconteça, a simples divulgação ao mercado da existência da posição longa satisfaz as necessidades de proteção do mercado, de modo a que os restantes participantes na sociedade possam levar em linha de conta a potencialidade de uma aquisição eminente de uma determinada participação social.

É essa a linha seguida pelo Regulamento da CMVM que, espera-se, seja mantida se a Diretiva da Transparência, na sua versão revista, vier a ser transposta para o nosso ordenamento. As participações qualificadas podem levar, uma vez ultrapassados os limiares definidos para o efeito, à obrigação de lançamento da oferta pública de aquisição, mas isso não sucede quando esses limiares resultam de uma simples exposição de efeito económico equivalente aos direitos de aquisição.

²¹ Este argumento foi elencado pela FSA do Reino Unido para defender a necessidade de submeter os derivados financeiros às obrigações de *disclosure*. Veja-se, a este propósito, o Relatório da Mazars citado, pp. 137 e ss.

5. Impacto na contrapartida mínima de uma oferta pública de aquisição

Nos termos do artigo 188.º do Código dos Valores Mobiliários, a contrapartida mínima de uma oferta pública de aquisição obrigatória ou derogatória deve igualar, pelo menos, o maior preço pago pelo oferente ou por alguém que esteja com ele em alguma das relações do artigo 20.º do mesmo Código nos seis meses que antecedam o anúncio preliminar.

Esta disposição legal visa, como é sabido, evitar que o oferente trate de modo mais favorável alguns acionistas, em detrimento dos destinatários da oferta. A proteção está, todavia, limitada ao preço pago nos últimos seis meses anteriores ao anúncio preliminar.

A lei fala de “preço pago”, mas se o preço for contratado nos seis meses antes ao anúncio preliminar e o pagamento for aprazado para momento ulterior à oferta, releva na mesma a data do contrato e não a data do pagamento efetivo, sob pena de os propósitos normativos serem facilmente contornados. Cremos que este ponto é crucial. “Preço pago” é uma expressão que é sinónimo de preço vinculativo, fixado ou garantido, ainda que o pagamento não tenha ocorrido. E, para efeitos de tratamento diferenciado de um acionista em relação a outros, o que interessa é quando um preço é assumido como vinculativo, e não quando é efetivamente pago.

Por outro lado, apesar de a lei mencionar o “maior preço pago” pelo oferente (o que inculca a ideia de aquisição efetiva, no presente), costuma também estender-se a aplicação do artigo 188.º à contratação de derivados com liquidação física, ocorrida nos seis meses anteriores à divulgação do anúncio preliminar²².

Esta questão não tem a ver, repare-se, com a de saber se a aquisição de uma posição longa num derivado financeiro com liquidação física gera a obrigação de lançamento de uma oferta pública de aquisição, caso se ultrapassem os limites dos direitos de voto que geram essa obrigação. Já dissemos, aliás, que a nossa opinião é, em princípio, negativa.

A questão é diversa: assumindo que alguém está obrigado ao lançamento de uma oferta pública de aquisição, e tendo-se constatado que, nos seis meses anteriores à constituição do dever de lançamento da referida oferta, pactuou contratos de derivados, em que medida esses contratos afetam a contrapartida mínima que deva ser oferecida.

²² PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, pp. 600 e 601.

No caso de instrumentos financeiros derivados, atingidos por esta interpretação extensiva do artigo 188.º, será relevante a data em que o preço de exercício foi fixado, e não a data do seu exercício efetivo, dada a similitude existente entre esta situação e aquela outra, em que existe uma compra e venda com diferimento do preço, do tipo atrás referido. Assim, mesmo que um instrumento financeiro derivado só possa ser exercido em data ulterior ao fim da oferta pública de aquisição, o preço de exercício conta para os efeitos da determinação do maior “preço pago”, nos termos do artigo 188.º, se tiver sido contratado nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar.

Seguindo a mesma lógica, se os instrumentos derivados foram contratados antes do período de seis meses que antecede o anúncio preliminar, mas o seu exercício ocorrer nesse período, ou até durante a própria oferta pública de aquisição já lançada, tal não terá impacto na contrapartida mínima da oferta, pois o tratamento igualitário dos acionistas está confinado ao preço fixado no período de seis meses anterior ao lançamento da oferta e o preço pago foi efetivamente acordado antes desse período.

O direito inglês, cuja casuística é muito desenvolvida, e tem inspirado os outros direitos, designadamente o italiano, é claro neste sentido. Na nota n.º 2 à Regra n.º 9 do City Code (equivalente ao nosso artigo 188.º, mas apontando para um período de doze meses, em vez de seis), o Takeover Panel esclarece que *“where a person acquired an interest in shares more than 12 months prior to the announcement of the offer made under Rule 9 as a result of any option, derivative or agreement to purchase and, either during the 12 months prior to such announcement or after the announcement and before the offer closes for acceptance, the person acquires any of the relevant shares, no obligation under this Rule will normally arise as a result of the acquisition of those shares. However, if the terms of the instrument have been varied in any way, or if the shares are acquired other than on the terms of the original instrument, the Panel should be consulted”*.

Mas o que deve ser considerado “preço de exercício” para o efeito de se computar na contrapartida mínima que deve ser oferecida numa OPA?

Nos contratos de *forward*, o preço relevante é o pactuado em contrapartida das obrigações de entrega futura das ações.

No caso dos contratos de *swap*, o preço relevante é o chamado *initial price* do contrato. De facto, por força da mecânica dos contratos de *swap*, enquanto contratos diferenciais, se as ações subjacentes valorizarem durante a vida do contrato, o titular da posição longa tem de pagar, no

vencimento, esse valor mais elevado, obtido por referência aos preços de mercado, mas recebe, por seu turno, da sua contraparte, a diferença entre o preço inicial e o preço final de venda das ações no mercado, pelo que, compensados os valores, o adquirente acaba por desembolsar um valor equivalente ao preço inicial fixado, mais os juros determinados nos termos do contrato.

Pelo contrário, se as ações desvalorizarem durante a vida do contrato, o titular da posição longa paga um valor inferior, no fim do contrato, pelas ações, mas tem de reembolsar a sua contraparte da diferença em relação ao preço inicial, pelo que, agregados os valores, obtemos mais uma vez uma quantia equivalente ao preço inicial do *swap*, acrescida de juros.

Os juros não devem ser contabilizados neste cálculo, pois são estranhos à técnica do artigo 188.º do Código, que só se refere ao preço pago pelas ações e não a outros custos.

No que respeita às opções de compra, se elas tiverem já sido exercidas na data em que se tenha de determinar a contrapartida mínima, contabiliza-se o preço de exercício, e acrescenta-se o preço de aquisição da opção, dividindo o total pelo número de ações adquiridas. O preço de aquisição da opção também é um preço pago ao titular das ações.

Mas se não tiverem sido ainda exercidas, a questão não é tão simples. No direito italiano, mesmo nestes casos, recorre-se sempre ao preço de exercício estipulado pelas partes²³. Temos de nos interrogar, todavia, se esta solução fará sentido em todos os casos.

²³ Art 44 ter do “Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato con delibere n. 12475 del 6 aprile 2000, n. 13086 del 18 aprile 2001, n. 13106 del 3 maggio 2001, n. 13130 del 22 maggio 2001, n. 13605 del 5 giugno 2002, n. 13616 del 12 giugno 2002, n. 13924 del 4 febbraio 2003, n. 14002 del 27 marzo 2003, n. 14372 del 23 dicembre 2003, n. 14692 dell’11 agosto 2004, n. 14743 del 13 ottobre 2004, n. 14990 del 14 aprile 2005, n. 15232 del 29 novembre 2005, n. 15510 del 20 luglio 2006, n. 15520 del 27 luglio 2006, n. 15586 del 12 ottobre 2006, n. 15915 del 3 maggio 2007, n. 15960 del 30 maggio 2007, n. 16515 del 18 giugno 2008, n. 16709 del 27 novembre 2008, n. 16840 del 19 marzo 2009, n. 16850 del 1º aprile 2009, n. 16893 del 14 maggio 2009, n. 17002 del 17 agosto 2009, n. 17221 del 12 marzo 2010, n. 17326 del 13 maggio 2010, n. 17389 del 23 giugno 2010, n. 17592 del 14 dicembre 2010, n. 17679 del 1º marzo 2011, n. 17730 del 31 marzo 2011, n. 17731 del 5 aprile 2011, n. 17919 del 9 settembre 2011, n. 18049 del 23 dicembre 2011, n. 18079 del 20 gennaio 2012 e n. 18098 dell’8 febbraio 2012) 6. “Ai fini della determinazione del prezzo di cui all’articolo 106, comma 2, del Testo unico, si considera la somma del prezzo di riferimento contrattualmente attribuito ai titoli

Se o objetivo do disposto no artigo 188.º é evitar um tratamento desigual dos acionistas, então o preço de referência de uma opção que, manifestamente, não possa exercida não deveria contar para os efeitos da contrapartida mínima obrigatória, pois não existirá benefício para a contraparte da opção. Estamos a pensar nos casos em que a opção esteja *out of the money*, por exemplo.

Só que, se a opção não foi ainda exercida, não saberemos à partida se a estipulação de um preço de referência (muito) superior à cotação atual significa que o titular da opção tinha uma visão muito otimista quanto ao valor futuro das ações e quis apenas proteger-se contra o risco de uma subida muito acentuada do preço, ou se o preço de referência foi calculado tendo em conta o facto de o objeto da opção de compra ser um bloco de ações, acarretando um prémio de aquisição.

No Reino Unido, para evitar penalizar-se alguém por ter contratado uma opção que está *out of the money*, recorre-se, no caso das opções que permanecem não exercidas, ao preço médio ponderado das ações em mercado no momento em que a opção foi contratada²⁴. A solução é, todavia, criticável, pois de facto, se o preço de referência for superior àquele preço médio e a opção se encontrar *in the money*, deve ser o preço estipulado a referência e não outro qualquer, pois é isso que poderá ser pago à contraparte.

Entre nós, como a lei fala do “maior preço pago” pelo oferente, se for claro que a opção não será exercida, por estar *deep out of the money*, esse preço nunca significará um benefício exclusivo da contraparte, em detrimento dos restantes acionistas, pelo que o preço de referência da opção não deve computado para a determinação da contrapartida.

No caso das opções de venda, só contarão para efeitos do artigo 188.º aquelas contratadas pelo oferente com terceiros, atribuindo-lhes o direito de vender ao oferente as ações a um determinado preço de referência, e não aquelas em que é o oferente que está investido no direito de vender as ações. No caso que releva, o oferente é o vendedor da opção de venda, ou seja, o terceiro paga-lhe um prémio para ter o poder de lhe vender as ações a um determinado preço.

sottostanti lo strumento finanziario e degli importi corrisposti o ricevuti per l’acquisto della posizione lunga”.

²⁴ A nota 4 à regra 6 do City Code diz que no caso de uma “call option which remains unexercised, the price paid will normally be treated as the middle market price of the shares which are the subject of the option at the time the option is entered into”.

O maior preço pago pelo oferente para efeitos do artigo 188.º será então o preço de exercício da opção de venda, tendo de descontar-se, todavia, o preço, ou prémio, pago pela aquisição da opção propriamente dita. Esta é a solução que se afigura mais adequada, e é similar à adotada pelo direito inglês, na alínea d), nota 4 à Rule 6 (*“in the case of a written put option (whether exercised or not), the price paid will normally be treated as the amount paid or payable on exercise of the option less any amount paid by the option-holder on entering into the option”*).

O prémio pago pelo terceiro em contrapartida da atribuição do direito de venda é um custo em que ele incorre e que, por isso, se deve deduzir ao benefício que para ele significa a garantia de preço de alienação das ações, conferida pela opção.