

UNIVERSIDADE DE LISBOA
FACULDADE DE DIREITO DE LISBOA



FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE LISBOA

SHORT SELLING: A VENDA A DESCOBERTO

OLÍVIA MARIA PEREIRA AFONSO

Professora Orientadora: Ana Perestrelo de Oliveira

MESTRADO PROFISSIONALIZANTE- CIÊNCIAS JURÍDICO EMPRESARIAIS

2017

"In investing, you can be really right but temporarily quite wrong"-
Jim Chanos

AGRADECIMENTOS

A elaboração da presente dissertação foi um percurso sofrido e sobretudo solitário, como são quaisquer trabalhos que forcem o estudo de questões novas, diferentes e potencialmente modificadoras das estruturas jurídicas já incutidas em nós no percurso académico. Mas porque, ao longo dos últimos anos, foram várias as pessoas que me viram adiar este momento, sem nunca perderem a fé, motivando-me e inspirando-me até a conclusão deste trabalho, deixo uma nota de sincero agradecimento.

À minha mãe, a quem devo tudo aquilo que sou.

À Márcia, à Carolina P. e à Joana, as minhas companheiras de *sofrimento*.

Aos colegas do escritório, que são os melhores professores e a principal fonte de inspiração.

RESUMO:

Esta dissertação integra o percurso de frequência do Mestrado Profissionalizante de Ciências Jurídico-Empresariais, no qual se pretendeu o estudo e aprofundamento de várias matérias jurídicas que regulam diferentes aspectos das sociedades comerciais. Essas sociedades comerciais podem ter uma natureza distinta e funcionar através dos mais diferentes mercados. O ramo dos valores mobiliários é dos aspectos mais relevantes quando se está a falar de sociedades comerciais, porquanto tratam de que forma os investidores podem participar e intervir na vida societária. Esta dissertação versa sobre a intervenção dos investidores em sociedades cotadas no mercado, nomeadamente por via das vendas curtas. Investigamos e aprendemos que tipo de venda de instrumentos financeiros são as vendas curtas, como se processa uma venda curta e quais os seus efeitos no mercado. Procuramos também olhar para quais os efeitos que as vendas curtas têm nos mercados financeiros, por forma a conseguir determinar se devem as vendas curtas, e em particular as vendas a descoberto serem proibidas. Partindo de cenário de crise financeira que se agravou em 2008, podemos encontrar toda uma corrida à regulação das vendas curtas nos vários ordenamentos jurídicos europeus e não só. Uma matéria que até a essa data era tão levemente regulada passou a tornar-se numa prioridade para os governos e responsáveis pela área financeira. Deste modo, e porque os estados assim o exigiam, a união europeia fez aprovar um regulamento que define e harmoniza a regulação das vendas a descoberto nos estados membros, ao mesmo tempo que confere mais poderes às entidades nacionais responsáveis pelo sector dos mercados financeiros para emitirem e aplicarem instruções vinculativas.

Palavras chaves: Instrumentos Financeiros; Mercados Financeiros; Regulação; Venda A Descoberto; Vendas Curtas.

ABSTRACT:

This dissertation is part of the course of Professional Master's Degree in Legal-Business Sciences, in which it was intended to study and deepen several legal matters that regulate different aspects of commercial companies. These trading companies can have a distinct nature and operate across the most diverse markets. The securities business is one of the most important aspects when talking about commercial companies, since they deal with the ways investors can participate and intervene in corporate life. This dissertation deals with the intervention of investors in companies listed on the market, namely for short sales life. We investigated and learned what kind of sales of financial instruments are short sales, how a short sale is made and what are their effects on the market. We also looked at what effects short sales have on the financial markets, in order to determine whether short sales, in particular naked short sales, should be prohibited. Starting from the scenario of financial crisis that worsened in 2008, we can find a whole race to regulate short sales in the various European legal systems and beyond. A matter that until that date was so lightly regulated became a priority for governments and those responsible for the financial area. The European Union has therefore adopted a regulation which defines and harmonises the regulation of short selling in member states, while giving more powers to the national financial market authorities to issue And apply binding instructions.

Key words: Securities; Financial Markets; Regulation; Naked Short Selling; Short Selling.

ÍNDICE

I- INTRODUÇÃO	7
II- SHORT SELLING EM DIREITO COMPARADO	9
III- DEFINIÇÃO DE SHORT-SELLING: VENDAS CURTAS	17
III.A- INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS	24
III.B- MODALIDADES DE SHORT-SELLING	28
III.C- LEGITIMIDADE	32
III.D SHORT SELLING COMO INSTRUMENTO DE EFICIÊNCIA DO MERCADO	35
III.E- RISCOS PARA O MERCADO: INSTABILIDADE E ESPECULAÇÃO	37
IV- REGULAÇÃO DO SHORT SELLING NO REGIME JURÍDICO PORTUGUÊS	42
IV.A- ADMISSIBILIDADE NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS: CVM E REGULAMENTO DA EU N.º 236/2012	44
IV.B- INSTRUÇÕES DA CMVM E PROIBIÇÕES TEMPORÁRIAS DE VENDAS A DESCOBERTO DE ACÇÕES: PROTECÇÃO DO MERCADO	48
V- CONCLUSÕES	52
VI- BIBLIOGRAFIA	55

I- INTRODUÇÃO

Ao iniciar este trabalho deparamo-nos desde logo com uma terminológica. Antes de podermos estudar o que é e para que serve o short selling, assim como os seus efeitos e consequências práticas, é necessário definir o short selling.

No mundo jurídico não é inédito encontramos uma situação em que um conceito com origem, ou pelo menos grande desenvolvimento no estrangeiro, venha a ter um sentido diferente quando transposto para português. Muitas vezes deve-se à dificuldades na tradução de termos de elevado rigor técnico, mas muitas vezes tal deve-se a um distanciamento entre quem traduz e quem percebe do assunto.

O que significa short selling? O que significa vendas a descoberto? Será este último conceito uma tradução fiel, em termos literais e dogmáticos, daquele primeiro? Esta será a primeira questão a esclarecer e definir. Ainda que este trabalho, e todo o estudo a que nos propusemos, não tenha como principal objectivo a definição terminológica e a determinação dogmática do que é o short selling e/ou a venda a descoberto, parece-nos importante que, num primeiro e breve momento, nos deparemos com esta questão. Investigar e estudar o short selling é também ser confrontado com momentos de dúvidas e com dilemas sobre a que se referem realmente os autores, sobretudo no âmbito nacional, quando se referem a vendas a descoberto. Ainda que se procure uma resposta para este dilema na autoridade máxima no que ao mercado financeiro diz respeito, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), a mesma parece não aparecer.

Posto isto, não teve a autora outra alternativa senão fazer a sua própria interpretação da literatura consultada, nacional e estrangeira, para, antes de mais, perceber e gerir esta aparente discrepância nos conceitos.

Resolvida que entendemos que ficou a definição de short selling, procuramos estudar a forma como actualmente se regula o short selling.

As vendas a descoberto (vendas curtas) incorporam em si um tipo de venda de bens que, num plano abstracto, consegue ser de fácil explicação, até mesmo para quem não seja um estudante da área financeira. Diríamos que se trata de uma venda de

coisa alheia, sendo que esta “coisa” não se encontra no âmbito da previsão do artigo 467.º do Código Comercial (CCom.), já que o seu objecto, pela sua natureza, exige uma regulação em regime próprio.

Porque as operações de short selling realizam-se em sede de mercados financeiros teremos de perceber também quais os mecanismos e os veículos que tornam tudo possível. Pode um qualquer mero detentor de instrumentos financeiros deslocar-se ao mercado financeiro para realizar uma venda? Pode uma qualquer venda de instrumentos financeiros em mercado ser qualificado como uma venda a descoberto?

Consideramos importante perceber toda a mecânica por detrás das operações de venda de instrumentos financeiros em mercado, para partindo desses conhecimentos, adquirirmos o espírito crítico que nos irá permitir, aos poucos, reconhecer e apontar imperfeições, falhas e defeitos do sistema. Ou será o short selling um instrumento de actuação no mercado livre de críticas?

Apenas com estes conhecimentos, podemos entender a história da regulação do short selling. O percurso de regulação do short selling, sobretudo em Portugal, foi conhecendo caminhos diferentes ao longo dos anos, umas vezes com regimes mais apertados, outras com intervenção desinteressada por parte do regulador. Actualmente, e em consequência do cenário que se vem verificando nos últimos quase dez anos, diríamos que temos uma regulação do short selling com origem na necessidade. As autoridades responsáveis e os reguladores dos mercados, que sempre tiveram uma postura folgada, foram forçados a intervir, restringindo actuações, até então reguladas pelos princípios da iniciativa privada e liberdade de mercado. Foi a necessidade de intervenção, de protecção e assegurar a eficiência dos mercados, e de todo o sistema financeiros do qual o mesmo depende, que levou à emissão de normas atrás de normas sobre esta matéria.

I- SHORT SELLING EM DIREITO COMPARADO

Para o presente trabalho definimos o objectivo de perceber não só o em que consiste, mas também de que forma o short selling tem vindo a ser regulado em Portugal. E ainda que tendo o regime português como a referência de base e centro do trabalho, não deixamos de querer também tentar perceber, ainda que sucintamente, como a mesma questão é regulada nos outros ordenamentos jurídicos. Que obstáculos esses ordenamentos enfrentam com as operações de vendas curtas, e que resposta os seus regimes internos permitem dar aos mesmos.

Porque não é esse o objecto do nosso estudo, limitamo-nos a um breve estudo sobre a forma como o short selling, nomeadamente a venda a descoberto se encontra regulada em diferentes países. Seja dentro ou fora da União Europeia, as vendas curtas conhecem várias restrições na sua prática, sendo em alguns países mesmo proibida. Sem querer um apontamento exaustivo, veja-se então como é regulada a venda a descoberto dentro e fora da União Europeia, nos mercados mais próximos do sistema português, mas também naqueles que são mais distantes em termos de sistema jurídico.

Independentemente da forma como cada país entendeu regular a venda a descoberto, a verdade é que entre setembro de 2008 e 2012, todos eles implementaram medidas restritivas quanto toda a matéria de short selling. Após o período de instabilidade financeira, alguns desses ordenamentos mantiveram a regulação de prevenção, enquanto que outros voltaram a conceder rédeas de liberdade, mas com requisitos garantia de protecção do mercado.

Espanha:

Na sequência da crise financeira instalada nos mercados desde 2008, a Comisión Nacional del Mercado de Valores¹ (CNMV) deliberou a proibição temporária de

¹ Constituída pela Ley 24/1988, de 28 de Julho (Ley del Mercado de Valores), a CNMV é a correspondente espanhola da nossa CMVM, uma entidade de direito público com personalidade jurídica própria, responsável pela supervisão e regulação do mercado financeiro espanhol.

constituição ou aumento de posições curtas compensadas sobre um conjunto selectivas acções de emitentes do sector financeiro. As posições curtas compensadas são entendidas como quaisquer transacções das quais resulte um interesse económico na descida do preço das acções, significando que tais normas tinham em vista restringir não só as vendas curtas de acções, mas também qualquer outro negócio que tivesse subjacente acções. Estas instruções emitidas pela CNMV por Deliberação de 11 de Agosto de 2011² sofreram alterações, logo em 25 de Agosto de 2011³ e em 28 de Setembro de 2011⁴, tendo deixado de vigorar por Deliberação da Comissão Executiva da CNMV de 15 de Fevereiro de 2012⁵, com efeitos a partir de 16 de Fevereiro de 2012.

Naquela deliberação de 15 de Fevereiro de 2012, a CNMV apontou como factores contributivos para o fim da proibição, por um lado, a diminuição da extrema volatilidade e instabilidade dos mercados financeiros europeus que justificaram inicialmente a implementação de medidas restritivas e, por outro lado, os avanços que se verificaram por parte da União Europeia no que respeita à contenção da instabilidade dos mercados de dívidas públicas, assim como o reforço da disciplina fiscal. Neste momento encontrava-se também na mira de todos dos vários Estados-Membros uma regulação europeia uniforme e de harmonização da regulação e protecção dos mercados, pelo que foram-se conhecendo alguns retrocessos nas tendências restritivas dos mercados, não só de Espanha, mas também dos restantes Estados-Membros.

² “Acuerdo de 11 de agosto de 2011, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en relación con las posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero”, publicado em Boletín Oficial Del Estado em 13/08/2011, consultado em www.boe.es/boe/dias/2011/08/13/pdfs/BOE-A-2011-13845.pdf.

³ “Acuerdo de 25 de agosto de 2011, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en relación con las posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero”, publicado em Boletín Oficial Del Estado em 27/08/2011, consultado em www.boe.es/boe/dias/2011/08/27/pdfs/BOE-A-2011-14188.pdf.

⁴ “Acuerdo de 28 de septiembre de 2011, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en relación con las posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero”, publicado em Boletín Oficial Del Estado em 30/09/2011, consultado em www.boe.es/boe/dias/2011/09/30/pdfs/BOE-A-2011-15443.pdf.

⁵ “Acuerdo de 15 de febrero de 2012, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de levantamiento de la prohibición cautelar en relación con las posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero”, publicado em Boletín Oficial Del Estado em 17/02/2012, consultado em www.boe.es/boe/dias/2012/02/17/pdfs/BOE-A-2012-2393.pdf.

Por outro lado, as normas restritivas de determinadas práticas e actuações no mercado estavam já a ter reflexos no mercado que não eram pretendidos. Como resulta da Deliberação de 15 de Fevereiro de 2012, a CNVM chegou a admitir que as proibições temporárias estariam a gerar efeitos adversos na actividade, liquidez e profundidade do mercado espanhol, considerando assim necessário limitar o período de vigências das normas restritivas. Neste momento percebeu-se a razão pela qual, até então as operações de vendas curtas eram permitidas, reconhecendo-se até uma certa essencialidade das mesmas para o funcionamento do mercado.

Não obstante a confiança que se começava a sentir nos mercados financeiros, em 23 de Julho de 2012, a CNMV deliberou⁶ novamente a proibição temporária de constituição ou aumento de posições curtas compensadas sobre todas as acções negociadas em mercado espanhol, mas apenas por um prazo de três meses. No seu comunicado, a CNMV invocou razões de volatilidade dos mercados europeus e a necessidade de manter a estabilidade dos mesmos, para a reimplantação das medidas restritivas.

Antes de findos os três meses, em 18 de Outubro de 2012⁷, a CNMV decidiu prorrogar a vigência da proibição temporária de constituição ou aumento de posições curtas compensadas, destacando, desta vez, o processo de reestruturação/recapitalização da banca espanhola, na sequência da assinatura do Memorandum de Entendimiento em 23 de julho de 2012 pela Comissão Europeia, Governo de Espanha e Banco de Espanha.

Mais tarde, e já na sequência da entrada em vigor do Regulamento Europeu sobre short selling(RUE), a CNMV adoptou novas medidas excepcionais de proibições de

⁶ “Acuerdo de 23 de julio de 2012, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre prohibición cautelar de realizar operaciones sobre valores e instrumentos financieros que supongan la constitución o incremento de posiciones cortas netas sobre acciones españolas”, publicado em Boletín Oficial Del Estado em 25/07/2012, disponível em www.boe.es/boe/dias/2012/07/25/pdfs/BOE-A-2012-9976.pdf.

⁷ “Acuerdo de 18 de octubre de 2012, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el que se prorroga la prohibición cautelar de realizar operaciones sobre valores e instrumentos financieros que supongan la constitución o incremento de posiciones cortas netas sobre acciones españolas y por el que se inician los trámites para notificar a ESMA la intención de imponer restricciones sobre las ventas en corto y operaciones similares en atención a las circunstancias excepcionales concurrentes”, publicado em Boletín Oficial Del Estado em 25/10/2012, disponível em www.boe.es/boe/dias/2012/10/25/pdfs/BOE-A-2012-13284.pdf.

constituição de posições curtas sobre acções negociadas em mercados espanhóis. A Espanha tornou-se no único país que, fazendo uso dos poderes conferidos pelo artigo 20.º do RUE, estabeleceu restrições temporárias de longa duração no que respeita a operações de vendas curtas. Mais uma vez, a razão para tais medidas, teve por fundamento o processo de reestruturação e recapitalização da banca espanhola.

Ainda como consequência do processo de reestruturação e recapitalização da banca, a CNMV publicou uma nova Deliberação em 1 de Novembro de 2012⁸, implementando medidas de proibição de vendas a descoberto. Nos termos dessa Deliberação de 1 de Novembro de 2012, a proibição duraria pelo período de três meses, e não tendo sido prorrogada, cessou em 31 de Janeiro de 2013.

Itália:

Desde logo, por Resolução no. 17862, de 10 de julho de 2011, a Commissione Nazionale per le Società e la Borsa⁹ (Consob), introduziu, temporariamente, um sistema obrigatório de comunicação de posições curtas líquidas realizadas em acções. Este sistema tinha em vista a necessidade de garantir a realização ordeira de negociação, assim como a previsão de um mecanismo de protecção dos investidores.

Considerando as condições extraordinárias observadas nas sessões de mercado do mês de Agosto de 2011, e decidindo acompanhar as decisões da França, Espanha e Bélgica, em 12 de Agosto de 2011, por Resolução n.º 17902 da Consob, foi implementada uma medida temporária de proibição de constituição ou aumento de posições curtas compensadas sobre um conjunto de acções de emitentes do sector financeiro italiano, por um prazo de quinze dias. A Resolução foi objecto de

⁸ “Acuerdo de 1 de noviembre de 2012, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el que se imponen restricciones sobre las ventas en corto y operaciones similares”, publicado em Boletín Oficial Del Estado em 03/11/2012, disponível em www.boe.es/boe/dias/2012/11/03/pdfs/BOE-A-2012-13683.pdf

⁹ Lei 21 de 7 de junho de 1974; art.º 74.º n.º 1 e 3 do decreto legislativo n.º 58 de 24.02.1998

renovações sucessivas, em 25 de Agosto de 2011¹⁰, 28 de Setembro de 2011¹¹, 11 de Novembro de 2011¹², e 11 de Janeiro 2012¹³, data em que foi prorrogado o seu prazo de vigência pela última vez, tendo deixado de vigorar em 24 Fevereiro de 2012.

Mais tarde, em 23 de Julho de 2012, a Consob estabeleceu uma nova proibição por um prazo de cinco dias¹⁴. Esta medida impediu temporariamente a realização de operações de venda curta sobre apenas alguns emitentes do sector financeiro. Ao contrário do que havia sucedido anteriormente, a medida não vedou a constituição nem o aumento de posições curtas compensadas. Ampliou por sua vez a proibição permanente de realização de vendas curtas a descoberto estendendo-a temporariamente às vendas curtas cobertas: estabeleceu que só os detentores das acções as podiam vender. Quer isto dizer que os detentores das acções por via de empréstimos passaram a entrar no âmbito de aplicação da proibição.

Também esta medida, imposta pela resolução n.º 18283 sofreu uma prorrogação em 27 de Julho de 2012¹⁵ até 14 de Setembro de 2012, data em que deixou de vigorar.

Reino Unido:

¹⁰ Delibera n. 17911: “*Proroga delle misure relative alla comunicazione delle posizioni nette corte su titoli azionari e delle misure restrittive in materia di posizioni nette corte su titoli azionari*”, disponível em www.consob.it/main/documenti/bollettino2011/d17911.htm.

¹¹ Delibera n. 17951: “*Proroga delle misure relative alla comunicazione delle posizioni nette corte su titoli azionari e delle misure restrittive in materia di posizioni nette corte su titoli azionari*”, em www.consob.it/main/documenti/bollettino2011/d17951.htm.

¹² Delibera n. 17992:

“*Proroga delle misure restrittive in materia di posizioni nette corte su titoli azionari del comparto finanziario*”, disponível em www.consob.it/main/documenti/bollettino2011/d17992.htm.

¹³ Delibera n. 18060 dell'11 gennaio 2012:

“*Proroga delle misure restrittive in materia di posizioni nette corte su titoli azionari del comparto finanziario*”, disponível em www.consob.it/main/documenti/bollettino2012/d18060.htm

¹⁴ Delibera n. 18283:

“*Misure restrittive in materia di vendite allo scoperto su titoli azionari del comparto finanziario*”, disponível em www.consob.it/main/documenti/bollettino2012/d18283.htm

¹⁵ Delibera n. 18298:

“*Proroga delle misure restrittive in materia di vendite allo scoperto su titoli azionari del comparto finanziario*”, em www.consob.it/main/documenti/bollettino2012/d18298.htm.

No Reino Unido a regulação dos mercados cabia à Financial Services Authority¹⁶(FSA), à qual cabia também a regulação de quase todos os serviços financeiros, incluindo bancos e seguradoras. À semelhança dos seus homólogos, também a FSA tinha poderes para emitir normas vinculativas sobre o sector financeiro, assim como para investigar e julgar potenciais violações cometidas pelos intervenientes no mercado, com vista à manipulação do mesmo.

Tendo os poderes para emitir normas vinculativas, a FSA sempre teve uma postura conciliadora na regulação do mercado, envolvendo os accionistas no debate e desenvolvimento das medidas. Tendo regulado pela primeira vez as vendas curtas em e mais tarde em 2003, a FSA abriu o debate do mérito da regulação aos próprios investidores. As contínuas discussões com os investidores foram uma constante do processo regulador das vendas curtas.

Em 2008, na sequência do colapso do Northern Bank e do Lehman Brothers, a FSA proibiu as vendas curtas para as entidades do sector financeiro de todo o Reino Unido, e impôs um conjunto de regras de comunicação diária das posições curtas.

A medida de proibição de vendas curtas esteve em vigor até 16 de Janeiro de 2009. Em fevereiro de 2009, a FSA propôs a harmonização internacional no que respeita a regulação das vendas curtas bem como tornou permanente a obrigatoriedade de comunicação diária.

Entretanto abolida pelo Financial Services Act 2012 de 19 de Dezembro de 2012, que entrou em vigor em 1 de Abril de 2013, e o qual separou as competências inicialmente da FSA entre uma nova autoridade, a Financial Conduct Authority (FCA) e o Banco de Inglaterra.

¹⁶ Financial Services and Markets criado pelo Act 2000. Entretanto foi abolida pelo Financial Services Act 2012 de 19 de Dezembro de 2012, que entrou em vigor em 1 de Abril de 2013, e o qual separou as competências inicialmente da FSA entre uma nova autoridade, a Financial Conduct Authority (FCA) e o Banco de Inglaterra.

Estados Unidos da América:

Em Julho de 2007 o SEC mudou as normas de forma a permitir vendas a descoberto, uma operação que até então era proibida no ordenamento jurídico americano.

Não há prova suficiente que a permissão de venda a descoberto pelo SEC em 2007 tenha contribuído para a vulnerabilidade do mercado em 2008. Isto, contudo, não impediu que como consequência da crise financeira, se tenha exigido uma maior regulação e controlo sobre a transação de valores mobiliários.

Tudo visto, o verdadeiro culpado desta crise seria a fraca regulação dos mercados. Tendo a reacção imediata à mesma passado pela aprovação e aplicação de novas e restritivas normas que desencorajasse os intervenientes oportunista e manipuladores do mercado e restaurasse uma nova confiança.

Ao contrário dos países europeus, que têm um sistema centralizado de regulação dos mercados, nos Estados Unidos a regulação dos mercados e dos sector financeiro respondem a componentes estatais e federais.

O poder para a SEC regular as vendas curtas foi-lhe concedido pelo The Securities Exchange Act of 1934. Apesar de nesta altura haver debates quer a favor, quer contra, uma eventual proibição das vendas curtas, o Congresso optou por não tomar uma firme posição sobre a sua permissibilidade, tendo por sua vez delegado os poderes de regulação no SEC.

Em 2008, a extrema volatilidade dos mercados levou a que os investidores perdessem a confiança nas escolhas de regulamentação do SEC. Apesar do entendimento que a fraca regulação das vendas curtas não foi um factor contributivo para as falhas dos mercados, há quem critique que a insuficiência de limites no âmbito das vendas curtas, facilitou a especulação que levou ao colapso do Bear Steams e do Lehman Brothers.

Em 15 de Julho de 2008, foi emitida uma ordem de proibição de vendas a descoberto de várias entidades financeiras. Na comunicação desta medida, a SEC esclareceu que *“Falso rumores podem levar a uma perda de confiança em nossos mercados. Essa perda de Confiança pode levar à venda de pânico, o que pode ser ainda mais exacerbado pela Venda. Como resultado, os preços dos títulos podem diminuir artificial*

e desnecessariamente Bem abaixo do nível de preços que resultaria da descoberta normal de preços processo. Se estiverem envolvidas instituições financeiras significativas, essa cadeia de eventos pode Perturbação dos nossos mercados.” ¹⁷

Para além destas medidas, a SEC implementou proibições de vendas curtas de um conjunto de entidades financeiras, exigiu a comunicação de operações de vendas curtas quanto a determinados valores mobiliários e aliviou restrições na recompra de valores mobiliários por parte de emitentes¹⁸.

¹⁷ RELEASE NO. 58166 / July 15, 2008, disponível em www.sec.gov/rules/other/2008/34-58166.pdf; tradução livre da Autora.

¹⁸ RELEASE NO. 34-58592 / September 18, 2008, disponível em www.sec.gov/rules/other/2008/34-58592.pdf

III- DEFINIÇÃO DE SHORT-SELLING: VENDAS CURTAS

O “short selling” é um conceito inglês que, numa tradução literal, significa “*venda curta*” de instrumentos financeiros, dos quais os mais comuns são as acções. Por uma questão de facilidade de entendimento iremos tomar como veículo de exemplo para a explicação em que consiste uma venda curta, este instrumento financeiro mais comum.

A compra ou venda de acções representa na prática a compra ou venda de uma fracção do capital social de uma qualquer entidade. Esta compra ou venda de acções pode ser realizada através de um negócio que envolve, de uma forma directa, a própria entidade e/ou os seus accionistas ou, por outro lado, pode ser realizada através de um corretor em mercado regulamentado¹⁹. Designam-se por mercados regulamentados os mercados que cumprem os exigentes requisitos legais quanto ao seu funcionamento e à forma de prestação de informação, e a sua existência carece de devida autorização pelo Ministério das Finanças.

Em Portugal, nos termos da Portaria n.º 556/2005 de 27 de Junho, e para efeitos da Directiva n.º 93/22/CEE, do Conselho, de 10 de Maio, existem actualmente os seguintes mercados regulamentados autorizados:

- a) Eurolist by Euronext Lisbon, mercado de cotações oficiais, gerido pela Euronext Lisbon - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S. A.;
- b) Mercado de futuros e opções gerido pela Euronext Lisbon - Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S. A.;

¹⁹ “Os mercados regulamentados trabalham em sistema multilateral, operado e/ou gerido por um operador de mercado, que permite o encontro ou facilita o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros – dentro desse sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias – por forma a que tal resulte num contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação de acordo com as suas regras e/ou sistemas e que esteja autorizado e funcione de forma regular e em conformidade com o disposto no Título III da Directiva 2004/39/CE, do Parlamento e do Conselho, de 21 de Abril (Directiva dos Mercados e Instrumentos Financeiros – DMIF).”, definição da CMVM.

c) Mercado especial de dívida pública, gerido pela MTS Portugal - Sociedade Gestora do Mercado Especial de Dívida Pública, SGMR, S.A.

Tradicionalmente os mercados onde se transacionavam valores mobiliários funcionavam em grandes salas, às quais se dava o nome de “*floors de negociação*”, nas quais eram transmitidas as ordens de compra e venda dos instrumentos financeiros. Estas salas, porém, caíram em desuso e deram lugar às plataformas electrónicas de negociação, onde actualmente funcionam os mercados financeiros.

Para aquilo que nos interessa no âmbito do estudo a que nos propusemos, as vendas curtas integram o tipo de operação de venda de instrumentos financeiros em mercado, através de uma ordem transmitida pelo ordenador a um intermediário financeiro, tipicamente um corretor de bolsa, devendo este executar essa ordem em sede mercado a contado²⁰. Após a celebração das transacções no mercado a contado, estas operações são liquidadas num prazo reduzido de três dias, a contar do encerramento da transacção.

Importante para conseguirmos perceber a relevância das vendas curtas é saber que os instrumentos financeiros objecto de transacção em mercado podem ter, nos termos da lei, uma natureza escritural ou titulada. Designam-se por instrumentos financeiros escriturais os instrumentos que não têm uma presença física, isto é, não estão representados em papel, tendo os mesmos apenas uma existência meramente electrónica, em registos informáticos. Por outro lado, os instrumentos financeiros titulados são representados por documentos em papel²¹. Estes valores mobiliários titulados podem, por sua vez, ser ao portador ou nominativos. Os valores mobiliários titulados ao portador transmitem-se por entrega do título ao comprador ou ao depositário por ele indicado²², enquanto que os valores mobiliários titulados nominativos transmitem-se por declaração de transmissão, escrita no título, a favor

²⁰ O mercado a contado difere do mercado a prazo, na medida em que neste último a liquidação e entrega ocorre num espaço de tempo mais longo, prazo esse que é fixado em cada mercado. Em Portugal, apenas existe um mercado a prazo: o mercado de futuros e opções.

²¹ Artigo 46.º, n.º 1 do CVM.

²² Artigo 101.º, n.º 1 do CVM.

do transmissário, seguida do respectivo registo junto da entidade emitente ou junto de um intermediário financeiro que o represente²³.

Nos mercados financeiros, os titulares dos instrumentos financeiros (ordenadores) não participam directamente nas operações de compra e venda, limitando-se apenas a emitir ordens de compra ou venda sobre esses instrumentos. Deste modo, a transmissão em mercado é sempre realizada com a intervenção de um intermediário financeiro, e processa-se em duas fases:

a) numa primeira fase, a fase de negociação, o intermediário recebe, por parte do ordenador, uma ordem de aquisição ou transmissão, a qual irá ao mercado executar, introduzindo uma oferta no mercado ou procurando uma aquisição;

b) verificando-se a operação correspondente à ordem colocada no mercado (compra ou venda), a transmissão prossegue para a sua segunda fase, a fase da liquidação e compensação, sendo nesta segunda fase que se verifica a transferência efectiva dos valores mobiliários da conta do vendedor para a conta do comprador ao mesmo tempo em que é realizada a transferência do dinheiro da conta do comprador para a conta do vendedor.

A liquidação é assim o conjunto de actos que visam o cumprimento das operações de bolsa, e concretiza-se com o pagamento do preço e a transferência do registo. A compensação, por sua vez, é a determinação de quais as posições activas e passivas das várias partes, e o momento de apuramento dos saldos e confirmação da disponibilidade dos valores e fundos para liquidar.

Entre a primeira fase de negociação, nomeadamente entre o momento em que se realiza a transacção do instrumento financeiro em mercado, e a segunda fase de liquidação ocorre um período de tempo que, no caso dos mercados a contado, é de três dias úteis. Este período de tempo destina-se a permitir que os instrumentos transitem da conta do vendedor para a conta do comprador e que o respectivo valor em dinheiro seja depositado na conta do vendedor, cumprindo-se assim todas as fases da operação. Posto isto, é comum dizer-se que a liquidação de uma transmissão de instrumentos financeiros tem um prazo de três dias.

²³ Artigo 102.º, n.º 1 do CVM.

Em Portugal, a regra em matéria de transmissão da titularidade de valores mobiliários escriturais é a de que a transmissão apenas ocorre pelo registo em conta do adquirente, conforme disposto no artigo 80.º, n.º 1 do CVM, registo esse que deve, tipicamente, ocorrer no prazo de três dias úteis para a liquidação.

Como teremos oportunidade de ver, é esta norma do CVM que, conjugada com as normas do mesmo Código que regulam a matéria da legitimidade, nos faz levantar a questão sobre a admissibilidade e a forma de regulação das vendas curtas.

Percebida a lógica das transacções dos instrumentos financeiros, podemos avançar para uma definição de short selling. Short selling, ou venda curta, é então a venda de instrumentos financeiros cuja titularidade o ordenador não tem, ficando assim em dívida quanto ao instrumento objecto da venda, porquanto deu uma ordem de venda de valores mobiliários sem ser o seu titular no momento do negócio. Nesta situação diz-se então que o ordenador tem uma posição curta.

As vendas curtas acabam por ser uma prática comum precisamente pela dilatação temporal que existe entre o momento em que se realiza a operação de venda e a liquidação da mesma. Conforme mencionamos supra, entre o momento da transacção e a liquidação ocorre um período de três dias úteis, no qual deve o comprador fazer a transferência do preço e o vendedor a entrega dos títulos. Porque existe esta dilatação, pode o ordenador dar uma ordem de venda de instrumentos que não detém, ficando na obrigação de os obter a tempo de cumprir a liquidação.

A CMVM designa por “*short selling (venda a descoberto)*” “*a operação de venda em que o vendedor obteve os instrumentos financeiros alienados por via de empréstimo ou por qualquer outro negócio jurídico que lhe atribua uma titularidade futura ou transitória desses instrumentos financeiros e o constitua numa obrigação de restituição desses instrumentos. O vendedor que realiza short selling aposta na descida do preço dos instrumentos financeiros objecto da operação e pretende ganhar com isso. O ganho do short seller é obtido pela diferença entre o preço da venda e o preço da recompra desses valores, acrescido de juros e custos de realização das operações.*”²⁴

Ou seja, a CMVM entende que são operações de “short selling” ou “venda a descoberto” as operações de venda de um instrumento financeiro do qual o

²⁴ Em www.cmvm.pt

ordenador apenas tem uma titularidade temporária, por via de um negócio de empréstimo ou um outro qualquer negócio equivalente que lhe confira uma titularidade temporária.

Por outro lado, uma operação em que o ordenador não dispõe, no momento da venda, da titularidade dos instrumentos para a liquidação da operação, nem mesmo por via de um negócio de empréstimo, é designada pela CMVM como uma operação de “*Short Selling Descoberto*”.

A nosso ver, a operação a que a CMVM designa de “short selling descoberto” é, na prática, uma operação de venda a descoberto, contudo a operação que a CMVM designa por “short selling (venda a descoberto)”, não é uma operação a descoberto.

Na literatura nacional sobre o tema do short selling, encontramos conceitos diferentes para descrever aquilo que, na realidade representa uma venda curta. Havendo quem opte por manter o termo em inglês, short selling, mas havendo também quem opte por recorrer à sua tradução para português. Julga-se que a origem da discrepância dos conceitos reside nas traduções, tantas vezes, pouco rigorosas de conceitos técnicos ingleses. Os vários entendimentos existentes na literatura sobre como se define as vendas curtas e a venda a descoberto, e qual o nome a dar a cada uma dessas operações, recorrendo-se em alguns casos a traduções incorrectas de conceitos estrangeiros, leva a uma dificuldade de limitar e apreender quais as operações que realmente podem ser integradas no âmbito das vendas curtas.

Apesar de se seguir a definição das modalidades de vendas curtas apresentada pela CMVM, já não se pode acompanhar a designação que aquela entidade atribui a cada uma daquelas operações. A nosso ver, não são uma e a mesma coisa.

Exemplo da dificuldade de interpretação e delimitação dos conceitos sobre short selling, podemos no Regulamento da União Europeia n.º 236/2012, de 14 de Março de 2012 (doravante, RUE ou simplesmente Regulamento), o qual, entre muitas outras coisas, veio apresentar uma definição de “*venda a descoberto*”, no seu artigo 2.º, n.º 1, alínea b). Neste artigo, e para efeitos de aplicação do Regulamento, entende-se por:

“Venda a descoberto, relativamente a uma acção ou a um instrumento de dívida, qualquer venda de acções ou do instrumento de dívida que o vendedor não seja titular no momento em que celebra o acordo de venda, incluindo vendas em que, no momento em que celebra o acordo de venda, o vendedor tenha tomado de empréstimo ou acordado em tomar de empréstimo as acções ou o instrumento de dívida para entrega na liquidação, excluindo-se:

i) vendas efectuadas por qualquer das partes num acordo de recompra em que uma parte tenha acordado em vender à outra valores mobiliários a um preço determinado com a promessa de revenda pela outra parte desses valores mobiliários numa data futura a outro preço determinado,

ii) transmissões de valores mobiliários efectuadas no âmbito de acordos de empréstimo de valores mobiliários, ou

iii) a celebração de um contrato de futuros ou outro contrato de derivados no qual se acorde a venda de valores mobiliários a um preço determinado numa data futura.”

Não obstante o artigo referir-se a “vendas a descoberto”, a sua definição incluiu aquelas que veremos que são as duas modalidades de short selling. Ou seja, segundo o RUE, são vendas a descoberto as operações em que o ordenador não detém de todo qualquer titularidade ou forma de assegurar a entrega dos títulos objecto de venda, mas também as operações em que o ordenador detém uma titularidade temporária desses títulos, por via de um negócio de empréstimo ou equivalente.

Porém, se procedermos à consulta do RUE na sua versão original, em inglês, verificamos que o que o artigo 2.º, n.º 1, alínea b) na realidade define são as operações de “short selling”. Poderia querer isto dizer que, na transposição do conceito para português, optou-se por identificar todas as operações de “short selling” como “vendas a descoberto”, independentemente de qual modalidade se tratasse, culminando este Regulamento precisamente adopção oficial do termo “venda a descoberto” para significar aquilo que, lá fora, se entende por “short selling”.

Neste ponto, e fazendo a devida vénia, não podemos deixar de discordar. Traduzir “short selling” para “venda a descoberto” e referir-se a todas as operações de venda de instrumentos dos quais não se tem a titularidade usando apenas aquele termo, representa uma tradução incorrecta dos termos e potencialmente geradora de

equivocos. Acresce ainda que, não se acompanha o entendimento hipotético de que foi intenção do legislador procurar uniformizar os termos quando, ao traduzir o Regulamento, definiu “*short selling*” como “*venda a descoberto*”.

O conceito de “*short selling*” integra uma realidade bem mais ampla do que aquela que a “*venda a descoberto*” deveria integrar. Devendo entender-se que a venda a descoberto é na verdade uma modalidade de short selling, e não o short selling no seu todo. Assim, se é verdade que toda a venda a descoberto é uma operação de short selling, já não é verdade que todas as operações de short selling sejam vendas a descoberto.

Devido a este facto, e para evitar equívocos conceituais, preferimos uma interpretação mais literal e abrangente do conceito de short selling, como sendo operações de *venda curta*. Não por sentirmos necessidade de manter as traduções literais dos estrangeirismos, as quais nem fariam sentido quando se está no plano dos conceitos, mas porque, e como veremos infra, entende-se ser esta a correcta designação e delimitação do que são operações de short selling, isto é, vendas curtas.

Definidos os termos, vejamos então em que consiste as vendas curtas, como se concretiza uma operação de venda curta e quais os seus efeitos no mercado.

III.A- INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS

Os mercados regulamentados financeiros funcionam com sujeitos próprios. Apesar de os ordenantes estarem a celebrar operações de compra e venda, não são os próprios titulares(ou pretensos titulares) dos instrumentos financeiros que intervêm directamente nos mercados. A intervenção directa no mercado é realizada por intermediários financeiros, sujeitos próprias do mercado que servem de ponto de ligação entre os ordenadores e o mercado.

Nem sempre são pessoas singulares; podendo haver entidades que exercem actividades de intermediação financeira.

O artigo 289.º n.º 1 do CVM estipula o que são consideradas actividades de intermediação financeira. Nos termos deste artigo constituem então actividades de intermediação financeira:

- a) os serviços e actividades de investimento em instrumentos financeiros;
- b) os serviços auxiliares dos serviços e actividades de investimento;
- c) a gestão de instituições de investimento colectivo, como são os:
 - i) organismos de investimento colectivo em valores mobiliários;
 - ii) organismos de investimento alternativo em valores mobiliários e organismos de investimento em activos não financeiros;
 - iii) organismos de investimento imobiliário;
 - iv) organismos de investimento em capital de risco, organismos de empreendedorismo social e organismos de investimento alternativo especializado e;
 - v) fundos de titularização de créditos.;
- d) o exercício das funções de depositário dos instrumentos financeiros que integram o património das instituições de investimento colectivo referidas na alínea anterior.

A actividade de intermediação financeira, em Portugal, depende da verificação de certos requisitos, como são a autorização concedida pela autoridade competente; e o respectivo registo prévio dessa qualidade junto da CMVM²⁵.

Nos termos do número 2 do mencionado artigo 289.º, apenas os intermediários financeiros podem exercer, a título profissional, as actividades de intermediação financeira. Deste modo, o CVM define igualmente o que considera ser intermediários financeiros, no artigo 293.º, n.º 1. São assim intermediários financeiros:

- a) as instituições de crédito e as empresas de investimento que estejam autorizadas a exercer actividades de intermediação financeira em Portugal;
- b) as entidades gestoras de instituições de investimento colectivo autorizadas a exercer essa actividade em Portugal;
- c) As instituições com funções correspondentes às referidas nas alíneas anteriores que estejam autorizadas a exercer em Portugal qualquer actividade de intermediação financeira; e,
- d) as sociedades de investimento mobiliários e as sociedades de investimento imobiliário.

Apesar se serem várias as entidades de investimento em instrumentos financeiros, as sociedades corretoras são os intermediários mais comuns quando se trata de transacções de valores mobiliários em mercado regulamentado.

Os intermediários financeiros representam assim o ponto de ligação entre as ordens emitidas pelos ordenadores e a sua respectiva execução em sede de mercado. Em mercado financeiro, quem é o titular de instrumentos financeiros pode emitir ordens de compra ou venda aos intermediários, os quais têm obrigação de executar essas ordens.

Sucedo que, a obrigação de executar as ordens do ordenador não é uma obrigação “cega”. O CVM, exige aos intermediários financeiros a verificação da legitimidade de

²⁵ Artigo 295.º a 303.º do CVM.

quem emite a ordem (ordenador), assim como determina que sejam adoptadas as providências que permitam estabelecer o momento em que a ordem foi recebida²⁶.

O incumprimento de uma ordem por parte do intermediário financeiro faz o mesmo incorrer em responsabilidade contraordenacional, nos termos do artigo 397.º do CVM. No entanto, se é verdade que o intermediário financeiro fica sujeito à responsabilidade caso incumpra uma ordem do ordenador, também é verdade que o intermediário não está obrigado a aceitar toda e qualquer ordem desse mesmo ordenador. Inclusivamente, constitui um dever legal do intermediário financeiro recusar uma ordem caso não se verifiquem determinadas condições. Deste modo, é lícito²⁷ ao intermediário financeiro recusar uma ordem quando:

- a) o ordenador não lhe forneça toda a informação necessária à sua boa execução;
- b) seja evidente que a operação contraria os interesses do ordenador, salvo se este o confirmar por escrito;
- c) o intermediário não esteja em condições de fornecer ao ordenador toda a informação necessária para a execução da respectiva ordem;
- d) o ordenador não preste caução exigida por lei para a realização da operação, ou;
- e) não seja permitido ao ordenador a aceitação de oferta pública.

Do que resulta da previsão da lei é que a recusa é legítima nas situações elencadas, por duas ordens de razões: por um lado, numa perspectiva de protecção do intermediário financeiro quando o mesmo não disponha das condições exigidas, no que diz respeito à informação e transparência, para a boa execução da ordem, e a prosseguir com a execução dessa ordem, estaria a assumir um elevado risco de incumprimento do qual resultariam efeitos desvantajosos para o ordenador; e por outro lado, numa perspectiva de protecção do próprio mercado, cabendo ao intermediário a função de promover a circulação de informações correctas e não arbitrarias no mercado.

Sabendo que a lei atribui aos intermediários financeiros o dever de verificarem a legitimidade do ordenador, através da verificação de que os instrumentos

²⁶ Artigo 325.º do CVM.

²⁷ Artigo 326.º, n.º 1 do CVM.

financeiros objecto da ordem de venda encontram-se efectivamente registados na conta daquele, podemos levantar desde já a questão de saber se, por esta via, está o regime português desde logo a proibir, ainda que indirectamente, a venda a descoberto.

A questão não se chega a colocar quando estamos a falar de uma venda curta “coberta” ou venda financiada, isto é, quando o ordenador tem uma titularidade temporária ou precária dos instrumentos financeiros por via da celebração de um qualquer contrato de empréstimo ou negócio equivalente. Isto porque, ainda que disponha de uma titularidade temporária, aqueles instrumentos estarão registados na sua conta.

Outra situação mais complicada é, porém, a venda a descoberto, já que o ordenador que emite a ordem de venda a descoberto não tem os títulos registados na sua conta, devendo o intermediário financeiro diligente concluir pela sua ilegitimidade. Que deveres tem o intermediário financeiro perante esta situação?

Antes de respondermos àquela questão, debrucemo-nos primeiro sobre quais as consequências para o ordenador na hipótese de o intermediário verificar a sua ilegitimidade. Quis o legislador estipular, através da imposição deste dever aos intermediários financeiros, uma obrigação de existência desta legitimidade prévia à emissão de ordens, tornando assim os intermediários nos veículos de controlo da existência dessa legitimidade? A resposta parece-nos negativa.

As normas do CVM impõem efectivamente aos intermediários financeiros o dever de verificar essa legitimidade, mas tão só esse dever de verificação. Conforme iremos explorar adiante, nos termos da lei não cabe aos intermediários “assegurar”²⁸ a legitimidade dos ordenadores²⁹. O regime impõe assim ao intermediário financeiro a mera verificação da legitimidade, mas não exige a confirmação da titularidade, tratando-se de um controlo da legitimidade assente na confiança.

²⁸ “Operações de Short Selling”, Célia Reis, Isabel Vidal, Pedro Wilton, Rita Duarte Sousa, Vol. 12 (2001), N.º 1, pág. 166, in *Cadernos Do Mercado De Valores Mobiliários*.

²⁹ Desenvolvemos esta questão infra, no capítulo III.C

III.B- MODALIDADES DE SHORT-SELLING

Definimos já o conceito de short selling como sendo a operação de venda de um instrumento financeiro em mercado regulamentado, do qual o vendedor não é titular, tendo o ordenador da venda o dever de entregar o valor objecto da transacção dentro do prazo da liquidação, ou seja, no prazo de três dias úteis.

Posto isto, o vendedor terá de adquirir a titularidade daquele valor no prazo da liquidação, o que significa que no decorrer daquele prazo, o vendedor irá ao mercado tentar obter o instrumento financeiro, possivelmente por um preço abaixo do preço de venda. Caso não consiga obter a titularidade do valor mobiliário vendido dentro do prazo da liquidação, o mesmo entrará em incumprimento.

Contudo, existem formas de o vendedor, que não é titular do valor mobiliário, garantir que não irá falhar no momento da liquidação, não sendo todas as formas de venda curtas iguais. No âmbito deste tipo de venda, podemos identificar duas principais modalidades.

Venda financiada (“Covered short selling”)

Uma forma de o ordenador da operação de venda curta poder garantir o cumprimento da liquidação, assegurando a disponibilidade dos instrumentos para a entrega, passa pela celebração de um contrato de empréstimo ou um qualquer outro negócio jurídico equivalente que lhe atribua uma titularidade precária ou temporária dos valores mobiliários, encontrando-se assim o ordenador da venda “coberto”. Esta modalidade designa-se de “*covered short selling*” ou “*venda financiada*”³⁰.

Esta modalidade de short selling permite garantir que o vendedor não irá falhar a liquidação, estando na titularidade do valor mobiliário no momento desde o momento em que a operação se concretiza em mercado. Isto porque, no momento

³⁰ PAULA COSTA E SILVA, “*As operações de venda a descoberto de Valores Mobiliários*”, pág. 30.

da liquidação, o vendedor irá transmitir o valor mobiliário subjacente ao negócio coberto, ou seja, o valor que é entregue no momento da liquidação será o instrumento financeiro emprestado ao vendedor. Não falhando assim a liquidação, o vendedor terá por sua vez de “cobrir” o empréstimo, na medida em que nos termos desse negócio foi criada a obrigação de restituição desses instrumentos ao terceiro mutuante. O ordenador irá então, comprar os instrumentos no mercado, idealmente a um preço reduzido, e entregando-os ao seu titular originário no prazo e termos estipulados no contrato de empréstimo para a restituição.

Precisamente por esta razão, as vendas curtas são realizadas quando os operantes confiam numa descida dos preços dos valores mobiliários, o que lhes permite vender os valores emprestados a um preço elevado, e depois aguardar pelas quedas de preço dos activos, comprando-os por valores reduzidos, restituindo-os ao seu original titular valores adquiridos por um valor inferior. Entre uma operação e outra, o ordenante, idealmente, recebe um benefício pela aquela transacção.

Também o terceiro mutuante recebe um benefício por se encontrar privado dos seus títulos no prazo em que o negócio de empréstimo se encontrar em vigor. Tendencialmente os ordenadores pagam uma determinada contrapartida, geralmente uma taxa de juro, previamente acordada entre as partes. Deste modo, o terceiro mutuante não só recebe aquela contrapartida, como depois vê-se restituído dos seus títulos, sem correr grandes riscos.

Cabe assim ao short seller financiado a destreza e capacidade de conseguir beneficiar das descidas dos preços por forma a receber um benefício, ao mesmo tempo que cumpre a liquidação e a obrigação de restituição dos instrumentos objecto de empréstimo.

Venda a descoberto (“Naked Short Selling”)

Por outro lado, pode acontecer que o ordenador da venda não tenha celebrado nenhum negócio de cobertura, dando uma ordem de venda de um instrumento financeiro do qual não tem qualquer titularidade, ainda que precária ou temporária. O short seller fica assim com o dever de adquirir obrigatoriamente esse título no mercado dentro do prazo para a liquidação, ou seja, três dias úteis. Trata-se de uma

segunda modalidade de short selling designada por “*naked short selling*”, ou “*venda a descoberto*”.

A CMVM define “*short selling descoberto*”, como a operação de short selling em que o vendedor não assegurou, no momento da venda, a disponibilidade ou a garantia da entrega dos valores para a liquidação da operação³¹. Sobre esta interpretação já nos pronunciamos supra no capítulo III.

Uma das vantagens do short selling é permitir uma aproximação realística dos preços dos valores mobiliários no que respeita à sua oferta e procura. Sem este instrumento o mercado dos valores mobiliários ficaria sempre limitado por uma oferta extremamente optimista, ao ponto de levar a uma sobrevalorização dos valores mobiliários.

Contudo, a venda a descoberto, em quanto modalidade de operação de venda curta é muito criticada pelos seus potenciais efeitos nocivos no mercado. Este tipo de actuação no mercado é muitas vezes vista como a causa de todos os males, gerando instabilidade no mercado, e levando a constantes falhas na liquidação. Isto porque, a venda a descoberto dá um acrescido espaço aos investidores para promoverem manipulações de mercado, criando especulação.

Ainda que se veja a especulação em mercado, como um factor importante e necessário ao seu bom funcionamento, esta pode, por vezes, ser levada ao extremo. E a verdade é que, tem mais interesse tem na manipulação do mercado e na especulação prejudicial, são muitas vezes os short sellers. Quando um ordenador emite uma ordem de venda a descoberto, conta necessariamente com uma descida do seu preço no mercado, caso contrário não retirará qualquer benefício. No entanto, numa situação em que, após a ordem de venda a descoberto, o preço do activo em vez de descer, aumenta, aquele ordenador vê na especulação um mecanismo de forçar aquela descida. Propagando-se informação tendenciosa, e falsos rumores, o valor daquela entidade cujo activo se pretende adquirir irá descer, descendo assim o respectivo preço. Esta especulação leva também a que os participantes dessas entidades percam também confiança nas mesmas, procurando desfazer-se das suas participações. Isto significa que, por via daqueles mecanismos

³¹ Glossário disponível em www.cmvm.pt

de manipulação, chegará ao mercado mais activos prontos a serem adquiridos, e desta vez, por um preço mais baixo.

Tendo isto em mente, que é uma realidade em muitos mercados e um risco destas operações, a verdade é que, após vários colapsos dos mercados, não se encontra empiricamente demonstrado que as operações de venda curta em geral, e a venda a descoberto em particular, sejam os únicos ou sequer os principais responsáveis pelas instabilidades dos mercados financeiros.

III.C LEGITIMIDADE

Nos capítulos anteriores já nos adiantamos sobre o papel do princípio da legitimidade, previsto no CVM, nas operações em mercado, em particular a sua importância para perceber até que ponto são as operações de vendas curtas admissíveis no ordenamento jurídico português.

Ainda assim, entendemos debruçarmo-nos sobre esta matéria em capítulo próprio, por forma a determinarmos quais as consequências da verificação (ou não) da legitimidade dos ordenadores.

Como vimos supra, o CVM dispõe também, e para este efeito, uma regra própria sobre legitimidade no seu artigo 55.º, n.º 1, a qual reconhece legitimidade àquele que se encontrar identificado como titular de direitos relativos a esse valor mobiliário no registo ou no próprio título. Reconhecida a legitimidade fica o titular “legitimado” para o exercício dos direitos que são inerentes aos respectivos instrumentos financeiros. Quer então isto dizer que, nos termos combinados desta norma, 55.º, n.º 1 do CVM, com o disposto no artigo 80.º, n.º 1 do mesmo Código, e recorrendo a uma interpretação excessivamente literal das mesmas, o investidor teria de aguardar que o registo em conta fosse realizado, no prazo de três dias para a liquidação, para poder exercer os direitos inerentes ao instrumento adquirido, nomeadamente a (re)venda desse mesmo valor mobiliário. Já que, só assim poderia considerar-se que o vendedor estava legitimado para essa (re)venda.

Caso assim fosse, os mercados financeiros estariam cheios de investidores que num momento ou outro se encontravam impedidos de intervir e realizar operações, por estarem a aguardar a “aquisição” de legitimidade nos termos daqueles artigos.

Os mercados financeiros conhecem um incontável número de transacções diárias, muitas das quais têm por objecto o mesmo instrumento financeiro, sendo comum, a título de exemplo, que uma acção de uma determinada entidade seja comprada no início de uma sessão para depois ser vendida e recomprada antes do fecho dessa mesma sessão. Ou seja, o mesmo instrumento financeiro pode, no decorrer de uma

sessão de mercado, passar de “mão em mão”, sem ter de aguardar qualquer prazo para a aquisição de legitimidade.

Posto isto, entender que está legitimado para realizar operações em mercado apenas quem se encontra identificado como titular dos direitos relativos ao valor objecto da operação, impediria a verificação de situações como a exposta no parágrafo anterior. Sabendo que o mercado quer-se fluido e dinâmico, tal não seria possível perante uma exigência de legitimidade.

No que às vendas curtas diz respeito, estas representam assim um desvio àquela noção de legitimidade prevista no artigo 55.º, n.º 1 do CVM. Isto porque o artigo 80.º, n.º 2 do CVM atribui também legitimidade para alienar o instrumento financeiro a quem tenha comprado esse instrumento em mercado, mesmo que ainda não se tenha verificado o registo em conta ou essa titularidade não conste do título. Deste modo, o investidor que comprou o título pode, ainda antes do registo em conta dos valores comprados, o que, tipicamente, só ocorria após a fase da liquidação, vender esse mesmo título novamente nesse mesmo mercado.

Esta segunda via do princípio da legitimidade, que se interpreta como excepção à regra de legitimidade do artigo 55.º, n.º 1 do CVM, no entendimento de que o investidor pode realizar operações de venda de um instrumento financeiro após a sua compra em mercado, acaba por ser reforçado pelo artigo 210.º, n.º 1 do CVM, o qual dispõe que: *“Os direitos patrimoniais inerentes aos valores mobiliários vendidos pertencem ao comprador desde a data da operação.”*

A redação dos artigos 55.º, n.º 1 e do 210.º, n.º 1, deixa algumas dúvidas de interpretação quanto ao momento em que aqueles direitos patrimoniais inerentes aos instrumentos financeiros podem ser exercidos. O artigo 210.º, n.º 1 atribui os direitos inerentes aos instrumentos financeiros ao comprador desde o momento da operação, ou seja, desde o momento da compra, ainda antes da liquidação. Contudo, o artigo 55.º, n.º 1 parece asfixiar uma possibilidade de exercício imediato desses direitos, porquanto o comprador apenas teria legitimidade para os exercer após o registo da titularidade. Esta não nos parece ser a interpretação mais correcta da conjugação destes artigos, assim como também, no nosso entender, não é sequer a interpretação pretendida pelo legislador.

Também como vimos supra, nas situações em que a lei impõe ao intermediário o dever de recusar uma ordem (artigo 326.º, n.º 1 do CVM) não se encontra a hipótese de o mesmo ter verificado a ilegitimidade do ordenador.

Isto visto, apenas podemos concluir que não existe qualquer consequência para o intermediário financeiro que execute uma ordem emitida por um ordenador, cuja ausência de legitimidade foi verificada. E nem se levante o argumento de que se trata de uma lacuna na lei, já que nos últimos anos as vendas curtas têm sido alvo de um apertado controlo e restrições, sem que nunca se tenha pretendido exigir a verificação da legitimidade como condição de aceitação de uma ordem de venda pelo intermediário financeiro. Inclusivamente o próprio CVM, já sofreu pelo menos dezanove alterações desde 2008, sem que se tenha feito qualquer revisão da matéria da legitimidade.

Tudo visto, apenas se pode concluir que nunca foi intenção do legislador de proibir, ou pelo menos, estipular sanções, para as situações em que o intermediário executa de ordens de venda após a verificação da ausência de legitimidade do ordenador.

III.D- SHORT SELLING COMO INSTRUMENTO DE EFICIÊNCIA DO MERCADO

Um dos factores mais importantes dos mercados é a sua eficiência. Esta eficiência traduz-se na possibilidade de os preços praticados nesse mercado reflectirem toda a informação relevante e disponível sobre as entidades emitentes de instrumentos financeiros, sendo por isso os respectivos preços aceites por todos os intervenientes na negociação por serem os mais equilibrados.

Na base de que os investidores são racionais e baseiam as suas decisões de investimento nos preços verificados no mercado, para assim determinarem se uma entidade tem valor ou não, valendo a pena o investimento, é necessário que o mercado seja eficiente na transmissão de informações verdadeiras.

As vendas curtas acabam por ter uma função de garantia de eficiência no mercado. Num mercado em que as vendas curtas são de todo proibidas, mais frequentemente ocorrerão episódios de manifesta ineficiência e ausência de necessárias flutuações no mercado. Por exemplo, na hipótese de um qualquer valor mobiliário ser negociado por um preço muito elevado ou muito baixo que, em qualquer caso, não corresponde à realidade da valorização que ao mesmo se devia fazer, nem reflecte toda a informação que deveria, sem que nunca haja qualquer flutuação do preço desse valor mobiliário, o mesmo iria conhecer uma subida ou descida continuada. O que significaria que, um qualquer valor mobiliário que se apresentasse sobrevalorizado no mercado manteria essa sobrevalorização, confiando os investidores na suposta informação veiculada através do preço, mas investindo numa entidade cuja actividade não corresponderia à imagem de valorização transmitida. O mesmo aconteceria na hipótese de estarmos perante um valor subvalorizado.

Nesta hipótese, teríamos um mercado no qual estariam a circular informações distorcidas quanto aos produtos, que não correspondem à realidade, colocando em risco a eficiência do mercado. Nem todos os investidores têm acesso a informação sobre os activos em negociação, para além daquela veiculada, na maior parte das vezes apenas pelo preço, no mercado. Quer isto dizer que, estes investidores irão

basear as suas decisões de investimento tenho por base informações que poderão estar viciadas. Por esta razão, instrumentos de que forneçam algum equilíbrio da informação transmitida nos mercados, não são prejudiciais, mas antes necessários.

É verdade que as operações de short selling não são livres de críticas, sendo muitas vezes entendidas principais responsáveis pelos colapsos dos mercados. No entanto, não deixam de ser operações importantes, e até mesmo necessárias nos mercados, por ser um potencial instrumento gerador de eficiência.

Uma venda a descoberto implica a venda de um valor mobiliário do qual o vendedor não é titular, estando assim a vender um valor mobiliário com uma existência, neste momento, meramente virtual. Esta operação leva a que estejam em negociação mais valores do que aqueles que realmente existem, ou seja, implica a existência de mais oferta. Tratando-se, a título de exemplo, de um valor mobiliário cuja (falta de) informação existente no mercado tenha conduzido à sua sobrevalorização, as operações de venda a descoberto ajudam a repor alguma adequação no mercado, pois o excedente – que em parte é virtual – dos valores levaram a uma redução dos preços, permitindo alguma adequação entre a oferta e a procura.

É também esta redução do preço, motivada pelo aumento virtual da oferta, que atrai os ordenadores das operações de vendas curtas, na medida em que lhes permite vender um valor mobiliário por um preço mais elevado, para depois ir ao mercado comprar aquele valor mobiliário para entrega na liquidação, beneficiando de uma eventual redução de preço, redução essa que, a mais das vezes, resulta da própria operação de venda curta.

As operações de vendas curtas corrigem as distorções nos mercados, adequando os preços dos valores mobiliários.

Por outro lado, são também fonte de liquidez do mercado, já que implicam a realização de mais transacções do que aquelas que existiriam sem a oferta virtual de instrumentos financeiros.

III.E- RISCOS PARA O MERCADO: INSTABILIDADE E ESPECULAÇÃO

As operações de vendas curtas assumem, como vimos já, um papel relevante no funcionamento dos mercados, sobretudo ao nível da liquidez e eficiência. Tendo isto em conta, e sendo as vendas curtas um instrumento que permite a verificação de necessárias flutuações nos preços dos instrumentos financeiros, gerando a referida liquidez e promovendo a tão louvada eficiência de mercado, quererá isto dizer que estas operações são mais valias para o mercado, das quais não resultam efeitos ou consequências prejudiciais para o mercado? Isto porque, se assim é, será possível reconhecer validade nos fundamentos apresentados pelos Autores que veem nas vendas curtas a origem de todos os males do mercado? Serão as vendas curtas livres de críticas?

Ora, adiantando a resposta, as vendas curtas não são livres de críticas. Seja qual for a perspectiva que se tenha quando estudamos o que são as vendas curtas ou quando analisamos os seus efeitos no mercado, é difícil ter uma visão completamente unilateral deste instrumento de intervenção do mercado, seja ela no sentido favorável ou desfavorável.

Tudo porque, o centro desta questão reside no risco que as vendas curtas representam para o mercado. Precisamente porque as operações de venda curta representam uma venda de instrumentos financeiros cuja titularidade não se dispõe no momento do negócio, o risco de incumprimento é superior ao de uma operação de venda normal, cujos títulos encontram-se disponíveis para a entrega desde o momento em que o negócio se realiza. E tendo em conta o que sabemos, seríamos levados a pensar que esta situação de risco é apenas possível na modalidade de venda curta descoberta, visto que a venda financiada permite que os instrumentos financeiros estejam disponíveis para a entrega desde que o momento em que o negócio se realiza. Ainda assim, podemos identificar um momento de risco nas operações de venda financiada.

Sucedem que, estas duas modalidades de vendas curtas, as quais oportunamente definimos, conhecem momentos distintos no que respeita à determinação do risco

de incumprimento. O simples facto de uma venda financiada conhecer o risco de incumprimento em momento distinto do que acontece numa operação de venda a descoberto, é suficiente para perceber a razão pela qual a venda a descoberto é considerada uma operação mais arriscada, e a razão pela qual também alguns países optam por proibi-la de todo, ainda que esses mesmos países permitam a venda financiada. Tudo se resume ao risco.

Numa venda financiada o risco para o mercado é claramente menor. Nesta modalidade de venda curta, apesar de o ordenador não ter a titularidade dos instrumentos financeiros objecto da operação, a liquidação será cumprida, mediante a entrega ao comprador dos instrumentos que foram objecto de negócio de empréstimo do qual o ordenador é parte. A mera existência deste negócio, que assegura a entrega dos instrumentos no momento de cumprimento da operação de venda curta, reduz a possibilidade de este tipo de operações de vendas curtas produzir reflexos negativos no mercado por via dos seus incumprimentos. Numa operação de venda financiada o risco de incumprimento não ocorre na operação em si, mas antes reside nas relações contratuais do negócio de empréstimo³².

Sabendo que a venda financiada pressupõe a existência de um negócio de empréstimo, ou equivalente, que permita a uma titularidade precária e/ou temporária dos instrumentos, os termos desse negócio mantêm-se válidos, mesmo após a completa alienação do seu objecto, nomeadamente a obrigação de restituição. O ordenador faz uso dos valores que foram objecto de um negócio de empréstimo com um terceiro, para com os mesmos cumprir a liquidação de uma operação de venda curta, mas mantém a obrigação de os restituir ao terceiro mutuante. Uma solução seria tentar obter aqueles mesmos títulos por um preço mais baixo, em comparação com o preço de venda, e entregar esses mesmos títulos ao terceiro mutuante. Contudo, na hipótese de o ordenador da venda curta não conseguir obter esses títulos para a entrega ao seu verdadeiro dono, o mesmo estará em incumprimento da sua obrigação de restituição. Este incumprimento terá, para o ordenador, as consequências previstas no negócio de empréstimo, acordadas entre

³² PAULA COSTA E SILVA, “As operações de venda a descoberto de Valores Mobiliários”, pág. 39.

as partes, o que poderá afectar as relações de confiança existentes entre os investidores.

Numa venda financiada, o risco não deixa de existir, mas extravasa a relação entre comprador e vendedor, não influenciando esta sequer, residindo apenas na relação de empréstimo.

Por outro lado, na modalidade de operações a descoberto, o ordenador faz um “*bluff*” quanto à titularidade dos instrumentos financeiros cuja ordem de venda acabou de transmitir ao intermediário financeiro. Não tendo a titularidade dos instrumentos financeiros, os mesmos podem não estar disponíveis para entrega deste o momento em que se concretiza a operação, como também podem não estar disponíveis para entrega em momento posterior, na liquidação.

Aqui, o risco de incumprimento verifica-se desde logo na relação entre comprador e vendedor, porquanto o ordenador corre o risco de incumprir a própria liquidação. Enquanto que, como vimos, na venda financiada a consequência pelo incumprimento é a consequência prevista no negócio de empréstimo, afectando, em regra, apenas as partes naquele negócio, na venda a descoberto já não é assim. A consequência pelo incumprimento da liquidação, ainda que resulte em sanções para o ordenador, leva também a que os seus efeitos se vejam repercutidos directamente no próprio mercado, já que todo o processo de liquidação fica posto em causa³³.

A falha de uma liquidação poderá ter assim um efeito dominó, resultando no incumprimento de subsequentes operações de compra e venda de instrumentos financeiros³⁴, que dependiam daqueles primeiros instrumentos cuja entrega não se verificou.

Ainda que se acredite nas graves consequências que a falha de liquidação de uma operação pode potenciar no mercado, não se segue o entendimento de que o

³³ PAULA COSTA E SILVA, “*As operações de venda a descoberto de Valores Mobiliários*”, pág. 39.

³⁴ PAULA COSTA E SILVA, “*As operações de venda a descoberto de Valores Mobiliários*”, pág. 39: “*Por esta razão é que o incumprimento da obrigação de entrega de valores vendidos por um participante no sistema pode assumir proporções devastadoras. Ele atinge, não apenas a liquidação de uma concreta operação, mas a liquidação de todas as operações. O incumprimento de uma obrigação repercute-se em todas as operações realizadas. Eis uma das peculiaridades das compras e vendas realizadas em mercado regulamentado.*”

incumprimento de uma liquidação no âmbito de uma venda a descoberto, resulte num inevitável “efeito dominó”, de falhas de liquidação em cadeia. A qualquer momento, um ordenador que dependia do instrumento que não lhe foi entregue, para cumprir a liquidação da sua ordem de venda, poderá recorrer ao mercado por forma a tentar obter esse instrumento para entrega. É indiscutível que esta situação representa um prejuízo para este investidor, contudo não deixa de ser uma forma de travar o tal “efeito dominó” das falhas de liquidação.

Ainda assim, por esta razão, as vendas curtas, sobretudo na vertente descoberta acabam por ser operações muito criticadas, pelo risco acrescido que trazem às operações realizadas em mercado.

Numa outra vertente, estas operações são também tidas como fonte de instabilidade, já que, muitas vezes, os investidores fazem uso deste instrumento para baixar de forma artificial os preços dos valores mobiliários. Quando a regular realização de operações de venda curta de instrumentos por si só não reduz relevantemente o preço dos valores mobiliários, pela movimentação da linha da oferta e da procura, é frequente verificar-se o recurso a outros meios que forcem àquela redução do preço. Alguns desses meios passa pela propagação de falsos rumores sobre os activos em negociação, ou pela recusa de libertação de informação verdadeira e relevante para os investidores. Nestas hipóteses já se está perante tentativas de manipulação do mercado, as quais representam graves violações aos princípios de transparência.

Um dos mais recentes exemplos dos efeitos danosos das vendas curtas é o popular caso da Porsche/Volkswagen.

Durante um período de cerca de três anos a Porsche foi adquirindo um número crescente de acções da Volkswagen, com vista à aquisição do domínio desta entidade. A compra destas acções levou a que o preço das mesmas subisse. O que atraiu os short sellers, os quais começaram a vender acções da Volkswagen das quais não eram titulares, na expectativa que o preço sofresse uma acentuada redução, na sequência da aquisição de controlo por parte da Porsche.

Acontece que, em 26 de Outubro de 2008, a Porsche emitiu um comunicado³⁵ onde informava que, naquele momento, era titular de acções da Volkswagen correspondentes a 42,6% do seu capital social, e ainda titular de contratos de derivados que correspondiam a 31,5% do capital social. Nesse mesmo comunicado, informava o mercado do seu objectivo em adquirir 75% do capital social da Volkswagen, no decorrer do ano de 2009.

Ora, sabendo que a Alemanha detinha uma percentagem de 20% do capital social da Volkswagen, sem qualquer intenção de vender, o anúncio da Porsche deixou claro que apenas existiam um número limitado de acções disponíveis no mercado, nomeadamente correspondentes a 5,9% do capital. Isto significava que, titulares de posições curtas sobre acções da Volkswagen teriam assim de pagar qualquer que fosse o preço daquelas acções, sendo essa a única forma de cobrirem as suas posições e cumprirem a liquidação.

Em consequência desta situação, a Porsche foi acusada de uma actuação de manipulação do mercado, ao não ter informado com a devida antecedência a sua intenção em adquirir o controlo sobre a Volkswagen, não obstante ser pública esta mesma informação por via da autorização concedida pela Comissão Europeia a esta aquisição, em Julho de 2008³⁶.

³⁶ Comunicado IP/08/1201 da Comissão Europeia, disponível em http://europa.eu/rapid/press-release_IP-08-1201_en.htm

IV- REGULAÇÃO DO SHORT SELLING NO REGIME JURÍDICO PORTUGUÊS

Nas páginas que antecederam vimos em que consiste vendas curtas e quais os seus efeitos no mercado. Vimos também a forma como esta forma de operar nos mercados financeiros se encontra regulada em alguns países da Europa e nos Estados Unidos da América.

Aqui chegados, resta-nos olhar para o território nacional e perceber até que ponto as vendas curtas são admissíveis no ordenamento jurídico português, e qual o tratamento regulamentar que lhe são dadas.

Desde sempre o Código Comercial(CCom.) português admitiu a modalidade de compra e venda de coisa alheia, no seu artigo 467.º, n.º 1.º, sendo que nos termos desse negócio o vendedor comprometia-se a obter a coisa alheia objecto da venda. Por outro lado, este mesmo código regulava também as Operações de bolsa nos artigos 351.º a 361.º.

Estes artigos do CCom. sobre as operações de bolsa foram, contudo, revogados pelo Decreto-lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril que aprovou o Código do Mercado e de Valores Mobiliários. Inicialmente o Código do Mercado e de Valores Mobiliários proibia expressamente as operações de vendas curtas. Este código determinava que só podiam ser objecto de operações de venda a contado os valores cujo ordenador tivesse legitimidade para dispor na data da respectiva ordem de bolsa³⁷, não podendo o intermediário financeiro executar qualquer ordem de venda sem que o ordenador procedesse à entrega dos valores mobiliários, ou sem que o intermediário procedesse à verificação da disponibilidade daqueles valores³⁸. Por via da previsão destas normas, resultava um conceito de legitimidade mais restritivo, nos termos do qual apenas poderiam realizar as operações de venda quem tivesse legitimidade para tal, e condicionando essa legitimidade à verificação concreta e positiva da titularidade dos instrumentos.

³⁷ Artigo 410.º, n.º 2 do CMVM de 91

³⁸ Artigo 410.º, n.º 3 do CMVM de 91

Com a aprovação do CVM pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, e como já tivemos a oportunidade de demonstrar supra, o legislador entendeu revogar aquelas normas, reformulando o princípio da legitimidade previsto naquele código, de forma a admitir que sejam aceites e executadas ordens de venda pelo intermediário financeiro sem que o ordenador faça prova concreta da disponibilidade dos valores mobiliários em causa.

IV.A- ADMISSIBILIDADE NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS: CVM E REGULAMENTO DA UE N.º 236/2012

Na sequência da crise financeira mundial, após setembro de 2008, foram vários os estados membros da União Europeia, assim como alguns países fora da União (Estados Unidos da América) que sentiram uma necessidade de tomar medidas de emergência no que respeita à limitação e restrição das vendas a descoberto. Alguns Estados entenderam proibir temporariamente a venda a descoberto de alguns valores mobiliários, selectivamente escolhidos e que mais influência tinham nos mercados, e que pudessem provocar ou contribuir para a instabilidade dos mesmos. Outros estados decidiram proibir a venda a descoberto quanto a todos os valores mobiliários.

Todo o sector financeiro estava, nesta altura, a atravessar um período de agressiva instabilidade financeira e estas medidas tomadas pelos governos e pelas entidades oficiais de regulação dos mercados foram consideradas necessárias para gestão de danos e para que os mercados pudessem ter algum espaço para, por si mesmos, escaparem a certos ciclos viciosos.

No que concerne à União Europeia, cada Estado-Membro tomou medidas internas, exigidas no imediato, e nos termos das respectivas leis nacionais, regulando, em concreto, os cenários que se verificavam em cada um dos seus mercados financeiros.

A regulação era assim feita no âmbito interno estatal, sob o regime de cada país, porquanto, nesta data, não se conhecia na União Europeia uma regulação comum das operações de venda curta, nem quaisquer normas aplicáveis e vinculativas sobre este tema para os vários Estados-Membros.

Sucedeu que, perante a situação de volatilidade e instabilidade dos mercados, a qual começava a afectar todo o sector financeiro, os vários Estados-Membros que foram afectados por esta conjuntura sentiram não só uma necessidade de reforçar as suas normas internas no que respeita a esta e outras matérias referentes ao funcionamento dos seus mercados, como também procuraram na União Europeia uma regulação harmonizada e comum para todos, por forma a garantir a protecção dos investidores e dos mercados.

Posto isto, em 24 de Março de 2012 foi publicado no Jornal Oficial da União Europeia, o Regulamento (UE) n.º 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de Março de 2012.

O regulamento define desde logo o conceito de venda a descoberto, excluindo da sua definição “os acordos de recompra entre duas partes em que uma parte vende à outra valores mobiliários a um preço determinado com promessa de recompra dos mesmos valores mobiliários numa data futura a outro preço determinado, [e os] contratos de derivados em que se acorde na venda de valores mobiliários a um preço determinado numa data futura. A definição também não deverá abranger as transmissões de valores mobiliários feitos nos termos de acordos de empréstimo de tais valores.”³⁹

O Regulamento define e harmoniza também em que condições podem os intermediários financeiros executar operações de “venda a descoberto”. Nos termos do artigo 12.º do Regulamento, as pessoas singulares ou coletivas só podem vender a descoberto acções admitidas à negociação numa plataforma de negociação caso se verifique uma das seguintes condições:

- a) A pessoa singular ou coletiva ter tomado de empréstimo a ação ou ter tomado disposições alternativas que tenham um efeito jurídico equivalente;
- b) A pessoa singular ou coletiva ter celebrado um acordo para tomar de empréstimo a ação ou ter outro título executivo, resultante de contrato ou da lei, à transferência da propriedade de um número correspondente de valores mobiliários da mesma categoria, de modo a que a liquidação possa ser efetuada no momento devido;
- c) A pessoa singular ou coletiva ter estabelecido com um terceiro um mecanismo nos termos do qual esse terceiro confirma que a ação foi localizada e tomou medidas em relação a terceiros necessárias para que a pessoa singular ou coletiva tenha uma expectativa razoável de que a liquidação possa ser efetuada no momento devido.

Relativamente às “vendas a descoberto”, o Regulamento define um regime reforçado de transparência, determinando quando e como se constitui posições curtas e longas, e constituindo a obrigatoriedade de divulgar as posições curtas.

³⁹ Considerando (17) do Regulamento.

Apesar de o recurso à designação de “venda a descoberto”, o Regulamento parece aplicar-se apenas a hipótese de venda financiada, ou seja, o ordenante deve ter pelo menos legítimas e justificadas expectativas de que terá os valores mobiliários disponíveis no momento da liquidação, assegurando assim o cumprimento da mesma.

Também pelo Regulamento foi conferida à autoridade de supervisão, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), criada pelo Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, os poderes necessários para coordenar as medidas tomadas pelas autoridades competentes de cada estado membro ou para tomar e impor ela própria as medidas que considerar necessárias para protecção dos mercados.

Para além do reforço de poderes da ESMA na matéria de supervisão, o Regulamento estipula nos artigos 18.º, 20.º, e 23.º a 30.º, um reforço dos poderes das autoridades responsáveis pela regulação dos mercados em cada estado membro, de imporem deveres acrescidos de transparência, exigindo mais informação e divulgação de posições curtas, assim como os poderes para essas mesmas entidades emitirem normas de proibição temporária de operações a descoberto em verificadas situações de queda acentuada dos preços dos instrumentos financeiros.

O Regulamento apresenta também inovações em termos europeus como é o facto de a sua aplicação ser extraterritorial, sendo os visados das suas normas os investidores e não apenas as entidades do sector financeiro, como é tendência das normas europeias na área financeira⁴⁰.

O Regulamento sendo de aplicação directa prescindia de transposição para o ordenamento nacional. Aos estados membros cabia apenas a tarefa de conferirem internamente, nos termos das próprias leis, às autoridades competentes e responsáveis pela regulação dos mercados, os poderes previstos no Regulamento e adaptar os regimes internos o regime sancionatório agora imposto.

Em Portugal, pouco ou nenhuma transposição foi necessária. A autoridade competente em território nacional, a CMVM dispunha já dos poderes conferidos pelo

⁴⁰ “O Regime Europeu do Short Selling”, Manuel Monteiro

Regulamento, e o CVM também já previa um regime sancionatório que ia de encontro com as normas impostas.

Ainda assim fizeram-se pontuais alterações ao CVM, nomeadamente pelo Decreto-Lei n.º 18/2013, de 6 de fevereiro, que veio aditar ao n.º 1 do artigo 359.º (Entidades sujeitas à supervisão da CMVM) uma nova alínea j) incluindo no seu âmbito *“Entidades que se proponham a celebrar ou mediar contratos de seguro ligados a fundos de investimento ou a comercializar contratos de adesão individual a fundos de pensões abertos, no âmbito destas actividades”*.

IV.B- INSTRUÇÕES DA CMVM E PROIBIÇÕES TEMPORÁRIAS DE VENDAS A DESCOBERTO DE ACÇÕES

Em Setembro de 2008, em plena crise financeira, a CMVM começou a tomar medidas de controlo apertado e restritivas das actuações nos mercados que pudessem configurar práticas tendentes à manipulação do mercado.

Deste modo, em 19 de Setembro de 2008, a CMVM emitiu a Instrução n.º 1/2008 sobre *“Operações de Venda a Descoberto”*. Por via desta Instrução, ficaram os membros do Euronext Lisbon e do mercado multilateral PEX obrigados à comunicação de todas as operações a descoberto cujo objecto fossem acções ou valores mobiliários que constituíssem direitos sobre acções, realizadas no âmbito desses mercados. Nos termos desta Instrução deviam ser reportadas as quantidades de valores mobiliários objecto de operações a descoberto, através do preenchimento de um quadro padronizado disponibilizado pela própria CMVM apresentado até às vinte e quatro horas do dia seguinte ao da realização da operação.

Em 10 de Outubro de 2008, após algumas semanas de vigência da Instrução n.º 1/2008 e com base na informação recolhida nesse período, a CMVM decidiu alargar em um dia o prazo para cumprimento da obrigação de comunicação prevista naquela Instrução, por via da Instrução n.º 4/2008, intitulada *“Altera a Instrução da CMVM n.º 1/2008 sobre Operações de Venda a Descoberto”*.

Estas duas Instruções acabaram por ser revogadas pela Instrução da CMVM n.º 1/2009, de 8 de Janeiro de 2009, intitulada *“Revoga a Instrução da CMVM n.º 1/2008, alterada pela Instrução n.º 4/2008 sobre Operações de Venda a Descoberto”*, na sequência de uma estabilização dos mercados, assim como pela maior clarificação dos factores que condicionavam a sua evolução.

Em 22 de Setembro de 2008, foi aprovado o Regulamento da CMVM n.º 4/2008, sobre *“Deveres de Informação de Interesses a Descoberto Relevantes Sobre Acções”* o qual determinava, por um lado, que os investidores e intermediários financeiros que adquirissem interesses a descoberto relevantes sobre acções de um conjunto de

instituições financeiras⁴¹ o comunicassem às entidades emitentes dessas acções, cabendo à esta a sua divulgação por via do sistema de difusão de informação da CMVM. Por outro lado, o Regulamento n.º 4/2008, determinava também que os investidores e intermediários financeiros comunicassem à CMVM interesses a descoberto relevantes para as acções das instituições financeiras ou para as acções integrantes do índice do PSI 20. A comunicação incidia sobre o tipo de operações e instrumentos dos quais resulte o interesse económico a descoberto, assim como identificação das entidades relacionados com os aqueles intervenientes que detivessem directamente o interesse económico em causa.

A CMVM considerou a urgente necessidade de obtenção de informação de interesses económicos relevantes sobre acções, entendendo para essa relevância qualquer interesse económico decorrente da obrigação de qualquer entrega futura ou de efeito económico equivalente que fosse igual ou superior a 0,25% do capital social da emitente.

A obrigação de comunicação cessava no dia seguinte àquele em que o seu interesse a descoberto descesse abaixo do limite imposto no artigo 1.º do Regulamento n.º 4/2008 (0,25%).

Sendo necessário a protecção das operações que tivessem por objecto valores mobiliários, nomeadamente acções, das instituições financeiras, a CMVM ainda em 22 de Setembro de 2008 a Instrução n.º 2/2008 intitulada “*Operações a Descoberto sobre Instituições Financeiras*”. Esta Instrução restringiu a liberdade dos intermediários financeiros em aceitar e executar ordens de venda curta de acções emitidas por instituições financeiras. Neste sentido, e por via desta Instrução, os intermediários financeiros ficaram proibidos de aceitar ou executar ordens para venda de acções (ou outros valores mobiliários constitutivos de direitos sobre aquelas acções) de instituições financeiras sem que o ordenante assegurasse a disponibilidade prévia integral daqueles valores no momento da transmissão ou execução da ordem.

⁴¹ Instituições financeiras admitidas à negociação em mercado regulamentado constantes do Anexo ao Regulamento da CMVM n.º 4/2008, de 22/09/2008: Banco Comercial Português; Banco Espírito Santo; Banco BPI; Banif, SGPS; Finibanco-Holding SGPS; Banco Santander; Banco Popular Español e Espírito Santo Financial Group.

Esta Instrução representava um regime excepcional de proibição temporária, que se manteria em vigor apenas enquanto a CMVM o considerasse necessário.

Até aqui, se dúvidas haviam sobre a admissibilidade de operações a descoberto em Portugal, as mesmas ficaram esclarecidas. Não obstante a previsão do artigo 325.º, alínea a) do CVM que impõe a verificação da legitimidade do ordenante por parte do intermediário financeiro, o que se poderia considerar, ainda que erradamente como vimos supra, como um limite à realização de vendas a descoberto, a verdade é que a própria CMVM também não faz essa interpretação. Caso a verificação do disposto naquelas normas fosse necessário para determinar a proibição de vendas curtas, ou sequer de vendas a descoberto, a CMVM não teria sentido necessidade de restringir as regras no que respeita à aceitação ou execução de ordens pelos intermediários financeiros.

Para além de que, sendo esta Instrução de vigência temporária, significa que, quando a mesma deixar de estar em vigor podem os intermediários financeiros aceitar ou executar ordens sem assegurar a disponibilidade dos valores mobiliários em causa, assim como acontecia até à entrada em vigor daquela Instrução em 23 de Setembro de 2008.

Ainda em Setembro de 2008, a CMVM emitiu um Parecer genérico sobre vendas curtas, actualizando o Parecer que já existia sobre o tema, datado de Janeiro de 2001, na sequência da adopção de novas normas sobre o abuso de mercado.

Neste Parecer a CMVM relembra a definição de venda curta como a operação de venda em que o ordenador obteve os instrumentos financeiros a alienar por via de um contrato de empréstimo ou qualquer negócio equivalente. Aproveita ainda para lembrar que a realização deste tipo de operações não deve interferir com a boa liquidação das mesmas, devendo os intervenientes criar as condições necessárias a tal. Uma dessas condições passa pelo apelo à diligência do intermediário financeiro em procurar verificar a legitimidade do ordenador para a operação de venda.

Também neste Parecer a CMVM vem tomar posição sobre a hipótese de o intermediário verificar a ilegitimidade do ordenador. Caso o intermediário financeiro verifique a ilegitimidade do ordenador o mesmo, segundo a CMVM, deve recusar a ordem de venda. Mas define o que entende por ilegitimidade excluindo a

situação em que o intermediário financeiro garante a liquidação da venda dos instrumentos, obtendo aqueles até ao final da sessão de mercado a que respeita a ordem de venda curta, assegurando assim a liquidação caso o ordenador não os obtiver. São as chamadas operações intra-diárias.

Por outro lado, a CMVM também não exclui a possibilidade de as operações de venda curta, verificada a legitimidade do ordenador, ainda assim constituírem uma manipulação do mercado ou violação do dever de defesa do mesmo. Já que a realização destas operações pode agravar volatilidade e instabilidade do mercado, ainda que o seja por via de um particular instrumento financeiro, e naturalmente o risco de eventual incumprimento da liquidação.

Em 24 de Junho de 2010, a CMVM publicou o Regulamento n.º 4/2010, intitulado *“Deveres de informação de interesses a descoberto relevantes sobre acções”*, procurando estender o regime de transparência dos interesses a descoberto relevantes a outro tipo de instrumentos financeiros, designadamente aos representativos de dívida. Este regulamento, sobre o qual já nos debruçamos supra, revogou o Regulamento da CMVM n.º 4/2008 no qual já se consagrava um regime de transparência apertado, veio reforçar as normas no que respeita aos deveres de informação de interesses a descoberto.

Este regulamento veio por sua vez, a ser revogado pelo Regulamento da CMVM n.º 1/2012, de 25 de Outubro de 2012, na sequência da publicação do RUE sobre vendas curtas e certos aspetos dos swaps de risco de incumprimento, cuja entrada em vigor estava prevista para 1 de Novembro de 2012.

Desde essa data aplicou-se as normas do Regulamento, limitando-se a CMVM a proferir pontuais comunicados de esclarecimento, ou então restrições temporárias à realização de operações a descoberto de instrumentos financeiros selectivos.

V- CONCLUSÕES

Quando nos propusemos a este trabalho tínhamos apenas uma noção básica do que era e para que servia o short selling. Entendíamos ainda o short selling como uma mera venda de um bem do qual não se dispunha, com a obrigação de o adquirir, à semelhança daquilo que era o nosso conhecimento das vendas de coisa alheia previstas no CCom.. Precisamente por isso, ocorreu-nos procurar saber como funcionaria esta venda de coisa alheia num mercado financeiro, o qual tem um regime próprio.

Começamos por nos deparar com alguma divergência no que aos termos diz respeito, e o que entender realmente como sendo a venda a descoberto. Seguimos o caminho de que a venda a descoberto é apenas uma modalidade de um tipo de venda bem mais amplo, as vendas curtas. Por sua vez, entendemos como vendas curtas, a operação de venda de um instrumento financeiro do qual o ordenador não tem a titularidade no momento do negócio, seja porque tem apenas uma titularidade temporária do instrumento por via de um negócio de empréstimo ou equivalente, seja porque não tem de todo qualquer forma de assegurar a entrega dos instrumentos. Em qualquer caso, fica o mesmo obrigado a cumprir a liquidação, a qual vimos que deve acontecer num prazo de três dias úteis, para o que terá de recorrer ao mercado, naquele prazo, comprando os instrumentos que já foram objecto da venda.

Na hipótese de venda financiada, efectivamente o ordenador está a venda um bem que naquele momento é alheio, sendo que na hipótese de venda a descoberto, o ordenador celebra um negócio de venda, de um bem abstracto naquele momento, subjacente ao qual reside a obrigação de adquirir o instrumento alheio.

Este tipo de venda de instrumentos financeiro conhece várias peculiaridades, na medida em que acontece no âmbito de um regime muito específico do sector financeiro. Enquanto que, na venda de coisa alheia nos termos do CCom., idealmente serão as partes a acordar em que momento ocorrerá a efectiva entrega dos bens, sendo negociável o prazo do qual o vendedor dispõe para adquirir os bens alheios. No mercado a contado, essa negociação não é possível, o ordenador dispõe apenas

de três dias úteis para proceder à entrega, devendo obter os instrumentos obrigatoriamente nesse período de tempo.

Naturalmente, isto irá implicar riscos de incumprimento, que poderão ter reflexos negativos para o mercado, prejudicando todo o sistema de liquidação das operações que, com aquela, estivessem em ligação. Uma situação que, a nosso ver, apenas ocorreria quando falamos da modalidade de venda a descoberto, tendo em conta que na venda financiada, não haverá, em princípio, nada que impeça o cumprimento da liquidação, residindo o risco de incumprimento, neste caso, apenas na relação entre o ordenador e o terceiro mutuante dos instrumentos financeiros.

Tudo isto levanta uma questão de legitimidade para realizar este tipo de operações. Mais uma vez, principalmente nas vendas a descoberto, visto que os instrumentos objecto de uma venda financiada encontram-se registados na conta do ordenador como tal. O regime do CVM impõe um dever aos intermediários financeiros de verificarem a legitimidade dos ordenadores, sem contudo concretizar. Por outro lado, perante a verificação pelo intermediário da ausência de legitimidade, nada acontece, já que o regime não estipula quaisquer consequências para essa hipótese. Por outro lado, e ainda assim, não podem estes intermediários recusar uma ordem de venda por parte de um ordenador “não legitimado” porquanto tal não se encontra previsto no elenco de hipóteses em que a lei impõe esta recusa.

Diríamos que, até 2008, o short selling era um tema que importava muito pouco na literatura, assim como aos reguladores. Acabava por ser um tema que se mantinha dentro do sector, sem grande interesse em desenvolvimentos doutrinários. Tudo mudou com o agravamento da crise no sector financeiro, num plano mundial, levando a uma crescente instabilidade dos mercados. Os descrentes dirão que reside no short selling muita da responsabilidade para esse cenário, na medida em que um short seller apenas beneficiará da operação com a queda dos preços dos instrumentos. Para tal, e quando a operação de short selling em si, não provoca essa queda, surgem os caminhos da manipulação dos mercados através da ocultação de informação relevante para os investidos, ou propagando falsos rumores sobre várias entidades.

Se é verdade que isto acontece, também é verdade que nem sempre é assim. As operações de short selling não estão pensadas para serem instrumentos de manipulação do mercado. Pelo contrário, idealmente estas operações mantêm um certo nível de eficiência do mercado, incentivando flutuações de preço e quebrando os ciclos viciosos de sob e subvalorização de activos. Acresce que, o short selling é uma importante fonte de liquidez, permitindo constantes transacções e movimentação nos mercados.

Porque é difícil resistir à tentação de manipulação dos mercados, deve estas operações serem fortemente reguladas. Até aos últimos anos, quase não existia relevante regulação nesta área, dentro e fora de Portugal, e chegados os colapsos dos mercados, viram-se as entidades reguladoras internas obrigadas a repensar e emitir normas temporárias e vinculativas sobre esta matéria. Era necessário analisar os efeitos que as normas proibitivas das operações de short selling iam tendo nos mercados, e com base nisso revogavam ou prorrogavam aquelas normas. Foram anos de teste, e de frequentes análises de mercado por forma determinar se short selling é ou não uma mais valia; deve ou não ser proibido.

Após vários anos em que cada estado regulava internamente o short selling, no âmbito do regimes próprios, em 2012 a União Europeia avançou com um Regulamento onde uniformiza e harmoniza as normas sobre short selling a um nível europeu, com efeito sobre todos os Estados-Membros, dando resposta assim a uma necessidade de resolver as discrepâncias que existiam entre os diferentes mercados. Não só regulou a matéria do short selling como estipulou que fossem atribuídos às entidades internas de regulação verdadeiros poderes de regulação dos mercados no que a este tema dizia respeito. No caso da CMVM, em Portugal, a mesma já detinha largos poderes de regulação, no âmbito dos quais foi emitindo, entre 2008 e 2012, várias instruções vinculativas, pareceres e regulamentos, tentando manter a ordem dos mercados e lidar com os pontos de instabilidade do mesmo.

Actualmente, e mesmo após a entrada em vigor do Regulamento, continua a caber à CMVM, o papel de efectivar as obrigações de informação e transparência das operações a descoberto, permitindo e travando operações, ainda que temporariamente, por forma a manter a estabilidade e a confiança nos mercados.

VI- BIBLIOGRAFIA

A) Artigos e Publicações Periódicas:

- CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS:
 - “*O Regime Europeu do Short Selling*”, Manuel Monteiro, Vol. 51 (2015), N.º 2, págs. 29-55;
 - “*Notas breves a propósito do Regulamento sobre short selling e credit default swaps*”, Cristina Sofia Dias, Vol. 39 (2011), N.º 1;
 - “*Um breve contributo para a eliminação de alguns equívocos sobre o short selling*”, Carlos Francisco Alves, Vol. 37 (2010), N.º 1;
 - “*Operações de Short Selling*”, Célia Reis, Isabel Vidal, Pedro Wilton, Rita Duarte Sousa, Vol. 12 (2001), N.º 1, págs. 159-185
- NORTHWESTERN JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW & BUSINESS:
 - “*Short Selling in a Financial Crisis: The Regulation of short sales in the United Kingdom and the United States*”, Katherine McGavin, Vol. 30 (2010), págs. 200-239
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK- Current issues in economics and finance:
 - “*Market Declines: What is accomplished by banning short selling?*”, Robert Battalio, Hamid Mehran, Paul Schultz, Vol.18 (2012), N.º 5;
- FINANDIUM- “*Short sellers and investor protection*”, Josh Galper, janeiro 2009;
- REVISTA DA ORDEM DOS ADVOGADOS:
 - “*Crise financeira e regulação*”, Paulo Câmara Ano 69 n.º 3-4(Jul.-Dez.2009), págs. 697-728
- REVISTA DE DIREITO DAS SOCIEDADES:
 - “*Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais*”, Madalena Perestrelo de Oliveira, Ano 5, n.º 3(2013), págs. 537-602;
- CIGI PAPERS:
 - “*Short-selling bans and the global financial crisis: are they interconnected?*”, martin t. Bohl, badye essid and pierre l. Siklos, N.º 62, Março 2015;

- DEUTSCHE BANL, DB RESEARCH:
-“Short selling, Important business in need of globally consistente rules”, Steffen Kern, Março 2010;
- REVIEW OF BANKING & FINANCIAL LAW:
- “Activist Short Sellers: Market Manipulators or Market Protectors?”, Joanna Lee, Vol. N.º 32, 2014, págs. 274-285

B) Monografias:

- ALBUQUERQUE, Carlos António Torroaes, “Investimentos, contas margem e flutuações de bolsa”, 1998, Rei dos Livros;
- PAULA COSTA E SILVA, *As operações de venda a descoberto de Valores Mobiliários*, 2009, Coimbra Editora;
- PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª Edição, 2011, Almedina;

C) Sítios informáticos:

- www.cmvm.pt
- www.nytimes.com/2008/10/30/business/worldbusiness/30iht-norris31.1.17372644.html
- www.fsa.gov.uk/
- www.cnmv.es/portal/home.aspx
- www.consob.it/
- <https://www.sec.gov/>
- www.ssrn.com/en/
- www.economist.com/node/12523898
- www.esma.europa.eu/
- <https://www.ig.com/uk>
- <http://www.investorguide.com/>
- <http://www.hedgefund-index.com/>
- <http://www.marketwatch.com/>

D) Dissertações:

- JOSÉ DIOGO FERREIRA MARQUES, “*A liquidação de posições curtas*”, Faculdade de Direito/Faculdade de Ciências Económicas e empresariais da Universidade Católica Portuguesa, Março de 2013;
- JULIO A. CREGO, “*Short-selling bans and intraday dynamics*”, CEMFI, Julho de 2014