



[Versão portuguesa]

Caros colegas,

Gostaríamos de ter apresentado um trabalho mais elaborado, fundamentado na literatura existente e com casos práticos que ilustrassem melhor a posição que temos relativamente ao assunto, mas o pouco tempo colocado ao nosso dispor e o interesse em ouvir outros participantes ditou que a nossa posição se resume ao que se apresenta, ainda certos que valorizarão o que aqui se traz.

Depois de consultado o nosso Conselho de Administração, o nosso Conselho consultivo, alguns especialistas, investidores particulares e a Associação de Emitentes Cotados em Bolsa, chegamos ao seguinte parecer:

A ATM – Associação e Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais subscreveu a “Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000”, de Fevereiro de 2000, onde defende, entre outras coisas, que os investidores devem ter uma influência significativa sobre as principais mudanças numa empresa, desse entendimento emerge o princípio de “one share, one vote”, enquanto pilar do direito a votar, sendo que os investidores têm direito a votar em assembleias gerais na proporção da participação económica na empresa.

Para efeitos de definição, considera-se “empty vote” quando o interesse económico líquido do investidor numa determinada Sociedade é menor do que os direitos de voto na mesma.

O interesse económico líquido entende-se como a combinação de todos os interesses económicos detidos em determinada Sociedade por via de acções ou produtos que tenham as mesmas acções como activo subjacente, nomeadamente futuros, opções, cfd, equity swaps, certificados.

Assim, desde logo, à luz deste princípio, que constitui um forte incentivo para que os accionistas, através do seu direito de voto, procurem assegurar os interesses da sociedade (interesse de eficiência da sociedade) e legitimar a Administração da sociedade a exercer a gestão no melhor interesse da mesma e no cumprimento do seu dever fiduciário, estamos, numa primeira opinião, em desacordo com o princípio do “empty vote”.

Para além disso, a separação entre a propriedade económica e o controlo, facilmente atingível num mercado de capitais moderno, com acesso a derivados (futures, opções, cfd ou equity swaps) e equivalentes (stock loan agreement, etc.), que permitem controlar uma empresa por via de direitos de votos em acções, sem de facto, em termos líquidos, deter a sua propriedade na proporção da influência desse direito de voto, poderá provocar distorções que violem o interesse comum (o da Sociedade) para satisfazer um interesse pessoal, exterior à sociedade, com o objectivo de retirar da sociedade vantagens com prejuízo dos restantes accionistas.

Entenda-se que propriedade económica de uma empresa, neste prisma, é a que está associada ao retorno associado às acções (como parte do capital), e que tanto pode ser alcançado directamente, detendo acções, ou indirectamente, detendo outros activos que dependam da evolução do preço dessas acções e da distribuição de resultados, podendo assumir uma relação positiva (em posições longas – em que o interesse económico é no sentido do retorno das acções) ou uma relação negativa (em posições curtas – em que o interesse económico é no sentido contrário ao retorno das acções). Significa isto que um investidor pode ter um interesse económico (positivo ou negativo – ou até “neutro”^[1]), de acordo com a propriedade económica que detém (negativa ou positiva – ou “neutra”), sem deter os direitos de voto respectivos a esse interesse, o que sempre poderá resultar que o interesse económico seja maior, menor ou inverso à propriedade do voto. Por outro lado, quem detém as acções com direito de voto, detém não só a propriedade de voto como também a propriedade económica, e portanto o interesse económico naquela Sociedade, ceteris paribus, será, em princípio, mais fácil de ser coincidente com o respectivo direito de voto e menos sujeito às distorções referidas.

Um exemplo claro desta distorção e conflito de interesses, mas muitas vezes escondido da opinião pública e sem qualquer impedimento de regulação, é a possibilidade de uma parte conseguir uma grande influência nas decisões de uma Sociedade, por via dos direitos de voto adquiridos com a compra em acções, mas ao mesmo tempo ter uma posição short (vendida) sobre esse mesmo activo subjacente através de um derivado ou equivalente, que resulte que a sua posição, em termos líquidos, seja negativa. Neste exemplo, o interesse desta parte mais do que diverso ao da Sociedade, é contrário, pois a sua posição líquida negativa, vista por um racional económico, dita que este procure destruir o maior valor possível na Sociedade para que a sua posição líquida possa resultar em lucro. Este tipo de estratégias e distorções podem também ser utilizadas em casos de ofertas públicas de compra (hostis) não desejadas.

Por outro lado há que separar a compra de [acções com] direitos de voto com vista a influenciar a empresa quando se tem uma posição líquida negativa proporcionada por posições short em derivados ou equivalentes, com uma mera operação de hedging ou uma estratégia de diferir impostos, em que apesar da propriedade económica líquida (net economic ownership) ser menor que os direitos de voto na Sociedade, também é menor a possibilidade do interesse desse investidor ser contrário ao interesse da sociedade.

Há ainda um outro aspecto, mais problemático, por ser difícil de qualificar ou identificar, que é o caso dos investidores deterem interesses económicos em activos ou acções que, apesar de não serem da Sociedade da qual detêm os direitos de voto, estão altamente correlacionados com a mesma. Nestes casos, pode também ocorrer que o interesse económico para o agente/investidor em termos globais e considerando o agregado dos seus investimentos seja diverso ou até contrário ao interesse da Sociedade na qual tem os direitos de voto. Nesta óptica, em termos agregados, o interesse económico no agregado (overall economic interest), pode ser também negativo ou positivo ? ou “neutro”.

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

No entanto, toda esta problemática leva-nos a uma reflexão histórica sobre as competências da Assembleia Geral, local onde se podem expressar os direitos de voto dos accionistas.

As sociedades anónimas quando foram criadas tinham como princípio que os detentores do capital (donos) eram quem governava, na medida que era a estes que se devia a existência da sociedade e seria a estes que seriam pedidos os suportes financeiros que fossem necessários. No entanto, esta soberania plena foi perdendo força. Nomeadamente com a abertura das Sociedades ao mercado de capitais e em particular aos pequenos investidores, que procuravam mais quinhão nos lucros da empresa do que uma gestão activa. Por seu turno, os accionistas fundadores e maioritários não gostavam que novos accionistas, provenientes de um capitalismo popular, pudessem exercer influência determinante através do seu voto. Para além disso, seria impraticável, com uma empresa aberta ao público, em que todos os dias a estrutura accionista se modifica, reunir em assembleias gerais todas as vezes que fosse necessário tomar uma decisão de gestão. Assim, a tendência natural foi que a gestão passasse a ser atribuída à administração dentro das competências definidas em Assembleia Geral.

Esta transferência de soberania da Assembleia Geral para a Administração no que toca à gestão, nasce da ideia, muito defendida do legislador alemão, de que os accionistas nem sempre estarão em condições de assegurar uma boa gestão da Sociedade, seja porque os seus interesses podem ser diversos e egoístas relativamente ao interesse comum da Sociedade, quer porque a fragmentação de accionistas proporcionada pela abertura de capital ao público, tornaria a gestão, dessa forma, bastante difícil face aos interesses eventualmente em oposição.

No entanto, a Assembleia Geral, apesar dos poderes ganhos pelas administrações ao longo da história, continua a ter de ser chamada em determinadas circunstâncias para se pronunciar sobre questões importantes e determinantes para a Sociedade, até pelo direito constitucional que protege o direito de propriedade (como aliás é farta a jurisprudência alemã – caso Macroton, Gelatine, etc).

É desse reconhecimento constitucional do direito de propriedade, do interesse comum da Sociedade e do interesse num maior estreitamento entre os accionistas em relação à gestão, em especial dos pequenos accionistas que pela sua natureza não utilizaram estratégias de empty voting que somos contra o uso dessa estratégia, reconhecendo no entanto a dificuldade em prevenir que tal não aconteça por via de legislação, correndo o risco de, tentando legislar ou impedir tal prática, criar fricções mais nocivas que a prática em si.

Assim, entendemos que a melhor forma de proteger a Sociedade e os pequenos accionistas contra distorções destes género que sejam determinantes para o futuro da sociedade, é procurar que as Sociedades constituam núcleos de accionistas fortes, capitalizados e focados no interesse da sociedade e sua eficiência no longo prazo, ao mesmo tempo que adoptam boas políticas de corporate governance que promovam um maior interesse dos pequenos accionistas pela gestão da sociedade e uma maior participação, na medida em que os pequenos accionistas, no seu conjunto e com toda a sua diversidade, acabem por formar a maioria.

Ainda assim, a aproximação possível em termos regulatórios que nos parece mais sensata pode passar por uma disclosure obligation relativamente a interesses económicos (positivos ou negativos) superiores a 2% (ou menos[2]) do capital detido, directa ou indirectamente (por via de outros activos) em vez de, apenas, sobre os direitos de voto como acontece actualmente.



Em Portugal, segundo é o nosso melhor conhecimento, não existem muitos casos em que o empty vote tenha sido utilizado (excluindo posições de empty vote resultante de posições de hedging, estratégias de impostos diferidos, ou provocados pelo gap entre a data da assembleia e o registo das acções para exercício do respectivo voto), tendo sido eventualmente o mais expressivo (e sem garantia de ter sido empty vote) algumas posições de accionistas envolvidos em lutas de poder pelo controlo de Sociedades, como foi o caso da Portugal Telecom vs Sonaecom, Portugal Telecom vs Telefonica, BCP vs BPI.

Com os cordiais cumprimentos,

Octávio Viana

[1] No pressuposto de um mercado eficiente, sem fricções, racional e em que todos os agentes tentam maximizar as oportunidades sem desperdícios, o interesse económico nunca deverá ser verdadeiramente neutro.

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

[English Version]



Dear colleagues,

We would like to have submitted a more elaborate work, based on the existing literature and with case studies in order to illustrate better our position on the subject, but the lack of time and our interest in hearing other participants summarized our position to what is presented, although I am sure that you will appreciate it.

After having consulted our Board of Directors, our Advisory Council, some experts, private investors and the Association of Issuers Listed on the Stock Exchange, we reached the following opinion:

ATM ? Capital Markets Technical Analysts and Investors Association endorsed “Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000,” of February 2000, which advocates, among other things, that investors should have a significant influence on the major changes in a company. This understanding emerges from the principle “one share, one vote”, as a pillar of the right to vote, and investors are entitled to vote at general assembly in proportion to their economic participation in the company.

For the purpose of definition, it is considered “empty vote” when the investor’s net economic interest in a given Company is less than his voting rights in it.

Net economic interest is understood as the combination of all economic interests owned in a given Company via shares or products that have those same shares as underlying assets, including futures, options, cfd, equity swaps, certificates.

Therefore, in the light of this principle, which is a strong incentive for the shareholders, through their right to vote, try to ensure the company’s interests (company’s interest in efficiency) and to legitimize the company’s Directors to exercise management in its best interest and in fulfilling its fiduciary duty, we



are, in a first view, at odds with the principle of “empty vote.”

In addition, the separation between economic ownership and control, easily attainable in a modern capital market, with access to derivatives (futures, options, cfd or equity swaps) and cash equivalents (stock loan agreement, etc.), allowing to control a company by way of voting rights in shares, without actually, in net terms, holding its property in proportion to the influence of the right to vote, it can create distortions that violate the common interest (of the Company) in order to satisfy a personal interest outside the company, aiming to draw benefits from the company to the detriment of other shareholders.

In this light, it is understood that the economic ownership of a company is associated with the return linked to its shares (as part of the capital), which can be reached directly, holding shares, or indirectly, holding other assets that depend on changes in the shares price and the distribution of earnings. This may take a positive correlation (in long positions ? where the economic interest is in the direction to the shares return) or a negative correlation (in short positions ? where the economic interest is in the opposite direction to the shares return). This means that an investor can have an economic interest (positive or negative – or even “neutral”^[1]) according to the economic ownership he is holding (positive or negative – or “neutral”), without holding the voting rights corresponding to such interest. In this way, the economic interest may be higher, lower or opposite to the ownership of the vote. On the other hand, those who own the shares entitled to vote, are holding not only the ownership of voting as well as the economic ownership, and therefore the economic interest in that Company; *ceteris paribus*, it will be, in principle, easier to coincide with the respective right to vote and less prone to such distortions.

A clear example of this distortion and conflict of interest, but often hidden from the public opinion and without any hindrance from regulation, is the possibility of a part achieving a great influence on the decisions of a Company, through the voting rights acquired with the purchase of shares. Yet, at the same time such a stakeholder may have a short (sold) position on the same underlying asset in a derivative or equivalent product, resulting in a negative position in net terms. In this example, more than different from the Company’s interest, this stakeholders’ interest is opposite, since his negative net position, in terms of a rational economic order, implies that he might seek to defeat as much value in the Company as possible, so that his net position may result into a profit. Such strategies and distortions can also be used in cases of unwanted (hostile) takeover bids.

On the other hand, it is necessary to separate the purchase of [shares with] voting rights in order to influence the company, when one has a negative net position provided by short positions in derivatives or equivalent, with a mere hedging operation or a strategy to defer taxes. Here, despite the net economic



ownership being less than the voting rights in the Company, the possibility that the investor's interests is contrary to the company's interests is also less likely.

There is still another more problematic aspect, because it is difficult to describe or identify, which is the case of investors holding economic interests in assets or shares that, despite not being of the Company in which they own voting rights, are highly correlated with the same. In these cases, it may also happen that the overall economic interest for the stakeholder/investor, considering the aggregate of his investments, is diverse or even contrary to the interests of the Company in which he has voting rights. Accordingly, in aggregate, the overall economic interest can also be positive or negative ? or "neutral."

As an example, we may point the investor who owns shares in a given society with a huge weight in the composition of a certain index and at the same time has a position in derivatives or short equivalents in the same index.

However, all these issues lead us to a historical reflection on the powers of the General Assembly, the place where the voting rights of shareholders can be expressed.

When they were created, public companies had as a principle that the holders of the capital (owners) were the ones who ruled, since they were the founders of the company and would be asked for the financial supports that would be needed. However, this full sovereignty has been weakening, namely with the opening of the Companies to the capital market and in particular to retail investors, who sought more to partake the company's profits than an active management. On the other hand, the founders and majority shareholders did not like that new shareholders, coming from a popular capitalism, could exert major influence through their vote. Moreover, with a company open to the public, where every day the ownership structure changes, it would be impractical to meet at general assemblies as often as necessary to take a management decision. Thus, the natural tendency was that the management would be awarded to the administration within the powers set out in General Assembly.

This transfer of sovereignty from the General Assembly to the Administration, regarding the management, arises from the idea, well defended by the German legislature, that the shareholders will not always be able to ensure the good management of the Company. In fact, either because their interests can be diverse and selfish relatively to the common interest of the Company, either because the fragmentation



of shareholders provided by opening the capital to the public, therefore it would make the management task quite difficult over the possible opposite interests.

However, the General Assembly, despite the power gained by the administrations throughout history, continues to be called upon in certain circumstances to rule on important and decisive issues for the Company, not forgetting the constitutional right that protects property rights (as indeed abounds in the German law ? vide Macroton, Gelatine, etc.).

Because of this constitutional recognition of property rights, the common interest of the Company and the need of a further approach between shareholders regarding the management, particularly the small shareholders that by their nature do not use empty voting strategies, we are against the use of this strategy. Nevertheless, we acknowledge the difficulty in preventing it by means of legislation, at the risk of creating frictions more harmful than the practice itself, while trying to legislate or prevent such practice.

Thus, we believe that the best way to protect the Company and the small shareholders against this kind of distortions that are crucial to the company's future is to ensure that companies set up a core of strong shareholders, capitalized and focused on the company's interests and its efficiency in the long term. At the same time, they should adopt good corporate governance policies that promote a greater interest of small shareholders in the company's management and a greater participation, since the small shareholders as a whole and with all their diversity will eventually form the majority.

Still, the possible approach in regulatory terms that seems more sensible can imply a disclosure obligation on economic interests (positive or negative) greater than 2% (or less^[2]) of the capital held directly or indirectly (through other assets) instead of only on voting rights, as at present.

In Portugal, to the best of our knowledge, there are not many cases where empty vote has been used (excluding positions of empty vote resulting from hedging positions, deferred tax strategies, or caused by the gap between the date of the assembly and the shares registration for exercising their vote). Possibly, the most expressive (and not guaranteed to have been empty vote) were some positions of shareholders involved in power struggles for the control of Companies, as it was the case of Sonaecom vs Portugal Telecom, Portugal Telecom vs. Telefonica, BPI vs. BCP.



Sincerely yours,

Octávio Viana

[1] Assuming an efficient and rational market without frictions, where all the players try to maximize the opportunities without any waste, the economic interest should never be truly neutral.

[2] The obligation of disclosure in 2% of votes may be insufficient, considering that many hedge funds or funds may have common interests and, although not in combination, they can act in the same direction. Therefore, it can be easy to hide shareholdings of less than 2% and still to exert influence in certain companies.