



Bernardo Cruz

Os limites e as restrições às operações de short-selling

Tese com vista à obtenção do grau de Mestre em
Direito na especialidade de Direito e Mercados
Financeiros

Orientador:

Doutor Miguel Moura, Professor da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa

Novembro de 2020

Bernardo Cruz

Os limites e as restrições às operações de short-selling

Tese com vista à obtenção do grau de Mestre em
Direito na especialidade de Direito e Mercados
Financeiros

Orientador:

Doutor Miguel Moura, Professor da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa

Novembro de 2020

Declaração anti plágio

Declaro, sob compromisso de honra, que esta dissertação é da minha exclusiva autoria e que todos os textos consultados para a sua elaboração se encontram devidamente referenciados.

Número de caracteres

Declaro que o corpo desta dissertação, incluindo espaços e notas de rodapé, possui um total de 199471 caracteres.

Modo de citar

Todas as obras citadas na presente dissertação encontram-se identificadas segundo o modelo de referências bibliográficas da *American Psychological Association* (APA).

Nesse sentido, as referências bibliográficas constantes da presente dissertação incluem os seguintes elementos, por esta ordem: Nome do autor, data, título completo da obra, local de publicação (quando aplicável) editor, n.º de edição, páginas relevantes. Caso os textos em causa constem de revistas científicas, estas encontram-se identificadas, assim como o respetivo volume.

No caso de obras com vários autores, estes encontram-se identificados pela mesma ordem utilizada na obra citada.

Na bibliografia são identificadas todas as obras citadas na presente dissertação por ordem alfabética do apelido do autor.

Resumo

O short-selling é uma prática relativamente comum nos mercados de capitais desde há vários séculos, datando a sua origem do início do século XVII. No entanto, é desde há muito uma operação de mercado altamente controversa, sendo alvo de várias críticas, principalmente desde a última crise financeira. Enquanto que a legalidade, e mesmo a moralidade destas operações são muitas vezes questionadas, a verdade é que o *short-selling* representa para os mercados riscos muito específicos, e potencialmente muito relevantes para a estabilidade dos mesmos.

Nos mercados europeus e norte-americanos, as operações de *short-selling* são amplamente reguladas, impondo os respetivos regimes jurídicos variadas restrições à sua prática. Ambos os regimes preveem restrições absolutas, restrições temporárias, e ainda um conjunto de deveres de transparência impostos aos detentores de posições curtas.

A presente dissertação analisa as restrições a *short-selling* consagradas no Regulamento europeu sobre *short-selling* e também no regime jurídico norte-americano. Apesar de, em geral, se considerar que existe alguma equivalência no que respeita ao conjunto de restrições impostas por ambos os regimes jurídicos, existem também algumas diferenças notórias entre ambos, algumas das quais se poderão justificar pela diferente experiência pela qual os mercados europeus e americanos passaram no decorrer da última crise financeira.

Palavras chaves – short-selling; restrições; mercados de capitais; regulação

Abstract

Short-selling is a relatively common practice in capital markets for many centuries to come, and its origins dates back to the seventeenth century. However, it has been subject to a lot of controversy over time, and a target of many criticisms, especially since the last financial crisis. While its legality, and even its morality is, many times, put into question, the truth is that short-selling poses very specific risks to the markets, and potentially very serious ones to financial stability.

In European and North American markets, short-selling is comprehensively regulated, and the respective legal frameworks impose several restrictions to its practice. Both of these legal frameworks establish permanent restrictions, temporary restrictions, and even a set of transparency requirements directed at short position holders.

This dissertation analyzes short-selling restrictions established in the European short-selling Regulation, and the North American legal framework. Although, in general, we consider that there is an equivalence between the sets of restrictions imposed by both legal frameworks, there are also some noticeable differences between them, many of which can be explained by the different experiences the European and North American markets went through over the course of the last financial crisis.

Keywords – short-selling; restrictions; capital markets; regulation

I – Introdução

1. Conceito de *Short-Selling*

Short-selling é a venda de algo que não se tem. Por estranha que esta afirmação possa parecer aos olhos de qualquer jurista, a verdade é que esta é uma prática comum e já centenária¹ nos mercados de capitais. Assim, o que é o *short-selling*, e como funciona?

Definir *short-selling* não é uma tarefa fácil. A definição varia recorrentemente dependendo do mercado, e da jurisdição a que nos referirmos. Uma tradução literal para português, seria “venda curta”. Este termo, à luz das diferenças de sentido entre o termo português “curto”, e o inglês “*short*”, fruto dos múltiplos sentidos que a palavra pode tomar no inglês e que não sucede no português, tornam este termo confuso e problemático. Talvez por isso, a tradução utilizada pela CMVM, e a tradução feita para português na legislação europeia, faz recurso ao termo “venda a descoberto”. Quanto a nós, este termo está também longe de ser feliz. Primeiro, porque o termo venda a descoberto pressupõe que uma venda tradicional se encontraria, por seu turno “coberta”. Esta ideia não corresponde à verdade, a não ser que se considere o termo coberto no sentido mais lato possível. Com efeito, a noção de cobertura utilizada nos mercados de capitais tipicamente representa um sentido de garantia. Seria o caso, por exemplo, das obrigações cobertas², que se distinguem das demais pela existência de ativos de garantia, que servem o propósito de assegurar os pagamentos aos obrigacionistas, em caso de incumprimento da entidade emitente. Não é, de todo, esta a realidade aplicável ao *short-selling*. Assim será, até porque o conceito de *short-selling* não se encontra necessariamente associado à inexistência do ativo que é objeto da venda. Numa operação tradicional de *short-selling*, o *short-seller*

¹ O *short-selling* terá surgido em 1609, pela mão do holandês Isaac le Maire. Sobre a história do *short-selling*, ver:

STRINGHAM, Edward (2003), “*The Extralegal Development of Securities Trading in Seventeenth Century Amsterdam*”, *Quarterly Review of Economics and Finance* 43 (2), pp. 321.

² Sobre obrigações cobertas em geral, ver:

European Banking Authority (2016), *EBA Report on Covered Bonds – Recommendations on Harmonisation of Covered Bond Frameworks in the EU*.

não detém o ativo, mas toma-o de empréstimo para poder proceder à venda. Neste prisma, dificilmente, se poderia dizer que a venda é “descoberta”, já que o ativo existe e o vendedor tem legitimidade para dele dispor.

O termo “venda a descoberto” poderá ainda ser problemático de uma outra perspectiva. Como referimos no parágrafo anterior, nas operações tradicionais de *short-selling*, o vendedor não detém o ativo que vende, mas toma-o de empréstimo. Tal, embora descreva as operações de *short-selling* na sua generalidade, não será verdadeiro para toda e qualquer operação. Isto porque é possível realizar uma operação de *short-selling* sem que se detenha o ativo subjacente no momento da venda. Em inglês, estas operações denominam-se de “*naked short-selling*” e são, em regra, proibidas nos mercados de capitais³. Uma tradução deste termo para português, que não será a literal, mas certamente mais feliz, seria de venda curta a descoberto, já que, neste conjunto particular de casos, não existe (ou pelo menos o vendedor não detém) o ativo que é objeto da venda. Quanto a nós, o emprego da expressão “a descoberto” neste conjunto de casos já terá todo o sentido, e será muito mais adequado. Por outro lado, utilizar a expressão “venda a descoberto” para nos referirmos a toda e qualquer operação de *short-selling*, para além de ser impreciso, é suscetível de gerar confusão entre estas duas realidades.

Por tudo isto, propomos-mos a utilizar as expressões anglo-saxónicas, que, com todas as vicissitudes e condicionantes que se lhes reconhecessem, são já amplamente utilizadas tanto nos meios financeiros como jurídicos, e por isso, menos suscetíveis de gerar confusão. Claro que a mera tradução não nos é suficiente para entender o funcionamento desta operação. Para tal, será necessária uma definição e, uma vez mais, também essa não é fácil, e é bastante variável. Um ponto de partida interessante é começar por definir aquilo que *short-selling* não é. Logo no início, referimos que *short-selling* é a venda de algo que não se tem. Ora, atentando ao ordenamento jurídico português, esta é uma ideia que não será nova. O Código Civil (“CC”) prevê a figura das vendas de bens alheios, que são nulas⁴. Uma venda curta é, para todos os efeitos, uma venda de um bem alheio, mas não queremos com isto dizer

³ O tema do *naked short-selling*, em particular no que se refere à sua proibição, é abordado *infra*, pp. 31.

⁴ Artigo 892.º do Código Civil.

que não é permitida aos olhos do Direito português. Com efeito as operações de *short-selling* são alvo de regulação especial no nosso ordenamento jurídico, pelo que não lhes é aplicável o artigo 892.º do CC. Ainda recorrendo ao CC português, uma outra figura que nos poderia servir de referência seria a da venda de bens futuros⁵, pela disparidade temporal entre a venda, e a compra do ativo subjacente, na perspetiva do *short-seller*. No entanto, os ativos em causa não são futuros, pois existem já no momento da venda. O *short-seller* meramente comprará o mesmo ativo na mesma quantidade num momento posterior ao da venda. Assim, não se tratando de uma venda de bens futuros ou de uma venda de bens alheios (pelo menos atendendo ao âmbito de aplicação do artigo 892.º do CC), o que é *short-selling*? Para responder a esta questão, existem várias definições às quais é possível recorrer.

No glossário de termos relativos a instrumentos financeiros⁶, a CMVM define *short-selling* como: “*Short-selling (Venda a Descoberto): É 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 objeto 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.*” Não levantamos objeções à definição da CMVM, salvo à opção pela tradução como “venda a descoberto”, pelos motivos acima elencados. O glossário da CMVM é demonstrativo das dificuldades que esta tradução posa, quando procura definir *naked short-selling*, traduzindo como “*short-selling a descoberto*”⁷. Fazemos notar a incoerência na tradução de ambos os termos, dado que a tradução do segundo implica a impossibilidade de recorrer à tradução do primeiro. Compreendemos, no entanto, a sua razão de ser. Sendo fiel à tradução original, *naked short-selling* teria de se traduzir como “venda a descoberto a descoberto”, o que, naturalmente, não teria qualquer sentido. Quanto a nós, esta

⁵ Artigo 880.º do Código Civil.

⁶ CMVM, *Glossário de termos relativos a instrumentos financeiros*, disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/literacia/Pages/Gloss%C3%A1riodetermosrelativosaInstrumentosFinanceiros.aspx> (consultado em 12/10/2020).

⁷ *Idem*, nota 6.

questão é sintomática do problema que utilizar a ideia de cobertura (ou descobertura) para traduzir *short-selling* coloca.

Infelizmente, este problema não é exclusivo das traduções da CMVM. Esta tradução é, aliás, uma decorrência da legislação europeia, na qual *short-selling* é traduzido exatamente da mesma maneira. No Regulamento europeu sobre short-selling⁸, *short-selling* é definido como “*relativamente a uma ação ou a um instrumento de dívida, qualquer venda da ação ou do instrumento de dívida de 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 ações ou o instrumento de dívida para entrega na liquidação*”⁹. Na mesma definição, são feitas algumas exclusões, sobre as quais versaremos adiante¹⁰. De resto, é de notar que esta definição é válida para efeitos da aplicação do Regulamento, não obstante, é possível perceber que se aproxima bastante da definição da CMVM.

A IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), numa perspetiva mais ampla, propõe, num relatório de 2009, que a definição de *short-selling* se baseie em dois fatores essenciais: por um lado, a venda de um instrumento financeiro; e por outro, que o vendedor não detenha no momento da venda¹¹.

A definição da CMVM, a definição utilizada na legislação europeia, e a proposta pela IOSCO são apenas três definições, de entre variadíssimas às quais poderíamos aqui fazer referência. Da nossa perspetiva, existe uma ideia chave que subjaz ao conceito de *short-selling*, e que é comum a toda e qualquer uma delas: *Short-selling*, (ou venda curta) é a operação financeira através da qual um participante do mercado vende um instrumento financeiro que não detém¹².

Mas como funciona o *short-selling*, e quais as motivações dos investidores para realizar este tipo de operação? Para proceder a uma destas vendas, o vendedor deverá

⁸ Regulamento do Parlamento e do Conselho n.º 236/2012, sobre operações de venda curta e posições curtas relevantes em ações, dívida soberana e *credit default swaps*.

⁹ Artigo 2.º, n.º 1 b) RSS.

¹⁰ A definição de short-selling no Regulamento Europeu é abordada *infra*, pp. 22.

¹¹ IOSCO, *Regulation of Short-Selling – Consultation Report*, Anexo III, março 2009.

¹² JORION, Phillippe (2007), *Financial Risk Manager Handbook*, Wiley, 2ª Edição, pp. 222.

garantir no mercado o empréstimo do título que pretende vender, proceder à sua venda, e posteriormente comprar o mesmo instrumento financeiro para devolver o empréstimo. Normalmente, o mutuante é o intermediário financeiro. É de notar que aquilo que o *short-seller* fica obrigado a devolver é o mesmo instrumento financeiro na mesma quantidade, e não o valor correspondente no momento da venda. Por isso, o risco de mercado corre sempre por conta do vendedor (que será o mutuário), e nunca por parte do intermediário financeiro (ou do mutuante, se de outro se tratar).

O investidor que vende curto (*o short-seller*) beneficia da descida do preço e não da subida, como é apanágio no que se refere às posições de compra (ou posições longas). Assim é, pois numa operação de *short-selling*, o investidor vende o instrumento que não detém no mercado, recebe os fundos correspondentes à venda, mas fica obrigado a comprar esse instrumento num momento posterior. No caso de o preço descer, o investidor poderá proceder à compra por um preço inferior àquele a que vendeu. Nesse caso, lucrará, na medida da diferença de preço. No entanto, o cenário oposto é igualmente possível. Se o preço subir, o investidor terá de comprar a um preço superior ao da venda – caso em que terá de suportar a perda. Deste modo, e na esmagadora maioria dos casos, é possível afirmar que o investidor que assume uma posição curta no mercado tem uma expectativa que o preço caia. Apenas assim não será nos casos em que as operações de *short-selling* são utilizadas com um intuito de proteger uma outra posição (*hedging*). Nesses casos, o *short-seller* terá, não uma expectativa, mas um receio da queda do preço¹³.

Naturalmente, para poder proceder à disposição de um instrumento financeiro que não detém, o *short-seller* terá de assegurar esse instrumento no mercado. Para tal, tipicamente, recorre ao empréstimo desse instrumento junto do seu intermediário financeiro que, por sua vez, poderá estar a segurar o título para outro dos seus clientes. Por isso mesmo, é pressuposto de toda a operação de *short-selling* a fungibilidade do instrumento financeiro em causa. Tal significa também, por outro lado, que nem todos os instrumentos estão disponíveis para este tipo de operação. Será sempre necessário para o *short-seller* assegurar o empréstimo dos mesmos, o que nem sempre

¹³ O exemplo que melhor ilustra estas situações é o do agricultor que vende futuros da sua produção para se precaver contra eventuais quedas no preço do seu produto.

se revela possível¹⁴. Às operações de *short-selling* a descoberto, isto é, aquelas em que o vendedor não assegura o empréstimo do título antes de proceder à venda, dá-se o nome de “*naked short-selling*”, uma prática, em regra, proibida nos mercados¹⁵.

Nos mercados, atualmente, é possível assumir posições curtas com recurso a instrumentos derivados (entre os quais, futuros, opções ou *swaps*). Na realidade, estas não são verdadeiras operações de *short-selling*, porque nenhum instrumento financeiro é efetivamente entregue no momento da venda. Estes são casos muitas vezes englobados no conceito mais lato de venda curta, embora não o sejam verdadeiramente, e, como tal, muitos dos riscos associados a *short-selling* (associados aos fundamentos das restrições) não lhes são aplicáveis.

2. Riscos

a) Riscos para o investidor

Como qualquer outra operação no mercado, as operações de *short-selling* comportam riscos para qualquer investidor que as realize. Desde logo, os riscos inerentes à volatilidade do preço dos instrumentos serão os mesmos de uma posição de compra. No entanto, existem características inerentes à própria natureza desta operação que posam riscos específicos para os investidores. Desde logo, o principal risco para um *short-seller* é que, ao contrário do que sucede nas posições longas, o investidor está sujeito a perdas que podem ser superiores ao seu investimento inicial. Quando um investidor compra um instrumento no mercado, tipicamente¹⁶ está exposto a perdas na medida do seu investimento. Ou seja, num cenário catastrófico

¹⁴ Às ações passíveis de ser vendidas curto dá-se o nome de “*shortable stocks*”. Tipicamente, os intermediários financeiros divulgam listas de ações disponíveis para proceder a este tipo de operações, às quais se dá o nome de “*easy to borrow lists*”.

¹⁵ Tal como será abordado adiante (*infra*, pp. 31 e ss.), o *naked short selling* é proibido nos mercados europeus e americanos.

¹⁶ Para este efeito, excluem-se as situações em que um investidor abre uma posição longa alavancada. Com recurso a alavancagem, é possível perder mais do que o investimento inicial também em posições longas.

para qualquer investidor, em que o preço de um instrumento que detém perde todo o seu valor, ele perderá todo o seu investimento, que corresponderá à quantidade de instrumentos que adquiriu, multiplicado pelo preço de compra. Mas esse será sempre o valor máximo da sua perda, dado que os instrumentos financeiros não assumem preços negativos. No caso de operações de venda curta, por outro lado, as perdas para um investidor medem-se pela subida do preço do instrumento transacionado. Sucede que, como não existem limites à subida do preço de um instrumento financeiro, a potencial perda máxima de um *short-seller* é, em teoria, infinita. Na prática, não o será, primeiro porque, na história dos mercados financeiros, nunca foi documentada a subida de um preço até ao infinito, e depois porque, devido ao risco inerente da operação, é sempre exigido aos investidores, pelo seu intermediário, a manutenção de uma margem, a qual deverá ser mantida à medida que as perdas são acumuladas.

Tal leva-nos a outro risco que, embora não exclusivo, é muito típico das operações de *short-selling*. Os intermediários financeiros, para possibilitar aos seus clientes a abertura e conservação de uma posição curta, exigem a manutenção de uma margem, mencionada no parágrafo anterior. Tal implica que o investidor deve reforçar a sua conta na proporção das suas perdas, por forma a salvaguardar a sua posição. A manutenção desta margem não é uma obrigação, mas sim um ónus. A consequência do não cumprimento é, no entanto, altamente penosa para o investidor, pois permite ao seu intermediário liquidar a posição, sem a sua conivência, ou sequer o conhecimento prévio.

Certos riscos associados a esta estratégia decorrem, não do funcionamento da operação, mas sim do próprio mercado. Um fenómeno que ocorre nos mercados, e que representa um risco significativa para os *short-sellers*, é o fenómeno que dá por nome de “*short-squeeze*”¹⁷. *Short-squeeze* é o termo utilizado para fazer referência às situações em que um instrumento financeiro passa por uma subida rápida e imprevisível de volume de transações e preço de mercado, motivada pela necessidade dos investidores com posições curtas de cobrir a sua posição. Estas situações ocorrem

¹⁷ Sobre a definição e maneira como se processa, ver:

XU, Wei e ZHENG, Yu (2016), *The Short Squeeze: The 'Invisible' Cost of Short Sales*.

quando um dado instrumento tem um grande número dos seus títulos *shorted*¹⁸, o que, previsivelmente, significa também que existe um número considerável de investidores com a obrigação de adquirir esse título a dada altura no mercado. Uma subida de preço desse instrumento, ainda que não muito significativa, pode levar os *short-sellers* a cobrir as suas posições, seja para cortar as suas perdas, seja porque não responderam às “*margin calls*” e os seus intermediários financeiros estão a fechar as posições automaticamente, seja por qualquer outro motivo. A questão que se coloca é que a compra de títulos no mercado para cobertura de posições curtas em nada difere da compra “tradicional”. Uma grande procura leva, como ditam os princípios da economia, a uma subida de preço. Ou seja, e na prática, uma subida de preço de um instrumento com um elevado número de posições curtas, pode levar um número significativo de *short-sellers* a comprar para cobrir a sua posição, o que, por sua vez, vai fazer com que o preço suba ainda mais, produzindo um autêntico efeito bola de neve¹⁹. O que isto significa é que títulos cujos indicadores técnicos e fundamentais apontam para uma descida de preço a breve trecho podem passar por subidas de preço e volatilidade motivadas apenas pela compra por *short-sellers* com a necessidade de cobrir vendas curtas. Tal, naturalmente, comporta um risco acrescido para os investidores que enveredam por essa estratégia.

Outro dos problemas intrínsecos associados a *short-selling* é que se está a apostar contra a história do mercado. Desde que os preços são documentados, a tendência natural dos mercados é de subida²⁰. Muito embora os mercados mundiais tenham passado (e continuem a passar) por períodos de crise acentuada e longa, os chamados “*bear markets*”, os mercados têm tido uma tendência história global a valorizar.

¹⁸ Ou seja, um número elevado desses títulos foi vendido curto.

¹⁹ Um exemplo ao qual se associa tipicamente a ideia de “*short squeeze*” é o que sucedeu com as ações da Volkswagen em outubro de 2008, em que o anúncio de um plano estratégico para a marca contribuiu para uma autêntica explosão do preço das ações, que chegaram a fazer da Volkswagen a empresa cotada em bolsa mais valiosa do mundo por momentos. Sobre este caso em concreto, ver: ALLEN, Franklin, HAAS, Marlene, NOWAK, Eric e TENGULOV, Angel (2019)., *Market Efficiency and Limits to Arbitrage: Evidence from the Volkswagen Short Squeeze* Swiss Finance Institute Research Paper n.º 17, pp. 64.

²⁰ JONES, Charles M. (2002), *A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs*.

b) Riscos sistêmicos

Para além dos riscos idiossincráticos associados a cada investidor e a cada operação de *short-selling* em concreto, esta é uma operação que representa riscos para o mercado como um todo. Estão em causa situações que criam, ou são passíveis de criar disrupções para o mercado no geral, como por exemplo, quebras de confiança dos investidores, ou mesmo falhas operacionais. Note-se que os riscos neste ponto apresentados não são exclusivos, nem sequer especialmente causados, pelas operações de *short-selling*, mas que lhe estão associados.

Um dos riscos para o mercado que as operações de *short-selling* são passíveis de causar, é a exacerbação das situações de falha na liquidação (*fail to deliver*). Estas situações ocorrem quando ou o preço, ou o instrumento financeiro de uma dada transação no mercado não são entregues²¹. Como vimos, *short-selling* é a venda de um título que não se tem. Assim sendo, é natural que o risco de falha de liquidação nestas operações seja acrescido, particularmente se compararmos com o de uma venda “tradicional”. Por isso mesmo, na esmagadora maioria das jurisdições, é exigido aos investidores que pretendem realizar essa operação que assegurem o título no mercado antes da *settlement date*²². Também é essa a razão de ser por detrás da proibição generalizada da venda curta a descoberto (*naked short-selling*).²³ O risco de falha na liquidação é um risco que apenas se coloca, naturalmente, nas transações onde, efetivamente, existe liquidação. Não será assim em todas as operações de *short-selling*, como já vimos, nomeadamente nalgumas realizadas com recurso a instrumentos derivados, que apenas se classificam como *short-selling* no sentido mais lato do termo.

Outro risco não exclusivo, mas eventualmente exacerbado pelas operações de *short-selling*, é o risco de manipulação. A manipulação de mercado toma variadíssimas formas. Uma das formas de manipular o mercado é com recurso a operações

²¹ LOADER, David (2002), *Clearing, Settlement and Custody*, BH, Securities Institute, Operation Management Series.

²² *Settlement date* é o nome dado ao dia em que cada transação no mercado deve ser liquidada (*settled*), ou, por outras palavras, em que o instrumento financeiro transacionado deve ser entregue ao comprador

²³ *Infra*, pp. 31.

financeiras perfeitamente legítimas. Tal como vimos anteriormente em relação à compra para cobrir posições curtas, a venda curta é, para todos os efeitos, uma venda no mercado como outra qualquer. Significa isso que um grande volume de ordens de venda (curta, ou não) gera uma grande pressão na oferta do instrumento financeiro em causa, o que, tendencialmente, levará a uma descida no preço. Em mercados particularmente ilíquidos, e para dados instrumentos nos quais o mercado deposita uma grande desconfiança, é possível manipular o mercado com recurso a operações de *short-selling*. O manipulador pode “inundar” o mercado com ordens de venda, de modo a criar a aparência de que existe um número significativo de investidores com intenção de dispor desses títulos. Essas ordens de venda podem criar um sentimento negativo do mercado²⁴ que, por sua vez, tem o potencial de gerar quebras ainda mais significativas no preço. Num mercado perfeito, em que a informação é completa e distribuída de forma uniforme por todos os participantes do mercado, uma quebra de preço motivada por um grande volume de oferta injustificado, seria prontamente compensado por um aumento do volume da procura a um preço mais baixo. O problema é que o mercado, muitas vezes, não funciona de maneira perfeita, e gera espaço para este tipo de conduta.

Em suma, as operações de *short-selling* comportam riscos acrescidos, tanto na ótica do investidor que realiza esse tipo de operações, como para o mercado visto como um todo. A questão que se pode colocar, a este propósito, é até que ponto é possível (ou mesmo desejável) mitigar estes riscos por via regulamentar.

3. Restrições

A prática de *short-selling* é muitas vezes olhada com desconfiança, havendo quem considere que é particularmente nociva para o mercado, ou até mesmo imoral. Não raras vezes são pintados os investidores que utilizam estas estratégias como investidores sem escrúpulos que pretendem apenas lucrar com situações financeiras sensíveis. Historicamente, talvez haja uma razão de ser por detrás dessa visão. Os *short-sellers* foram, em grande medida, culpabilizados pelo *crash* de Wall Street de

²⁴ Ou, num cenário mais plausível, acentuar um que já exista.

1929²⁵. Mais recentemente, aquando da crise de 2008-09, foi atribuído ao *short-selling* as quedas abruptas do preço das ações da *Lehman Brothers* e da *Bear Sterns*, embora tal nunca tivesse sido demonstrado. Toda esta visão negativa em volta da operação contribuiu para a construção de uma série de mitos e tabus à volta do tema. Por isso mesmo, e ao longo do tempo, houve (e há ainda hoje) quem defendesse a sua proibição total. Ao dia de hoje, o *short-selling* não é proibido em nenhum mercado de relevo, talvez porque os seus efeitos nocivos para o mercado nunca tenham sido comprovados para lá de qualquer dúvida.

Com efeito, e em sentido contrário, são muitas vezes apontados benefícios do *short-selling* para o mercado²⁶. Por um lado, providencia liquidez ao mercado, o que toma particular relevo em mercados especialmente ilíquidos onde pode ser difícil conseguir adquirir um dado instrumento ao preço de mercado. Por outro, existem estudos que apontam no sentido de a possibilidade de os investidores venderem curto ajuda a refletir o sentimento negativo no mercado, o que ajuda a encontrar o preço “justo” e, por sua vez, ajuda a prevenir e a mitigar a existência de “bolhas”²⁷. A opinião mais ou menos consensual entre os economistas é que a proibição das operações de *short-selling* traria ao mercado mais consequências negativas do que positivas. Por isso, a opção legislativa não tem passado pela proibição. Ainda assim, não proibir não é sinónimo de não regular. E parece evidente que estas operações contêm particularidades e comportam riscos, tanto para os investidores como para o mercado como um todo, específicos, e que podem, por isso, ser merecedoras de particular atenção por parte das autoridades de supervisão.

Por isso mesmo, não é de estranhar que as operações de *short-selling* sejam estritamente reguladas em todos os mercados de relevo a nível mundial. Em

²⁵ SCHMIDT, Jacob H (2019), *The Role of Speculators in the Market Crash of 1929*, Regent's University London - Faculty Centre for Applied Finance and Banking Working Paper Series.

²⁶ Sobre os benefícios do *short-selling* para a eficiência do mercado, ver: SAFFI, Pedro A. C. e SIGURDSSON, Kari (2010), *Price Efficiency and Short Selling*, AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, IESE Business School Working Paper n.º 748, Review of Finance Studies, Vol. 24, n.º 3, pp. 821-852.

²⁷ Sobre *short-selling* e os seus efeitos no que respeita à criação de “bolhas” no mercado, ver: HARUVY, Ernan e NOUSSAIR, Charles (2006), *The Effect of Short Selling on Bubbles and Crashes in Experimental Spot Asset Markets*, The Journal of Finance, Vol. LXI, n.º 3.

particular, as operações de *short-selling* são alvo de restrições legais significativas nas várias jurisdições em análise. Enquanto algumas dessas restrições são globais – globais, não no sentido de terem uma aplicação global mas no sentido de encontrarem paralelo, ou equivalente, nas jurisdições que tutelam os grandes mercados a nível global – como é o caso, por exemplo, do *naked short-selling*, que é proibido, em regra, nos mercados norte-americanos e europeus²⁸, outras são muito particulares de uma dada jurisdição. Pense-se, a este propósito, da chamada *uptick rule*²⁹, que é uma restrição com grande legado histórico nos mercados americanos, mas que não encontra equivalente noutros mercados.

As restrições ao *short-selling* podem ser justificadas pelas mais variadas razões, seja de ordem jurídica, económica, política ou até mesmo histórica. A questão que se coloca, a esta parte, é que talvez pela má-fama que foi adquirindo ao longo dos tempos, aliada a uma generalizada falta de compreensão da operação e seu funcionamento, muitas das restrições que se impõe à prática de *short-selling* são, elas próprias, criticáveis.

Importa dissertar, por isso, sobre estas restrições. Nomeadamente, no que à sua substância diz respeito, mas também sobre as causas que as justificam e os riscos que se pretende com elas mitigar. Por fim, pretende-se ainda analisar a sua eficiência na mitigação desses riscos, de modo a se poder chegar a uma conclusão sobre se, e em que medida, se deve por via legal restringir as operações de *short-selling*.

²⁸ *Infra*, pp. 31.

²⁹ O tema da *uptick rule* será abordado a propósito da temática das restrições temporárias *infra*, pp. 64.

II. Regulação de *Short-Selling*

Se os mercados financeiros são, atualmente, e para todos os efeitos, globais, o mesmo não se poderá dizer da sua regulação. Naturalmente, a regulação de cada mercado de capitais variará consoante o ordenamento jurídico em que este se encontre inserido. A consequência necessária é que, e partindo do pressuposto que a cada mercado financeiro corresponde uma jurisdição, diferenças no quadro normativo levarão à aplicação de regras diferentes para diferentes mercados³⁰. Deste modo, não é de estranhar que a regulação de *short-selling* varie substancialmente de jurisdição para jurisdição. Não obstante o facto de certas normas serem replicadas ou encontrarem correspondência em praticamente todos os mercados financeiros de considerável dimensão, a realidade é que cada quadro normativo, no que a *short-selling* diz respeito, reveste-se de particularidades e vicissitudes que, em certos casos, são únicas no seu contexto. Dado que nos seria impossível dissertar sobre todos os regimes de *short-selling* existentes a nível global, o enfoque será dado a duas jurisdições: a norte-americana, e a europeia.

Importa, neste ponto, entender os regimes como um todo – nomeadamente, quais os diplomas de referência nestas matérias, quais as autoridades de regulação e supervisão competente, e como se articulam as diversas dimensões dos regimes, nomeadamente, a vertente regulatória e a vertente de supervisão. Apenas assim será possível entender e analisar as restrições, ou outros eventuais constrangimentos à prática de *short-selling*. Não obstante as diferenças evidentes entre os dois regimes em análise, e as especificidades muito particulares de cada um deles, existem vários pontos de contacto entre os dois ordenamentos jurídicos. Exemplo disso mesmo é o facto de o combate às operações de *naked short-selling* e a mitigação do risco de falhas na liquidação³¹ serem, em ambos os casos, o enfoque principal dos regimes. Assim,

³⁰ Sobre regulação dos mercados financeiros, em geral, ver, designadamente:

ARMOUR, John, AWREY, Dan, DAVIES, Paul L., ENRIQUES, Luca, GORDON, Jeffrey N., MAYER, Colin e PAYNE, Jennifer, *Principles of Financial Regulation* (2016), European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper n.º 277/2014, Columbia Public Law Research Paper n.º 14-430, Saïd Business School WP 2014-12.

³¹ Esta questão será melhor desenvolvida no capítulo III (*infra*, pp. 31 e ss.).

observa-se que as diferenças mais proeminentes entre os dois quadros regulatórios que estarão em análise não se prendem tanto com os objetivos a atingir, (que coincidirão com a redução do risco de situações de *naked short-selling* e falhas na liquidação, por um lado, mas também de situações de manipulação de mercado, por outro) mas com os meios para atingir esses objetivos. Com efeito, as diferenças não se quedam apenas na mera técnica legislativa, mas mesmo em toda a estrutura regulatória. Exemplo prático disso é que, enquanto a prática de *short-selling* é, por regra, admissível nos mercados norte-americanos, o legislador europeu optou por uma proibição geral destas operações, elencando as condições a preencher para que uma transação desta natureza seja realizada.

1. União Europeia

a) O Regulamento n.º 236/2012

O regime europeu sobre *short-selling* data de 2012, que marca a primeira vez que estas matérias foram reguladas a nível comunitário³². O diploma de referência é o Regulamento do Parlamento e do Conselho n.º 236/2012, sobre operações de venda curta e posições curtas relevantes em ações, dívida soberana e *credit default swaps*. São ainda relevantes, nesta matéria, os regulamentos delegados da Comissão Europeia n.º 826/2012; 918/2012; 919/2012 e o regulamento de implementação n.º 827/2012. Este regime, por ser de aplicação direta, harmoniza totalmente as normas aplicáveis às operações de *short-selling* por todos os Estados-Membros, por oposição à realidade

³² Sobre o regulamento europeu em geral, ver:

MONTEIRO, Manuel (2015), *O Regime Europeu de Short-selling*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, pp 29 e ss.

fragmentária que até então se verificava nos países europeus³³. A cargo das autoridades nacionais quedou-se apenas a componente sancionatória do regime³⁴.

É possível dividir o regime em três grandes blocos de provisões, atendendo ao seu objeto: Por um lado, contém restrições aplicáveis a todas as vendas curtas que, no seu essencial, proíbem e visam mitigar o risco de situações de *naked short-selling*, e, consequentemente, falhas na liquidação de vendas curtas; restrições temporárias, aplicáveis em cenários de exceção, ou de queda dramática dos preços; e normas relativas a transparência sobre posições curtas.

b) Conceito e Âmbito de Aplicação

O regime estabelece um conceito de venda curta, através do qual se delimita o âmbito de aplicabilidade do Regulamento. Esta técnica legislativa reveste-se, neste contexto, de especial importância, dada a indefinição em torno do conceito de *short-selling* e as diferenças do mesmo de jurisdição em jurisdição³⁵. Nesse sentido, o conceito utilizado no Regulamento³⁶ é bastante abrangente. Segundo o mesmo, deve entender-se por venda curta “qualquer venda da ação ou do instrumento de dívida de 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 ações ou o instrumento de dívida para entrega na liquidação”.

São, em seguida, elencadas três situações que não se devem considerar operações de venda curta para efeitos da aplicação do Regulamento. Nomeadamente: i) “vendas efetuadas por qualquer das partes num acordo de recompra em que uma parte tenha

³³ E que foi um dos motivos que levaram à adoção do regulamento. Ver *Considerando (5)* do RSS.

³⁴ Artigo 41.º do RSS – “Os Estados-Membros devem estabelecer regras relativas a sanções e medidas administrativas aplicáveis às infrações ao presente regulamento e tomar todas as medidas necessárias para garantir a respetiva aplicação. Essas sanções e medidas administrativas devem ser efetivas, proporcionadas e dissuasivas...”

³⁵ Abordámos já as dificuldades em estabelecer um conceito de *short-selling* e diferentes exemplos *supra* – pp. 10-11.

³⁶ Artigo 2.º, n.º 1, alínea b) do RSS.

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”, (*repurchase agreements “repos”*³⁷); ii) “transmissões de valores mobiliários efetuadas no âmbito de acordos de empréstimo de valores mobiliários”; iii) sendo ainda excluídos por completo os contratos de futuros “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”³⁸. É de notar que as situações elencadas não se referem a casos em que a venda curta é admissível. São, por outro lado, situações que não se consideram venda curta e às quais, consequentemente, não se aplica o regime europeu sobre *short-selling*³⁹.

c) Restrições absolutas⁴⁰

O regime contém uma série de restrições à venda curta de diversos instrumentos, com vista a concretizar as proibições estabelecidas. O legislador europeu optou, inclusivamente, por proibir a operação em geral, elencando as condições que o investidor terá de cumprir para poder realizar operações desta natureza⁴¹.

³⁷ Sobre *repurchase agreements* em geral, ver:

DUFFIE, James Darrell e SKEEL, David A. (2012), *A Dialogue on the Costs and Benefits of Automatic Stays for Derivatives and Repurchase Agreements*, University of Penn, Institute for Law & Econ Research Paper n.º 12-02, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper n.º 108.

³⁸ Sendo que se devem considerar englobados nesta alínea não só *futures* como *forwards*. Sobre estes dois instrumentos financeiros, e a diferença entre ambos, ver:

FERNANDEZ, Pablo (2018), *Conceptos básicos sobre derivados: Opciones, Forwards y Futuros (Options, Forwards and Futures: Basic Concepts)*

³⁹ Ver MONTEIRO, Manuel (2015), *O Regime Europeu de Short-selling*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, pp. 33.

⁴⁰ No regulamento, não se faz referência a este conjunto de restrições como “restrições absolutas”. Optámos por nos referir a estas disposições assim, por forma a mais facilmente as podermos distinguir das restrições com carácter temporário, às quais faremos referência *infra* (pp. 64).

⁴¹ Ver artigo 12.º, n.º 1 do regulamento – “*As personas singulares ou coletivas só podem vender a descoberto ações admitidas à negociação numa plataforma de negociação caso se verifique uma das seguintes condições*”.

Assim, em geral, um investidor não pode vender um instrumento financeiro que não detenha, a menos que: i) já tenha obtido o empréstimo dos mesmos; ii) disponha de um direito irrevogável de transmissão do direito de propriedade; ou iii) que uma terceira entidade emita uma declaração que lhe permita uma expectativa razoável de liquidação da operação. Um investidor apenas poderá realizar uma operação de venda curta se preencher uma destas condições, que são alternativas entre si, ou se a sua situação estiver excluída do conceito de *short-selling*, tal como é estabelecido pelo próprio Regulamento – mas nesse caso, não estará, verdadeiramente, e para efeitos do Regulamento, a realizar uma operação de *short-selling*⁴².

O preenchimento de qualquer uma destas condições permite prevenir, em princípio, a falha na liquidação. Com efeito, toda a construção do regime, concebendo uma proibição geral, e permitindo a venda curta apenas a título excecional, terá como objetivo primário a proibição de *naked short-selling*, sobre o qual dissertaremos com maior detalhe mais à frente.⁴³

d) Restrições temporárias

O Regulamento estabelece um conjunto de restrições temporárias, que podem ser adotadas em dois diferentes cenários: em caso de ameaça séria à estabilidade dos mercados, e em caso de descida significativa do preço⁴⁴. Estas restrições têm em comum, para além de ter a sua aplicabilidade restringida a situações excecionais, o seu carácter meramente temporário. A sua aplicação depende ainda da decisão das autoridades nacionais competentes para a supervisão dos mercados dos Estados-Membros.

e) Deveres de Transparência

⁴² Pelo menos não estará, nos termos e para efeitos do Regulamento.

⁴³ *Infra*, pp. 31 e ss.

⁴⁴ Artigos 18.º, 19.º, 20.º e 21.º do Regulamento.

O regime consagra ainda um conjunto de deveres de transparência abrangente. Em particular, estabelece esses deveres para as posições curtas mediante o tipo de instrumento: ações, dívida soberana, ou *credit default swaps*⁴⁵. Assim, devem ser comunicados à autoridade nacional competente as posições curtas relevantes detidas sobre esses três instrumentos, sendo que, no caso das ações, existem ainda deveres de divulgação, mediante a ultrapassagem de determinados limiares. De resto, é ainda imposto aos investidores o dever de manter registos de posições curtas relevantes pelo prazo de cinco anos⁴⁶.

2. Estados-Unidos

Nos Estados Unidos, o diploma de referência no que toca a mercados de capitais e instrumentos financeiros, é o *Securities and Exchange Act*, de 1934. Este diploma atribui à entidade encarregue da regulação e supervisão financeira americana, a *Securities and Exchange Commission* (doravante SEC), poderes para regulamentar os mercados, incluindo, naturalmente, as operações de *short-selling*⁴⁷. Não existe, no entanto, um diploma único que tutele todos os aspetos da regulação de *short-selling*. Ao invés, as normas aplicáveis a estas operações encontram-se dispersas em várias leis e regulamentos. A SEC tem um papel fundamental nesta matéria, tendo poderes para regulamentar as matérias de que está encarregue.

O diploma de referência em matéria de *short-selling* no ordenamento jurídico norte-americano é o Regulamento SHO. Adotado em 2005, foi a primeira inovação nesta matéria desde 1934⁴⁸, e é o único diploma no ordenamento jurídico norte-americano que contraria a tendência fragmentária que marca as normas relativas a *short-selling*.

⁴⁵ Artigos 5.º, 6.º, 7.º e 8.º do Regulamento.

⁴⁶ Artigo 9.º do Regulamento.

⁴⁷ *Section 10(a)* do *Exchange Act*.

⁴⁸ FINNERTY, John D. (2005), *Short Selling, Death Spiral Convertibles, and the Profitability of Stock Manipulation*.

Nomeadamente, estão neste diploma estabelecidos os principais requisitos e restrições aplicáveis a estas operações. À semelhança do que acontece no direito europeu, o regime norte-americano tem um grande enfoque e consagra um regime restrito em relação à prática de *naked short-selling*, que resulta na sua proibição *de facto*⁴⁹. Estas normas encontram-se contidas, precisamente, no Regulamento SHO que, embora estabeleça o principal quadro normativo aplicável às operações de *short-selling*, não reúne todas as disposições a elas aplicáveis. Não contém, desde logo, as normas que visam combater a conduta manipulativa nos mercados. Esses preceitos foram consagrados na *Naked Short-Sale Antifraud Rule*⁵⁰. Adotada em 2008, com a intenção de combater as situações de *naked short-selling*, este diploma inclui preceitos que visam proibir os *short-sellers* de enganar os seus intermediários em relação à sua capacidade de assegurar a liquidação das transações no mercado. Esta regra acabou por não introduzir nenhum aspeto inovador ao quadro regulatório em vigor⁵¹, dado que essa prática fraudulenta já se considerava ilícita anteriormente⁵². A adoção da norma foi encarada como uma manobra política, mais do que outra coisa. Naturalmente, as normas sobre abuso ou manipulação de mercado de cariz mais geral serão sempre aplicáveis às operações de *short-selling*.

Ainda em matéria de *short-selling*, é possível encontrar normas relativas a esta operação de mercado no *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*⁵³ (ou apenas *Dodd-Frank Act*). Adotado em 2010, este diploma foi visto como uma resposta regulatória à crise de 2008-09, e introduziu várias reformas respeitantes à regulação dos mercados financeiros norte-americanos. No que respeita a *short-selling*, este

⁴⁹ Embora não expressa. Ver:

HOWELL, Elizabeth (2016), *Short-selling Restrictions in the EU and the US: A Comparative Analysis*, 16 Journal of Corporate Law Studies 333, pp 15.

⁵⁰ Rule 10b-21.

⁵¹ GRUENWALD, Seraina, WAGNER, Alexander e WEBER, Rolf H. (2009), *Short Selling Regulation after the Financial Crisis - First Principles Revisited*, International Journal of Disclosure and Regulation, Vol. 7, n.º 2, pp. 108-135, Swiss Finance Institute Research Paper n.º 09-28.

⁵² Section 10(b) e Rule 10b-5.

⁵³ Sobre o *Dodd-Frank Act*, ver:

SKEEL, David A. (2010), *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences*, Wiley, University of Penn, Institute for Law & Econ Research Paper n.º 10-21.

diploma contém, designadamente, normas relativas a transparência associada a posições curtas⁵⁴.

Ao contrário do Direito Europeu, não existem no direito norte-americano quaisquer restrições a *short-selling* de dívida soberana, o que marca um contraste notório com o primeiro, que, inclusivamente, lhe dedica uma menção no próprio título do Regulamento. Justificar-se-á esta diferença, porventura pelas diferentes experiências que os dois mercados atravessaram no decurso da última crise financeira⁵⁵.

a) O Regulamento SHO

Em matéria de *short-selling*, o Regulamento SHO é o diploma de referência do regime norte-americano. Embora, como referimos, não contenha todas as disposições normativas aplicáveis nesta matéria, estabelece os principais requisitos e restrições a que os *short-sellers* estão sujeitos. No que a restrições de *short-selling* diz respeito, o Regulamento SHO teve como um dos seus grandes objetivos o combate ao *short-selling* a descoberto, ou, *naked short-selling*⁵⁶. Apesar de ser um diploma relativamente recente, datando a sua versão original de 2005, sofreu já várias alterações ao longo dos anos. Compõem o Regulamento SHO quatro principais regras, (ou *Rules*) sendo que cada uma delas contém diversas vicissitudes e exceções, às quais daremos especial atenção mais à frente. A cada regra está associado um requisito, que deverá ser cumprido por forma a haver lugar a uma venda curta.

b) Rule 200

⁵⁴ O tema dos deveres de transparência para as posições curtas, assim como as normas que os consagram no *Dodd-Frank Act* serão abordados *infra*, pp. 72.

⁵⁵ *Infra*, pp. 83.

⁵⁶ GRUENEWALD, Seraina, WAGNER, Alexander e WEBER, Rolf H. (2009), *Short Selling Regulation after the Financial Crisis - First Principles Revisited*, International Journal of Disclosure and Regulation, Vol. 7, n.º 2, pp. 108-135, Swiss Finance Institute Research Paper n.º 09-28.

A *Rule 200* é uma regra que impõe que todas as ordens de venda sejam “marcadas”, ou “*marked*”. Por isso, esta regra é referida como “*marking requirement*”, e implica que os *brokers-dealers*⁵⁷ deverão classificar cada ordem de venda recebida como “*long*”, “*short*”, ou “*short exempt*”. Como o próprio nome indica, uma ordem de venda deverá ser marcada “*long*” se o vendedor for o titular do instrumento financeiro objeto da venda, e detém esse instrumento no momento da venda, ou pelo menos, for expectável que venha a ter até ao momento da liquidação. Se tal não for o caso, então a ordem deverá ser marcada como “*short*”. As ordens podem ainda ser marcadas como “*short exempt*” se o vendedor se enquadrar numa das exceções da *Rule 201*.

c) *Rule 201*

A *Rule 201* é chamada de *Short Sale Price Test Circuit Breaker*. Esta regra impõe uma restrição temporária a *short-sales*, a ter lugar quando o preço de um dado instrumento financeiro estiver a registar uma desvalorização do seu preço superior a 10%, relativamente ao preço de fecho do dia anterior. A este tipo de restrições automaticamente desencadeadas dá-se o nome de *circuit breaker*⁵⁸. Por outro lado, esta restrição não tem lugar se o preço de venda for superior ao melhor preço de oferta existente no momento. A esta exceção dá-se, coloquialmente, o nome de *uptick rule*⁵⁹. A *uptick rule* é uma restrição a *short-selling* muito particular da legislação norte-americana, com um grande legado histórico. Foi a primeira restrição a *short-selling*

⁵⁷ *Brokers dealers* é o termo utilizado na regulação financeira norte-americana para fazer referência a entidades que realizam transações no mercado por conta dos clientes, mas também por conta própria. Tipicamente, estas entidades reconduzem-se a empresas que desenvolvam atividades de corretagem ou intermediação financeira. Sobre o conceito de *brokers-dealers*, ver:

LABY, Arthur B. (2009), *Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers*, The Business Lawyer, Vol. 65, n.º 2.

⁵⁸ Sobre *circuit breakers*:

CLAPHAM, Benjamin, GOMBER, Peter, HAFERKORN, Martin e PANZ, Sven (2017), *Managing Excess Volatility: Design and Effectiveness of Circuit Breakers*, SAFE Working Paper n.º 195.

⁵⁹ Em finanças, o termo *uptick* é utilizado para descrever uma subida em relação ao último preço transacionado.

imposta pela SEC e data de 1938. Esta regra foi abolida em 2007, mas seria reintroduzida uma nova versão dela em 2010, que vigora até hoje⁶⁰.

d) *Rule 203*

A *Rule 203*, intitulada de *locate requirement*⁶¹, é um requisito geral que procura garantir que, em caso de venda curta, o instrumento financeiro subjacente existe e encontra-se disponível para ser entregue no momento da liquidação. Em geral, estabelece regras que obrigam os *brokers-dealers* a não aceitar ordens de venda por parte dos seus clientes, a não ser que: (1) esta tenha assegurado o empréstimo do instrumento financeiro em causa ou entrado num acordo *bona fide* para o assegurar⁶²; (2) tenha *reasonable grounds* para crer que esse instrumento pudesse ser assegurado até à data de entrega⁶³. A imposição do *locate requirement* implica que, na prática, o *naked short-selling* seja proibido. Como referido, a proibição do *naked short-selling* era, desde o início, um dos principais objetivos do Regulamento SHO.

e) *Rule 204*

A *Rule 204* impõe aos *brokers-dealers* participantes em câmaras de compensação⁶⁴ um conjunto de requisitos no sentido de liquidar todas as suas posições. Ao conjunto destes requisitos dá-se, vulgarmente, o nome de *close-out requirement*. Este requisito nasceu da adoção, em 2009, e no seguimento da crise financeira, da *Rule 204T*, que inicialmente seria meramente temporária, e que impunha penalidades para falhas na

⁶⁰ GRUENEWALD, Seraina, WAGNER, Alexander e WEBER, Rolf H. (2009), *Short Selling Regulation after the Financial Crisis - First Principles Revisited*, International Journal of Disclosure and Regulation, Vol. 7, n.º 2, pp. 108-135, Swiss Finance Institute Research Paper n.º 09-28.

⁶¹ O *locate requirement* será abordado em maior detalhe *infra*, pp. 43.

⁶² *Rule 203(b)(1)*.

⁶³ *Rule 203(b)(2)*.

⁶⁴ Do inglês, *clearing agency*. O termo *clearing agency*, no regime jurídico norte-americano, é definido na *Section 3(a)(23)* do *Securities and Exchange Act*.

liquidação. Esta regra teve a particularidade ser dirigida aos intermediários financeiros, e não aos próprios *short-sellers*: Se um *short-seller* falhasse a liquidação de um título no prazo de três dias, o seu intermediário seria proibido de permitir a qualquer outro cliente a venda a curto desse título, a menos que já tivesse garantido o empréstimo do mesmo. O objetivo era colocar os próprios intermediários a impedir situações de falha na liquidação dos próprios clientes. A eficácia demonstrada por esta norma na prevenção de situações de falha na liquidação, levou a SEC a adotar uma versão permanente, a *Rule 204*, com algumas diferenças no sentido de flexibilizar os requisitos para os intermediários financeiros. Atualmente, esta norma estabelece os diferentes prazos para liquidar posições em *fail to deliver* pelos participantes nas câmaras de compensação, bem como as sanções para os participantes que não cumpram.

III. A Proibição de *Naked Short-Selling*

1. *Naked Short-Selling e Fail to deliver*

Em ambos os ordenamentos jurídicos em análise, a intenção primordial, e o principal enfoque das restrições impostas à prática de *short-selling*, é impedir situações de *naked short-selling* (ou, em português, venda curta a descoberto⁶⁵). Tal como referido anteriormente, *naked short-selling* (ou *naked shorting*) é a designação atribuída às operações de *short-selling*, onde o vendedor não detém, não tem modo de obter, ou nem sequer confirmou a existência do ativo subjacente⁶⁶. Não será surpresa, assim, que o grande risco que estas operações representam é o de falha na liquidação (ou *fail to deliver*)⁶⁷. *Naked short-selling* (enquanto operação de mercado) e *fail to deliver* (enquanto sua consequência) não se confundem. Por um lado, situações de falha na liquidação podem ocorrer em qualquer transação de mercado, independentemente de estarmos perante posições curtas ou não. Por outro, operações de *naked short-selling* não conduzem necessariamente a situações de falha na liquidação. No entanto, a própria estrutura de uma operação de venda curta conduz a um risco acrescido de falha na liquidação. Quando estamos perante uma operação de *naked short-selling*, esse risco é maximizado. Por isso, *naked short-selling* e *fail to deliver* podem ser encarados como duas faces de uma mesma moeda: A realização da operação cria um risco acrescido de falhas na liquidação.

Deste modo, os regimes legais que iremos analisar visam impedir a prática de *naked short-selling*, com a finalidade última de reduzir o risco de falha na liquidação. Nesse sentido, e como veremos adiante, o objetivo principal dos regimes norte-americano e europeu é o de garantir que, nas operações de *short-selling* realizadas, o instrumento

⁶⁵ Sobre a tradução da expressão para português, pronunciámo-nos já *supra* – pp. 10-11.

⁶⁶ Sobre *naked short-selling*, ver:

CULP, Christopher L. e HEATON, J.B. (2007), *Naked Shorting*, Regulation 2008.

⁶⁷ Sobre o risco de falha de liquidação associado a *naked short-selling*, ver:

PUTNINS, Talis J. (2009), *Naked Short Sales and Fails to Deliver: An Overview of Clearing and Settlement Procedures for Stock Trades in the US*, Journal of Securities Operations and Custody.

financeiro vendido é efetivamente entregue (*settled*). Por outro lado, as restrições impostas visam impedir as operações de *short-selling* em que a liquidação é impossível, ou pelo menos manifestamente improvável.

A este propósito, é oportuno dissertar sobre o conceito e os verdadeiros riscos criados, tanto pelas operações de *naked short-selling* como pelas situações de *fail to deliver*. Para tal, há que entender duas questões fundamentais: primeiro, como se relacionam entre si; e depois, se os riscos para os mercados serão superiores nas operações de *short-selling*, quando comparadas com todas as outras transações nos mercados.

a) *Fail to deliver*

É a designação atribuída às situações em que uma transação de mercado não é liquidada⁶⁸. Por outras palavras, o instrumento financeiro transacionado (ou o respetivo valor acordado) não é entregue. Nas transações de mercado, o momento da execução das ordens e o momento de entrega não coincide no tempo. Depois de a transação ser executada, esta deve ser liquidada (*settled*). É esse o nome dado ao processo através do qual são entregues tanto o valor, como o instrumento financeiro transacionados. Tanto nos mercados americanos como europeus, o tempo de liquidação (*settlement period*) é, em regra, de T+2⁶⁹, ou seja, dois dias úteis após a transação. Quando qualquer transação de mercado não é liquidada no *settlement period*, gera-se uma situação de falha na liquidação, ou, no inglês original, *fail to deliver*.

Falhas na liquidação podem ainda ser originadas por problemas técnicos com as câmaras de compensação (*clearing houses*⁷⁰). Estas situações serão, no entanto, ignoradas para o propósito desta análise, pois não têm origem no funcionamento normal do mercado, nem são reguladas pelos mesmos instrumentos jurídicos.

⁶⁸ Sobre o conceito de *fail to deliver* (numa perspetiva económica), ver:

STRATMANN, Thomas e WELBORN, John W. (2012), *Exchange-Traded Funds, Fails-to-Deliver, and Market Volatility*, GMU Working Paper in Economics n.º 12-59.

⁶⁹ Embora existam exceções, nomeadamente, consoante o tipo de instrumento financeiro.

⁷⁰ Outra possível tradução é a utilizada no *Securities and Exchange Act*, “clearing agency”.

As situações de falha na liquidação são normalmente percebidas como um dos mais problemáticos riscos dos mercados de valores mobiliários. Não só pelo impacto óbvio e direto que têm no investidor que realiza uma operação sem receber a parte que lhe é devida, mas também pelo impacto sistêmico que representa para um mercado como um todo. É um pressuposto básico dos mercados de capitais a entrega dos ativos transacionados. A falta de confiança dos agentes na entrega tem como potencial último o colapso dos mercados financeiros. Não obstante, o verdadeiro impacto das falhas na liquidação nos mercados é marcadamente disputado. Um estudo de 2014 aponta no sentido de, não só um número elevado de situações de falha na liquidação não contribuírem decisivamente para a criação de distorções no mercado, como até para o sentido oposto. Inclusivamente, foi já defendido que ações com uma percentagem mais elevada de situações *fail to deliver* apresentam maior liquidez, o que, em contrapartida, tem um impacto positivo em termos de *price efficiency*⁷¹. Em sentido contrário, um estudo de 2016 defende ter conseguido encontrar a relação entre distorções de preço de ações com uma taxa elevada de ocorrência de *fail to deliver*, e as falhas na liquidação das mesmas⁷². Independentemente dos desenvolvimentos académicos e das posições controvertidas, é indisputável que prevenir uma grande ocorrência de falhas na liquidação tem sido, desde há muito a esta parte, uma grande preocupação dos reguladores.

Uma situação de falha na liquidação pode ter lugar em qualquer transação de mercado, e, virtualmente, sobre qualquer instrumento financeiro (cuja transação implique a entrega). Assim, a falha na liquidação não é uma consequência exclusiva, ou necessária das operações de *short-selling*. Ainda assim, é um dos principais riscos que os reguladores pretendem mitigar. Assim é devido à possibilidade que os avanços tecnológicos oferecem de proceder a operações de *short-selling* sem previamente garantir o empréstimo do instrumento financeiro em causa – ou seja, às operações de *naked short-selling*.

⁷¹ Nesse sentido, ver:

FOTAK, RAMAN, YADAV (2014), *Fails to deliver, Short-selling, and Market Quality*.

⁷² Nesse sentido, ver:

STRATMANN, Thomas; WELBORN, John W. (2016), "Informed short-selling, fails-to-deliver, and abnormal returns", *Journal of Empirical Finance* 38, pp. 81–102.

b) *Naked Short-Selling*

Short-selling é a prática de vender um instrumento financeiro que não se detém. A consequência necessária, e a obrigação jurídica imposta ao vendedor é, como tal, a aquisição desse instrumento num momento posterior, para que possa proceder à entrega e liquidar a transação. Para tal, e como já vimos, tipicamente o vendedor recorre ao empréstimo do instrumento financeiro em causa. Quando o *short-seller* procede à venda do instrumento, sem primeiro ter garantido o empréstimo do título, ou pelo menos assegurar-se de que o título pode ser emprestado antes da data de liquidação, chama-se a tal operação “*naked short-selling*”, ou, numa tradução livre para português, venda curta a descoberto.⁷³

Numa operação tradicional de *short-selling*, o *short-seller* adquire o título por empréstimo, procedendo à venda no mercado, e entregando o título ao comprador, liquidando assim a transação. O *short-seller* ficará então com a obrigação de comprar o título na mesma quantidade, de modo a devolvê-lo ao mutuante, mas estará livre de qualquer obrigação para com o comprador.

Em contrapartida, numa operação de *naked short-selling*, não existe mutuante. O *short-seller* vende o título no mercado, sem o deter, nem por empréstimo. Tal é-lhe possível pela diferença entre a data da transação e a data da liquidação não coincidirem temporalmente. Nas situações em que o *short-seller* não conseguir adquirir ou garantir o empréstimo do título, a transação não será liquidada, e estaremos perante uma situação de *fail to deliver*.

⁷³ Sobre o conceito de *naked-short-selling*, ver:

EVANS, Richard B., MOUSSAWI, Rabih, PAGANO, Michael S. e SEDUNOV, John (2018), *ETF Short Interest and Failures-to-Deliver: Naked Short-Selling or Operational Shorting?*, Darden Business School Working Paper n.º. 2961954, 2019 Academic Research Colloquium for Financial Planning and Related Disciplines;

CULP, Christopher L. e HEATON, J.B. (2007), *Naked Shorting*, Regulation 2008;

PUTNINS, Talis J. (2009), *Naked Short Sales and Fails to Deliver: An Overview of Clearing and Settlement Procedures for Stock Trades in the US*, Journal of Securities Operations and Custody.

A este propósito, convém notar que esta expressão pode ser utilizada com múltiplos significados distintos. Num sentido mais estrito, é utilizada para descrever apenas as operações de *short-selling* em que o instrumento financeiro não é entregue (ou seja, em que ocorre falha na liquidação), independentemente de qual fosse a situação quando a transação foi efetuada. Para o propósito da análise ora em prática, o termo *naked short-selling* será utilizado para descrever as situações em que o vendedor procede a uma operação de *short-selling* sem primeiro ter assegurado o empréstimo do instrumento financeiro em causa, nem tampouco garantir que o poderia assegurar a tempo da liquidação.

Este tipo de operação pode ser realizado, por exemplo, quando o instrumento financeiro em causa é escasso no mercado. Atentando ao exemplo das ações, podemos verificar que existe um número limitado disponível para aquisição, particularmente nos casos de empresas cujo *public float*⁷⁴ não é particularmente elevado. Nestas situações, pode ser extremamente difícil, senão mesmo virtualmente impossível, para o *short-seller* localizar ações no mercado para poder tomar de empréstimo e vender. E mesmo nos casos em que seja possível localizar essas ações, poderá não ser possível fazê-lo em quantidades suficientes para servir o propósito do *short-seller*. Tal facto poderá servir de incentivo ao *short-seller* para proceder à venda mesmo sem garantir o empréstimo.

Esta prática é, em regra, proibida nos mercados de capitais. Inclusivamente, os regimes em análise para este efeito (norte-americano e europeu) são, em grande medida, construídos em torno da proibição desta prática. As principais restrições impostas visam, em primeira linha, impedir que estas situações ocorram. Assim é, primeiro pelo potencial para distorções do mercado que estas operações proporcionam. Mas, principalmente, pelo risco acrescido de situações de falha na liquidação que posam para os mercados.

As preocupações dos reguladores têm também razões históricas. Várias vezes, ao longo da história dos mercados, quedas abruptas no valor de dados instrumentos

⁷⁴ *Public float* é a expressão inglesa que se refere à quantidade de ações de uma empresa que estão disponíveis para livre negociação no mercado.

foram atribuídas a práticas como *naked short-selling*. Em 2008, foi uma das razões apontadas para o colapso sem precedentes da *Lehman Brothers*⁷⁵.

Ainda assim, os verdadeiros efeitos que esta prática tem nos mercados estão longe de estar comprovados. Um estudo de 2008 aponta, inclusivamente, no sentido de não existir um risco específico em termos de distorção de mercados associado a *naked short-selling*, apontando, em sentido oposto, para uma situação de equivalência entre esta prática e as operações de *short-selling* convencionais⁷⁶.

c) *Naked Short-Selling* e o risco de *Fail to deliver*

Tal como resulta da exposição anterior, *naked short-selling* e *fail to deliver* não se confundem. Não estão, sequer, numa relação de correlação necessária. Mas é indubitável que, por um lado, um dos principais riscos que a realização de operações de *naked short-selling* representa para os mercados é o de *fail to deliver*, e que *fail to deliver* pode, de facto, ser causado por *naked short-selling*. O objetivo da regulação de *short-selling* passa, em grande medida, pela proibição de *naked short-selling*, por um lado, e pela adoção de preceitos normativos que visem evitar, ou mesmo impedir, a ocorrência de situações de falha na liquidação.

Assim sendo, são duas as questões fundamentais que devem ser colocadas pelos reguladores: primeiro, existe um impacto real da prática de *naked short-selling* na maior ocorrência de situações de falha na liquidação? Mesmo no caso da resposta à questão colocada ser positiva, existe uma outra que se deve colocar: Comprovada essa correlação, ela é mais premente nas operações de *naked short-selling* do que nas operações de *short-selling* tradicionais? A relevância desta questão é inquestionável. Se a resposta for negativa, o problema residirá nas operações de *short-selling* como um

⁷⁵ *Naked short sales hint fraud in bringing down Lehman*, Bloomberg, 19 de Janeiro de 2013 (disponível em https://www.business-standard.com/article/companies/naked-short-sales-hint-fraud-in-bringing-down-lehman-109032000046_1.html).

⁷⁶ CULP, Christopher, e HEATON, J.B., *The Economics of Naked Short-selling*, 2008.

todo, independentemente do tipo em causa, pelo que quaisquer preocupações específicas dos reguladores com *naked short-selling* não serão minimamente sustentadas.

As respostas a estas questões não são, no entanto, fáceis, e ainda menos serão incontrovertidas, existindo, como referido, múltiplos estudos científicos apontando num sentido, e outros tantos apontando no sentido oposto. Certo é que estas preocupações não fazem apenas parte das regulações de *short-selling* em ambos os ordenamentos jurídicos em análise, como são a peça central do fundamento das restrições.

2. O Regime Europeu

a) O Regulamento 236/2012 e a proibição geral de *short-selling*

O regime europeu, como referimos, consiste numa proibição geral de operações de *short-selling*, elencando as condições sob as quais estas podem realizadas. O preenchimento de qualquer uma destas condições tem como consequência a cobertura da venda curta⁷⁷, ou, por outras palavras, não estarmos perante uma operação de *naked short-selling*. É assim que o legislador europeu estabelece uma proibição não expressa de *naked short-selling* no Direito Europeu. Esta proibição encontra-se nos artigos 12.º e 13.º do Regulamento. O artigo 12.º, ao qual dedicaremos especial atenção, refere-se à venda de ações e o artigo 13.º a dívida soberana, embora as proibições em causa revelem alguma equivalência entre si. Deste modo, e, em ambos os casos, o Regulamento contém uma proibição geral de venda curta, estabelecendo as três condições, alternativas entre si, em que esta pode ser realizada.

⁷⁷ Como referido *supra* (pp. 10-11), a tradução portuguesa do termo “*short-selling*”, optando pela tradução “venda a descoberto” é, quanto a nós, infeliz. Esta opção é suscetível de criar confusão quando o que estiver em causa for a referência a *naked short-selling* (cuja tradução literal passaria por venda curta a descoberto), por oposição a *short-selling* convencional (ou simplesmente, venda curta). É a este segundo conjunto de casos que o legislador se refere no artigo 12.º.

A alínea a) prevê a possibilidade de realização de *short-selling* nos casos de “*A pessoa singular ou coletiva ter tomado de empréstimo a ação ou ter tomado disposições alternativas que tenham um efeito jurídico equivalente*”. Estas situações são as situações de *short-selling* por excelência, em que o *short-seller* garante o empréstimo do instrumento financeiro em causa *antes* de proceder à sua venda.

A alínea b) reporta aos casos de “*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*”. O conjunto de situações descrito na primeira parte desta alínea difere daqueles abrangidos na alínea anterior, na medida em que nestes, o *short-seller* não assegura o empréstimo do valor mobiliário antes de proceder à venda, mas antes da liquidação. Na segunda parte da alínea, encontram-se previstos os casos em que o investidor tem um direito de aquisição da propriedade dos valores mobiliários em causa⁷⁸, sendo que estes tipos de direitos se encontram listados no artigo 5.º do regulamento de execução n.º 827/2012⁷⁹.

Finalmente, a alínea c) refere-se aos casos de “*A pessoa singular ou coletiva ter estabelecido com um terceiro um mecanismo nos termos do qual esse terceiro confirma que a ação foi localizada ou tem uma expectativa razoável de que a liquidação possa ser efetuada no momento devido.*” A condição de expectativa razoável tem um paralelo muito próximo no direito americano⁸⁰. Estas situações são substancialmente diferentes das elencadas nas alíneas anteriores, já que o investidor não detém o título, não assegurou o seu empréstimo, nem detém qualquer direito de o vir a adquirir. Com efeito, aquilo que o investidor detém é meramente uma declaração de uma entidade terceira (que não tem de ser o intermediário financeiro da operação) que crie uma expectativa razoável de liquidação da operação. A esta declaração por parte da entidade terceira dá-se o nome de *locate confirmation*.

⁷⁸ MONTEIRO, Manuel (2015), *O Regime Europeu de Short-selling*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, pp. 36.

⁷⁹ Estes direitos resultam dos seguintes acordos: futuros e *swaps*; opções; acordos de recompra; acordos permanentes ou mecanismos renováveis; acordos relativos a direitos de subscrição; ou outros créditos ou acordos que conduzam à entrega de ações ou títulos de dívida soberana.

⁸⁰ *Infra*, pp. 43.

A referência a pessoa “singular ou coletiva” é feita em todas as condições. Esta referência é, quanto a nós, desnecessária, pois a mera referência a pessoa seria bastante para abarcar ambos os casos. A intenção do legislador europeu terá sido a de clarificar, para lá de qualquer dúvida, esse cenário. Deste modo, retira-se ainda que o direito europeu não contém qualquer restrição de cariz subjetivo, no que à possibilidade de realizar uma operação de *short-selling* diz respeito.

No que toca a posições de dívida soberana, o artigo 13.º contém um conjunto de condições em tudo similar ao artigo anterior no seu n.º 1, com uma diferença fundamental, no entanto. O n.º 2 exclui a aplicabilidade dessas restrições nos casos em que “*a transação for utilizada como cobertura de uma posição longa sobre instrumentos de dívida de um emitente cujo preço tenha uma correlação elevada com o preço da dívida soberana em causa*”. Esta opção parece ir de encontro com a estratégia do legislador de não subverter o propósito das operações de *short-selling* quando este for apenas o de cobertura de risco.

b) O caso particular das *Credit Default Swaps*

Uma particularidade do regime europeu é a sua preocupação em especial com os casos de posições curtas em *credit default swaps* (“CDS”)⁸¹. Esta atenção especial justifica, nomeadamente, a sua menção no próprio título do Regulamento, o que não deixa de ser uma opção curiosa por parte do legislador europeu. Com efeito, as posições curtas em CDS (soberanos ou não) não são, verdadeiramente, operações de *short-selling*, apenas a elas se assemelhando no sentido em que refletem uma visão negativa do mercado.

⁸¹ Sobre *credit default swaps*, ver:

SKEEL, David A., PARTNOY, Frank (2007), *The Promise and Perils of Credit Derivatives*. University of Cincinnati Law Review, Vol. 75, p. 1019, 2007, University of Penn, Institute for Law & Econ Research Paper n.º 06-22, Public Law Working Paper n.º 06-36, San Diego Legal Studies Paper n.º 07-74;

STULTZ, Rene M. (2009), *Credit Default Swaps and the Credit Crisis*, Charles A. Dice Center Working Paper n.º 2009-16, Fisher College of Business Working Paper n.º 2009-03-16, ECGI - Finance Working Paper n.º 264/2009.

No entanto, e tal como acontece com as demais posições curtas, nos termos do Regulamento, a detenção de *credit default swaps* soberanos a descoberto é proibida, sendo que se entende por detenção de CDS a descoberto aqueles que não forem adquiridos com o propósito de cobertura de risco de posições já existentes. Estabelece o artigo 4.º, n.º 1 do Regulamento que é posição em CDS soberano não coberta, aquela que não cubra risco decorrente de: i) “*incumprimento pelo emitente nos casos em que a pessoa singular ou coletiva detém uma posição longa sobre a dívida soberana do emitente ao qual o swap de risco de incumprimento soberano diz respeito*” ou ii) “*desvalorização da dívida soberana nos casos em que a pessoa singular ou coletiva seja titular de ativos ou passivos, incluindo de forma não exaustiva contratos financeiros, uma carteira de ativos ou obrigações financeiras cujo valor tenha uma correlação com o valor da dívida soberana*”.

A intenção do legislador europeu terá passado por impedir por completo que estes instrumentos financeiros pudessem ser utilizados de forma especulatória. Por outro lado, retira-se *a contrario* do artigo 4.º que a lista de posições em CDS soberanos que se consideram cobertas (e, em consequência, cuja detenção é admissível) é particularmente extensa. Tal parece, por outro lado, refletir a preocupação do legislador de não retirar o propósito destes instrumentos, e de não retirar liquidez ao mercado.

c) O Regulamento 909/2014 e a liquidação

Especificamente no que diz respeito a falhas na liquidação, o Regulamento 909/2014, relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia e às Centrais de Valores Mobiliários⁸² (doravante, Regulamento CSD), contém normas que visam, precisamente, prevenir o risco de falhas na liquidação que, como referimos, não é exclusivo, mas é particularmente relevante no contexto das operações de *short-selling*, e em especial nos casos de *naked short-selling*. O Regulamento CSD

⁸² Regulamento (UE) N.º 909/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de julho de 2014, relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia e às Centrais de Valores Mobiliários (CSDs) e que altera as Diretivas 98/26/CE e 2014/65/UE e o Regulamento (UE) n.º 236/2012.

contém disposições que visam uniformizar requisitos de liquidação nos mercados europeus.⁸³

No artigo 5.º do Regulamento, é estabelecida a obrigatoriedade para todos os participantes num sistema de liquidação de valores mobiliários das transações na “data de liquidação prevista”. O n.º 2 do mesmo artigo estabelece a data de liquidação. Para as transações efetuadas em plataformas de negociação, “a data de liquidação prevista não pode ser posterior ao segundo dia útil a contar da data em que é efetuada a negociação” (T+2). Excetuam-se as transações efetuadas de forma privada, as que sejam efetuadas bilateralmente e “à primeira transação de valores mobiliários que estejam sujeitos a um registo inicial sob forma escritural”.

O artigo 6.º dispõe de um conjunto de medidas destinadas a prevenir falhas na liquidação. Em particular, o n.º 2, dirigido às empresas de investimento, estabelece que estas entidades devem tomar as medidas necessárias para limitar a ocorrência de falhas na liquidação. O mesmo número estabelece ainda um elenco não exaustivo de todas as medidas que estas entidades têm pelo menos de tomar. Os n.ºs 3 e 4 contêm ainda normas dirigidas às próprias centrais de valores mobiliários, no sentido de estas facilitarem e promoverem a liquidação rápida das transações.

Por outro lado, o artigo 7.º do Regulamento contém medidas destinadas a resolver falhas na liquidação. Ao contrário do artigo anterior, cujas normas se destinam essencialmente a prevenir estas falhas, o artigo 7.º é aplicável quando já ocorreram. Os dois primeiros números deste artigo são dirigidos às centrais de valores mobiliários. O n.º 1 impõe um dever geral às centrais de estabelecerem sistemas de controlo de falha na liquidação, bem como o dever de apresentar às autoridades competentes relatórios com os números de falhas na liquidação ocorridas. O n.º 2,

⁸³ Sobre centrais de valores mobiliários, em geral, ver:

THÉVENOZ, Luc (2007), *Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law*, Duke Law School Legal Studies Paper n.º 170, Stanford Journal of Law, Business, and Finance, Vol. 13, pp. 284.

Sobre centrais de valores mobiliários nos mercados europeus, ver:

FERRARINI, Guido e SAGUATO, Paolo (2014), *Regulating Financial Market Infrastructures*, The Oxford Handbook on Financial Regulation, Oxford University Press, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper n.º 259/2014;

sendo, à semelhança do número anterior, dirigido às centrais, dita que estas devem estabelecer procedimentos que facilitem a liquidação, sendo que esses procedimentos devem prever um regime sancionatório com efeitos dissuasivos (sendo que, por efeitos dissuasivos, se deve entender como produzindo consequências mais onerosas para os participantes que incorram nestas sanções, do que quaisquer eventuais ganhos que pudessem decorrer da ocorrência de falhas na liquidação). É esclarecido, ainda no mesmo número, que o regime sancionatório inclui sanções pecuniárias para os “participantes em situação de incumprimento”, calculados com base em cada dia útil que a transação fique por liquidar, entre a data de liquidação prevista e o procedimento de recompra. O procedimento de recompra referido encontra-se previsto no n.º 3, e ocorre quatro dias úteis após a data de liquidação prevista. Através do mesmo, os instrumentos financeiros em falta são entregues ao participante destinatário da liquidação. Este procedimento é independente do regime sancionatório estabelecido ao abrigo do número anterior. O n.º 6 dita que se o preço das ações acordado à data da negociação for superior ao preço pago na recompra, a diferença é paga pelo participante em situação de incumprimento. Nos casos em que a recompra não for efetuada (incluindo aqueles em que não é possível), o participante destinatário tem o direito de opção entre ser indemnizado ou diferir a recompra para uma data posterior.

O Regulamento CSD veio introduzir um conjunto de regras que representam uma melhoria significativa na “disciplina de liquidação”⁸⁴ no espaço europeu e que deve, em princípio reduzir ou eliminar totalmente quaisquer incentivos para não liquidar uma transação no mercado.

3. O Regime Norte-Americano

À semelhança do direito europeu, o direito norte-americano estabelece um conjunto de restrições à prática de *short-selling* que conduz, na prática, a uma proibição de *naked short-selling*. Simultaneamente, são impostos aos *brokers/dealers* requisitos que

⁸⁴ HOWELL, Elizabeth (2016), *Short-selling Restrictions in the EU and the US: A Comparative Analysis*, 16 Journal of Corporate Law Studies 333, pp.17.

visam essencialmente fechar posições em *fail to deliver*. Nesta matéria, o Regulamento SHO reveste-se de especial importância, contendo os requisitos para a realização de operações de *short-selling*⁸⁵. Por um lado, e em regra, é exigido que, para realizar uma venda curta, se tenha previamente garantido o empréstimo do instrumento financeiro que se intende vender. A este requisito, no ordenamento jurídico americano é dado o nome de “*locate requirement*”. Por outro lado, o mesmo Regulamento estabelece deveres direcionados aos *brokers/dealers* que os incumbem de fechar posições deixadas em aberto – ou seja, posições em *fail to deliver*. Nesse sentido, são impostos vários requisitos para destinados a garantir que as posições em aberto sejam liquidadas. A estes últimos, dá-se o nome de “*close-out requirement*”.

a) O “*locate requirement*”

No ordenamento jurídico americano, as operações de *short-selling* são, em regra, permitidas, no seu modelo tradicional – ou seja, quando o *short-seller* tiver garantido o empréstimo do instrumento financeiro que deseja vender. Quando não for esse o caso (quando o investidor não tiver assegurado o empréstimo do instrumento), os *brokers/dealers* apenas podem proceder à venda do mesmo se for cumprido o “*locate requirement*”⁸⁶.

“*Locate*”, numa tradução literal para português, traduzir-se-ia como localizar. Se, de um ponto de vista linguístico, a expressão pode não ser a mais feliz, a verdade é que faz transparecer na sua plenitude o propósito desta norma. Com efeito, através deste requisito, exige-se que o instrumento financeiro a ser vendido numa operação de *short-selling* seja localizado – ou, por outras palavras, que seja possível garantir que este existe e que pode ser transacionado na operação em causa, sem se correr o risco de que a entrega possa não ser realizada. No essencial, o “*locate requirement*” consta da Rule 203 (a) e (b) e estabelece que os *brokers/dealers* não podem aceitar uma ordem de *short-sale*, por conta de outrem ou própria, a não ser que o vendedor tenha: 1) o

⁸⁵ Regulation SHO rule 203(b).

⁸⁶ Rule 203(b)(1) and (2).

empréstimo do instrumento financeiro, ou entrada num acordo *bona fide* para garantir esse empréstimo; 2) “*Reasonable grounds*” para crer que o instrumento financeiro pode ser emprestado a tempo da liquidação da venda e 3) Documentado a condição⁸⁷.

As situações descritas no n.º 1 consubstanciam, no essencial, os casos de *short-selling* por excelência. Garantido o empréstimo do instrumento financeiro em causa, não estaremos perante uma operação de *naked short-selling*, e o risco de ocorrer uma situação de *fail to deliver* será mínimo.

Em relação ao n.º 2, “*reasonable grounds*”, que se poderia traduzir para “expectativa razoável”, de que o instrumento financeiro pode ser emprestado até à data de liquidação, é um requisito substancialmente menos oneroso de que o anterior, e representa riscos acrescidos no que à liquidação diz respeito. Nesse sentido, o terceiro requisito do n.º 3 (relativo à documentação) reveste-se de especial importância, para garantir que as “*reasonable grounds*” são fundadas. Para comprovar o cumprimento deste requisito, podem ser utilizadas, designadamente, “*easy-to-borrow lists*”.⁸⁸

O n.º 3 estabelece apenas uma exigência de documentação que comprove o cumprimento do(s) requisito(s). Ao contrário dos requisitos anteriores, que são alternativos, este requisito é cumulativo com qualquer um dos outros dois.

A *Rule 203 (b) 2* estabelece um conjunto de situações aos quais o número 1 não se aplica⁸⁹. São esses: 1) Os casos em que um *broker/dealer* aceite a ordem de outro

⁸⁷ Do original “*A broker or dealer may not accept a short sale order in an equity security from another person, or effect a short sale in an equity security for its own account, unless the broker or dealer has:*

(i) Borrowed the security, or entered into a bona-fide arrangement to borrow the security; or

(ii) Reasonable grounds to believe that the security can be borrowed so that it can be delivered on the date delivery is due; and

(iii) Documented compliance with this paragraph (b)(1).”

⁸⁸ Estas listas são tipicamente divulgadas por intermediários financeiros, e contém informação sobre ações particularmente líquidas, e que podem, por isso, facilmente ser tomadas de empréstimo com a finalidade de realização de uma *short-sale*.

⁸⁹ Do original “*(2) The provisions of paragraph (b)(1) of this section shall not apply to:*

(i) A broker or dealer that has accepted a short sale order from another registered broker or dealer that is required to comply with paragraph (b)(1) of this section, unless the broker or dealer relying on this exception contractually undertook responsibility for compliance with paragraph (b)(1) of this section;

(ii) Any sale of a security that a person is deemed to own pursuant to § 242.200, provided that the broker or dealer has been reasonably informed that the person intends to deliver such security as soon as all restrictions on delivery have

broker/ dealer que tenha de cumprir os requisitos do n.º 1 e o *broker/ dealer* não assumiu contratualmente a obrigação de cumprir ele próprio o requisito; 2) As vendas de instrumentos financeiros que se presume que a pessoa detém; 3) Vendas curtas efetuadas por *market makers*⁹⁰ em conexão com “*bona fide market making activities*”; 4) Transações sobre futuros.

No primeiro conjunto de casos, o legislador terá considerado desnecessário aplicar os requisitos duas vezes. Sendo a ordem de venda transmitida por um *broker/ dealer* a outro, e tendo em consideração que o primeiro (aquele que ordena a venda) já tem de cumprir os requisitos legais em questão, não se exige ao segundo (aquele que executa) que os tenha de cumprir também, dado que estes já terão sido cumpridos. Naturalmente, são excetuada as situações em que o *broker/ dealer* assumiu contratualmente a obrigação de cumprir os requisitos, casos em que a exceção ora descrita não se aplicará, aplicando-se o n.º 1.

O segundo conjunto de casos aplica-se aos instrumentos financeiros que se presumem ser detidos pela pessoa que ordena a venda (com referência à *Rule 200*), desde que o *broker/ dealer* tenha sido informado de que a pessoa pretende proceder à entrega do instrumento no momento em que quaisquer restrições à liquidação sejam levantadas. Acrescenta ainda a mesma alínea que nos casos em que a pessoa não tenha procedido à entrega em 35 dias, é o próprio *broker/ dealer* a assumir a obrigação de garantir o empréstimo do instrumento financeiro ou a fechar a posição através da compra do mesmo.

O terceiro conjunto exempta do cumprimento destes requisitos ordens executadas por *market makers*, desde que em conexão com atividades de *market making* de boa fé. O que consubstancia atividades de *market making* de boa fé é suscetível de gerar

been removed. If the person has not delivered such security within 35 days after the trade date, the broker-dealer that effected the sale must borrow securities or close out the short position by purchasing securities of like kind and quantity;
(iii) *Short sales effected by a market maker in connection with bona-fide market making activities in the security for which this exception is claimed; and*
(iv) *Transactions in security futures.”*

⁹⁰ Sobre *market making*, ver:

MENKVELD, Albert J. (2013), *High Frequency Trading and the New-Market Makers*, Journal of Financial Markets, Vol. 16.

dúvidas, até porque é difícil de entender como uma atividade de *market making* poderia não ser de boa fé, e ao mesmo tempo não consubstanciar uma situação de manipulação de mercado – o que, aos olhos do regime norte-americano, não apenas seria uma restrição a *short-selling*, como um crime de mercado⁹¹.

Finalmente, a última exceção é relativa a transações sobre futuros, que, dada a sua natureza, faz sentido que não se exija o empréstimo dos mesmos para proceder à sua venda curta.

b) O “close out *requirement*”

Complementar ao requisito “*locate*”, é o requisito “*close-out*”, que, como o próprio nome indica, se destina a garantir que as posições são “fechadas”, ou por outras palavras, que os valores transacionados são liquidados. Este requisito exige a qualquer participante numa câmara de compensação que proceda à entrega de todos os instrumentos financeiros transacionados para que se proceda à sua liquidação, ou, no caso de uma posição em *fail to deliver*, o participante deve garantir o empréstimo ou adquirir os instrumentos financeiros em questão até ao início do período do funcionamento dos mercados do dia seguinte⁹².

Por outro lado, são estabelecidas três exceções relativas a situações de *fail to deliver*. São essas: (1) se o participante conseguir comprovar que a situação de *fail to deliver* resulta de uma posição longa, terá três dias a partir da *settlement date* para fechar a sua posição; (2) nas situações previstas na *Rule 242.200*, e em que a pessoa em causa tenha intenção de fechar a sua posição assim que quaisquer restrições à entrega sejam levantadas, terá até ao trigésimo quinto dia a contar da *trade date* para fechar a posição;

⁹¹ Sendo que, neste contexto, o termo *bona fide* não tem exatamente o mesmo sentido da “boa-fé”, tal como é entendida nos sistemas romano-germânicos.

⁹²“(a) A participant of a registered clearing agency must deliver securities to a registered clearing agency for clearance and settlement on a long or short sale in any equity security by settlement date, or if a participant of a registered clearing agency has a fail to deliver position at a registered clearing agency in any equity security for a long or short sale transaction in that equity security, the participant shall, by no later than the beginning of regular trading hours on the settlement day following the settlement date, immediately close out its fail to deliver position by borrowing or purchasing securities of like kind and quantity...”

(3) se o participante tiver posições *fail to deliver* relativas a atividades de *market-making* de boa-fé, este terá até ao terceiro dia a partir da *settlement date* para fechar a sua posição.

A alínea b) estabelece as consequências do não cumprimento do *close-out requirement*. Se o participante tiver uma posição *fail to deliver* e não a fechar, de acordo com o estabelecido no preceito anterior, o participante (e qualquer *broker/dealer* que dele aceite uma ordem) não pode aceitar ordens de *short-selling* de outras pessoas, ou realizar uma operação dessa natureza por conta própria, sem ter primeiro garantido o empréstimo do instrumento financeiro, ou ter acordo para tal (ou seja, cumprido a alínea a) do *locate requirement*). Esta restrição será aplicável até que a posição *fail to deliver* em causa seja liquidada.

Nota ainda para a alínea e) do mesmo preceito, que estabelece um conjunto de situações às quais os requisitos não são aplicáveis. Assim, excetuam-se os casos em que o participante numa câmara de compensação compra ou toma de empréstimo o instrumento financeiro e: (1) a compra ou empréstimo é *bona fide*; (2) A compra ou empréstimo é executado após data da transação, mas antes do final do período de negociação da *settlement date*; (3) Essa compra, ou empréstimo, é de quantidade suficiente para cobrir a posição em *fail to deliver* na sua plenitude; (4) o participante conseguir demonstrar que, no dia da compra ou empréstimo do instrumento financeiro, tinha uma posição longa, ou pelo menos neutra. Os requisitos são cumulativos.

No que à mitigação do risco de falhas na liquidação diz respeito, o Regulamento SHO contém ainda normas destinadas precisamente a prevenir essas situações⁹³, nomeadamente, requisitos adicionais na liquidação de valores mobiliários com grande número de ocorrências de *fail to deliver*.

A *settlement date*, nos Estados Unidos, é, para a generalidade dos valores mobiliários, dois dias após a data de transação (T+2)⁹⁴. A *settlement date* é definida através de regulamento, pela SEC.

⁹³ Regulation SHO rule 203(b)3.

⁹⁴ Rule 15c6-1(a).

4. Análise

Como se comparam, então, os regimes europeu e americano? Recorrendo a uma expressão popular, poder-se-ia começar por dizer que é muito mais aquilo que os aproxima, do que o que os separa. Não apenas isso, como, inclusivamente, certos traços dos regimes poderão até considerar-se ter inspiração no outro⁹⁵.

Tal não será de estranhar. Como referido oportunamente, uma das grandes preocupações por parte dos reguladores a nível mundial em matéria de *short-selling*, prende-se precisamente com a proibição de *naked short-selling*. Os dois regimes que ora analisamos não fogem a essa regra. Como tal, podemos afirmar que o grande elo de similitude entre os dois regimes é que ambos conduzem a uma proibição de *naked short-selling*. A par dessa realidade, ambos contêm provisões específicas a fim de mitigar o risco de ocorrência de falhas na liquidação.

Sendo esse o objetivo traçado, é, ao mesmo tempo, possível dizer que a maneira como ambos os ordenamentos jurídicos atingem esse objetivo é, em muitos aspetos, marcadamente distinta. Neste ponto, procuraremos explicar as principais e mais significativas semelhanças e diferenças entre os regimes americano e europeu, e os efeitos práticos que estas têm nos respetivos mercados.

a) O “*locate requirement*” e as restrições do regulamento europeu

Como referimos, ambos os regimes resultam numa proibição prática de *naked short-selling*, mesmo que, em ambos os casos, esta não seja expressa. Com efeito, essa expressão nem sequer é utilizada em qualquer dos regimes, o que é compreensível pelo tom marcadamente informal que essa expressão conota, embora largamente utilizada mesmo em meios académicos. Essa proibição resulta, no essencial, dos

⁹⁵ A ideia de que o regime europeu poderá ter recebido influências do regime norte-americano será desenvolvida *infra* – pp. 88.

requisitos elencados para a realização de *short-selling*. O cumprimento dos mesmos conduz a uma impossibilidade prática de *naked short-selling*. A esse propósito, podemos observar ainda que os próprios requisitos apresentam grandes semelhanças entre eles. Tanto o “*locate requirement*” norte americano como o artigo 12º do regulamento europeu sobre *short-selling* estabelecem um conjunto de requisitos quase exatamente equivalente.

Ora vejamos: O regulamento europeu estabelece três requisitos alternativos para a realização de operações de *short-selling*. São esses: ter tomado de empréstimo a ação; ter um acordo para a tomar de empréstimo (ou título executivo à transferência da propriedade sobre a mesma); ou ter estabelecido com um terceiro um mecanismo nos termos o qual a ação foi localizada.

Dirigindo a atenção agora para o regulamento SHO, em particular para o “*locate requirement*”, é patente que estes requisitos são também por ele exigidos, de uma forma ou de outra. Os dois primeiros (tomar de empréstimo, ou ter acordo para tal), encontram-se expressos na subalínea i), Rule 203 (b), n.º 1, sendo que no caso americano, as duas alternativas encontram-se previstas na mesma alínea, enquanto o legislador europeu por demarcá-las.

Quanto ao terceiro requisito do Regulamento europeu, relativo ao “mecanismo com um terceiro, nos termos do qual a ação foi localizada e tomou medidas em relação a terceiros necessárias para que a pessoa tenha uma expectativa razoável de que a liquidação possa ser efetuada no momento devido”, é equivalente à segunda subalínea da Rule 203 (b), pese embora as diferenças ao nível de redação. A “expectativa razoável” mencionada no Regulamento é, inclusivamente, uma tradução quase literal da expressão utilizada no diploma americano – “*reasonable grounds*”.

Apenas o terceiro requisito da Rule 203 (b) não tem paralelo com o diploma europeu, possivelmente por se tratar de um requisito estritamente formal – falamos do requisito sobre a documentação que demonstra o cumprimento dos outros requisitos.

Ambos os regimes contemplam ainda um conjunto de situações às quais estes requisitos não se aplicam. Enquanto o regime americano estabelece um conjunto de

exceções à aplicação dos requisitos, o regime europeu trata-os como isenções. O efeito prático, no entanto, conduzir-se-á, no essencial, ao mesmo.

Neste contexto, importa fazer uma distinção. O regime europeu, como vimos anteriormente, exclui um conjunto de operações que se poderiam considerar como *short-selling* do seu âmbito de aplicação. À luz do direito europeu, estas operações não são consideradas *short-selling*. Por outro lado, as situações explanadas nos artigos 16.º e seguintes já são consideradas, à luz do Regulamento, *short-selling*. À semelhança das referidas no parágrafo anterior, estas operações não carecem de cumprir os requisitos, mas são consideradas *short-selling*.

Nesse sentido, ambos os regimes excluem atividades de *market-making*⁹⁶. A exclusão destas atividades é compreensível, pois de outro modo teria um potencial disruptivo para os mercados e de desvirtuar estas atividades. Não obstante, existem diferenças entre as exceções nos dois ordenamentos jurídicos. Nomeadamente, a exclusão destas atividades do âmbito de aplicação das restrições parece ser mais abrangente no caso europeu do que no caso americano. Enquanto o direito europeu as exclui como regra, o regime americano apenas exclui as atividades de *market making* quando estas são *bona fide*. Quanto a atividades de *market making* que não são *bona fide*, explicitámos as nossas dúvidas *supra*.

Comum a ambos os regimes é também a exclusão destes requisitos a futuros (e demais derivados), embora de maneiras diferentes. Enquanto que as operações sobre futuros são excecionadas do cumprimento do requisito no caso americano, o Regulamento europeu exclui estes instrumentos do seu âmbito de aplicação. O resultado prático é o mesmo, mas o meio para o atingir é distinto. Enquanto essa exclusão é expressa no Regulamento SHO, no Regulamento europeu acontece porque os dois artigos que estabelecem os requisitos para a realização de operações de *short-selling* são aplicáveis ora a ações, ora a dívida soberana.

⁹⁶ A SEC define *market maker* como “a firm that stands ready to buy and sell a particular stock on a regular and continuous basis at a publicly quoted price” (disponível em <https://www.sec.gov/fast-answers/answersmktmakerhtm.html>).

A exclusão de futuros prende-se com a própria estrutura e propósito desse instrumento financeiro. Quando não utilizado com a finalidade única de especulação, os futuros são utilizados com um propósito de mitigação de risco (*hedging*). Um dos exemplos clássicos de utilização de futuros com este propósito é o do agricultor que vende futuros da sua colheita, para garantir que eventuais quedas de preço não colocam em causa a sua operação. Impor estes requisitos à venda de futuros implicaria, verdadeiramente, destruir uma das principais finalidades para que estes foram inicialmente concebidos.

Ademais, enquanto que as normas do “*locate requirement*” são dirigidas aos *brokers/dealers*, os requisitos do artigo 12º dirigem-se a pessoas (singulares ou coletivas). Uma vez mais, esta será uma diferença com poucos efeitos práticos, já que, na prática, quem terá o ónus de observar o respeito pelas restrições serão os próprios intermediários.

Por último, uma diferença notória entre os dois regimes prende-se ainda com a regulamentação de *short-selling* de dívida soberana. Embora o artigo 12.º do Regulamento europeu, cujas restrições analisámos neste ponto, se aplique apenas a ações, o Regulamento estabelece ainda um conjunto similar de restrições para a prática de *short-selling* de dívida soberana. Em contrapartida, o Regulamento SHO não contém quaisquer disposições específicas nesta matéria. Tal explicar-se-á por razões históricas e, sobretudo, políticas, atentando principalmente ao impacto que a dívida de crise soberana teve em vários países europeus⁹⁷.

b) O *close-out requirement* e o Regulamento CSD

O *close-out requirement* do Regulamento SHO e as normas do Regulamento CSD são de difícil comparação. Isto não apenas porque as normas são marcadamente diferentes, mas porque a própria estrutura difere. Por um lado, tal facto é absolutamente entendível se atendermos à natureza dos dois diplomas em causa. O

⁹⁷ Sobre o impacto da crise de dívida soberana nos mercados europeus, *infra* – pp. 83.

Regulamento CSD, por se tratar de um regulamento comunitário, contém normas dirigidas aos Estados-Membros, bem como à ESMA ou a autoridades nacionais competentes, disposições que não teriam qualquer cabimento no direito norte-americano.

Mas existem diferenças estruturais entre os dois regimes que excedem o contexto dos dois ordenamentos jurídicos. Em concreto, neste ponto detemo-nos no “*close-out requirement*” do direito norte-americano, e na obrigação de liquidação do direito europeu. Enquanto o *close-out requirement* é apresentado como um requisito para a realização de transações, tal visão não é partilhada no Direito Europeu.

Se entendermos um requisito como um pressuposto que tem de ser cumprido para a realização de uma operação de *short-selling*, (como o é o *locate requirement* e o artigo 12º do Regulamento europeu) a implicação necessária é que o não cumprimento desse requisito conduziria a uma impossibilidade (prática ou jurídica) da realização de operações de *short-selling*.

No entanto, a liquidação, embora seja necessária para concluir uma compra ou venda no mercado, não é um pressuposto da mesma. Por outras palavras, as transações não dependem da liquidação. Nem de outro modo poderia ser, tendo em conta o desfasamento temporal entre o período da transação e o período da liquidação. Deste modo, é difícil entender a liquidação como um requisito, dado que, quando esta deve acontecer, a transação (no nosso caso, a venda curta) já aconteceu.

O que a liquidação consubstancia, verdadeiramente, é uma obrigação, ou um dever, de entrega dos instrumentos financeiros (ou do valor correspondente) por parte de cada uma das partes. Nesse sentido, de uma maneira ou de outra, tanto o direito norte-americano como o europeu impõem essa obrigação. Com efeito, em ambos os ordenamentos jurídicos, a *settlement date* é nos dois o mesmo (T+2), embora as exceções ao mesmo não coincidam exatamente. Tal facto, embora não surpreendente, é de realçar, até porque até recentemente a realidade era outra⁹⁸.

⁹⁸ SEC Adopts T+2 Settlement Cycle for Securities Transactions, 22 de março de 2017 (disponível em <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-68-0>).

Embora o período de liquidação, ou *settlement date*, seja exatamente o mesmo, existe uma diferença notória entre as duas jurisdições a este respeito. Enquanto que, no caso do direito europeu, o período de liquidação se encontra estabelecido no próprio Regulamento CSD, nos Estados-Unidos este é definido pelo SEC.

Esta particularidade do sistema norte-americano poderá conferir uma maior flexibilidade regulatória (como, aliás, foi notório em 2017 quando o período foi alterado), mas trará consigo o senão de poder colocar em causa a segurança e as expectativas dos mercados. Não obstante, também não é crível que este fator se revista de especial importância, pelo menos num futuro breve. Os progressos tecnológicos nesta matéria têm ditado uma progressiva redução do *settlement period* ao longo dos anos, mas é crível que esta redução esteja muito perto de atingir o seu limite. Não é impensável que este período possa ser reduzido para apenas um dia útil no futuro, mas essa, a acontecer, será certamente a última alteração que se poderá fazer neste domínio.

No que diz respeito a posições *fail to deliver*, o Regulamento europeu estabelece um prazo máximo de quatro dias úteis para que essas posições sejam fechadas. O Regulamento SHO, por outro lado, estabelece como regra geral que as posições sejam fechadas no dia útil imediatamente a seguir, estabelecendo, no entanto, algumas exceções.

Ainda no domínio de *fail to deliver*, o direito europeu consagra um procedimento de recompra destinado a fechar as posições em *fail to deliver*, como referido anteriormente. O Regulamento americano não estabelece um procedimento equivalente. Em vez disso, a responsabilidade é colocada inteiramente do lado do participante na central de liquidação. Em concreto, o Regulamento SHO prevê uma consequência particularmente onerosa para os intermediários financeiros, em caso de *fail to deliver*. O participante numa câmara de compensação que tenha uma posição *fail to deliver* deve fechá-la (de acordo com os prazos estabelecidos pelo *close-out requirement*), sob pena de ficar impedido de aceitar qualquer ordem de *short-sale* no mesmo instrumento, por conta própria ou doutrem, sem cumprir o primeiro requisito do *locate requirement*. O Regulamento europeu não consagra uma regra similar, mas, em

contrapartida, prevê a suspensão dos participantes que, de forma constante, falhem em liquidar as suas posições (art. 7.º, n.º 9).

Finalmente, damos realce à maior abertura e responsabilidade que o Regulamento CSD atribui às centrais de valores mobiliários, conferindo-lhes o dever de estabelecer procedimentos que visem mitigar (art. 6.º) e resolver falhas na liquidação (art.7.º). O Regulamento SHO não estabelece quaisquer normas com este cariz. Mas, uma vez mais, e regressando ao ponto de partida, estaremos perante uma das várias consequências que advêm da própria natureza destes dois diplomas legais.

IV. Restrições Temporárias

Os enquadramentos jurídicos dos mercados de capitais, tanto na União Europeia, como nos Estados-Unidos, contêm normas que permitem às autoridades competentes pela supervisão destes mercados limitar, ou até mesmo proibir temporariamente as operações no mercado, verificadas determinadas circunstâncias. Naturalmente, quando é aplicada uma restrição temporária de cariz geral, ou seja, aplicável a qualquer tipo de operação de mercado, esta restrição aplicar-se-á da mesma forma às operações de *short-selling*. Tal implica que quaisquer proibições gerais de negociação, possíveis de ser aplicadas em cenários de ameaça à estabilidade dos mercados, seriam, naturalmente, aplicáveis também a *short-selling*⁹⁹. No entanto, por outro lado, existem restrições temporárias aplicáveis apenas no contexto de *short-selling*. É sobre estas últimas que versaremos neste capítulo.¹⁰⁰

Este tipo de restrições, comuns tanto ao regime americano como ao regime europeu, podem ser reconduzidas a duas grandes categorias: restrições em cenário de exceção, ou seja, em situações de ocorrência de eventos inesperados e disruptivos dos mercados, passíveis de ameaçar a estabilidade e a segurança dos mesmos; e restrições em caso de redução significativa do preço, que podem (ou não) ser automaticamente acionadas caso se verifique uma queda abrupta e significativa da valorização de determinado instrumento financeiro. Todo este leque de restrições temporárias

⁹⁹ A este tipo de proibições de cariz geral, é dado o nome nos mercados norte-americanos de *trading halts*. Sobre estes, ver:

HAUSER, Shmuel, KEDAR-LEVI, Haim, PILO, Batia e SHURKI, Itzhak (2005), *The Effect of Trading Halts on the Speed of Price Discovery*;

CHRISTIE, William G. and CORWIN, Shane A. and HARRIS, Jeffrey H. (2000), *NASDAQ Trading Halts: The Impact of Market Mechanisms on Prices, Trading Activity, and Execution Costs*.

¹⁰⁰ Sobre restrições temporárias a *short-selling* numa perspetiva global, e em especial após a crise financeira de 2008-09, ver:

BEBER, Alessandro e PAGANO, Marco (2011), *Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis*, *Journal of Finance*;

GRUENEWALD, Seraina, WAGNER, Alexander F. e WEBER, Rolf H. (2010), *Emergency Short Selling Restrictions in the Course of the Financial Crisis*.

apresenta duas grandes semelhanças: em primeiro lugar, o seu carácter, por definição, temporário, muitas vezes com limites temporais da sua vigência estabelecidos na própria lei; em segundo lugar, a sua aplicação em cenários de *anormalidade* do funcionamento típico dos mercados.¹⁰¹

Assim, as restrições temporárias não são uma novidade, ou sequer uma especificidade dos regimes de *short-selling*. Este tipo de condicionante existe e é aplicável, de uma maneira ou de outra, a qualquer tipo de transação. Mas sucede que ambos os regimes em análise contêm regras específicas para *short-selling*, sobre as quais versaremos neste ponto.

1. O Regime Europeu

O Regulamento europeu contém normas que preveem a possibilidade de estabelecer restrições temporárias a *short-selling*¹⁰². Ao contrário das restantes restrições previstas no Regulamento, nomeadamente as elencadas no capítulo anterior, estas restrições apenas são aplicáveis em cenários de exceção, e têm um carácter temporário (embora possam não ter uma duração determinada). Este tipo de restrições encontra-se previsto nos artigos 20.º, 21.º, e 23.º e podem ser reconduzidas, no seu essencial, a dois conjuntos: restrições em caso de descida acentuada do preço, e restrições em situações excepcionais.

a) Restrições em circunstâncias excepcionais

¹⁰¹ Sobre o funcionamento deste tipo de restrições, e seu impacto a nível económico, ver: LENSBERG, Terje, SCHENK-HOPPÉ, Klaus Reiner e LADLEY, Daniel (2014), *Costs and Benefits of Financial Regulation: Short-Selling Bans and Transaction Taxes*, Swiss Finance Institute Research Paper n.º 12-27.

¹⁰² Sobre as restrições impostas pelo regulamento europeu, em geral, ver: O'SULLIVAN, K.P.V. e KINSELLA, Stephen (2012), *Short Selling Restrictions in the EU*, Financial Regulation International.

Os artigos 20.º e 21.º do Regulamento conferem às autoridades nacionais competentes poderes para proibir ou restringir a prática de *short-selling* em circunstâncias excecionais. Estes artigos seguem uma estrutura semelhante à das restantes restrições, contendo um artigo específico para o caso das CDS soberanas. No entanto, diferentemente do que sucede com as restrições absolutas, o artigo 20.º não se limita a ações, podendo as medidas previstas no n.º 2 ser aplicáveis a todos os instrumentos financeiros, tal como clarifica o n.º 3.

De resto, os artigos 20.º e 21.º têm um âmbito de aplicação muito semelhante, estando as medidas que estabelecem condicionadas à verificação das mesmas condições (sendo, inclusivamente, utilizada exatamente a mesma redação em ambos os artigos): ameaça grave à estabilidade financeira e a necessidade e proporcionalidade da medida. Diferentemente, os dois artigos diferem no tipo de medidas passíveis de ser aplicadas em caso de verificação destes cenários.

O n.º 2 do artigo 20.º confere às autoridades competentes o poder de proibir ou condicionar operações de *short-selling* na alínea a), ou, nas palavras da alínea b), “*transações que, não sendo vendas a descoberto, criem ou digam respeito a um instrumento financeiro e cujo efeito ou um dos efeitos seja conferir uma vantagem financeira à pessoa singular ou coletiva se ocorrer uma redução do preço ou do valor de outro instrumento financeiro*”. Na alínea a) estão incluídos, assim, todos os casos de *short-selling* que se encontrem abarcados pela definição do artigo 2.º b). Já em relação à alínea b), servirá o propósito não apenas de prevenir potenciais situações de “contornar” da lei, mas também de incluir as situações explicitamente excluídas da definição do artigo 2.º b) (no essencial, acordos de recompra, acordos de empréstimos de valores mobiliários, e futuros).

O n.º 3 confere poderes largamente amplos às autoridades competentes, que podem aplicar estas restrições a todos os instrumentos, classes específicas de instrumentos, ou a um em específico, para além de poderem estabelecer exceções à restrição imposta (sendo, no mesmo número, dado o exemplo das atividades de criação de mercado e do mercado primário). Existe alguma flexibilidade na determinação da restrição em causa, sendo que o Regulamento prevê expressamente que esta possa consistir numa total proibição da prática de *short-selling*.

No que ao estabelecimento destas restrições diz respeito, é de realçar, que estas não entram em vigor apenas por aplicação direta do Regulamento. Ou seja, a mera verificação das condições previstas no Regulamento não implica a aplicação de restrições temporárias. É meramente conferido um poder às autoridades nacionais competentes para as aplicar.

O artigo 21.º, relativo a *swaps* de risco de incumprimento (CDS) soberano, é aplicável no mesmo conjunto de situações que o artigo anterior, ou seja, em casos de ameaça à estabilidade financeira, sendo também exigível que a medida tomada seja necessária e proporcional. Assim, as autoridades competentes podem limitar a possibilidade de participar em transações sobre estes instrumentos financeiros, ou meramente limitar o valor das posições que se podem assumir. O n.º 2 contém uma disposição idêntica ao n.º 3 do artigo anterior, que confere às autoridades nacionais competentes a possibilidade de aplicar estas medidas a todas as transações de *swaps* de risco de incumprimento soberano, a específicas, para além de poderem estabelecer exceções a esta restrição.

Em meados de março de 2020, vários países europeus impuseram proibições de *short-selling* ao abrigo desta norma do Regulamento. Estas proibições foram originadas pela instabilidade nos mercados decorrente da emergência do surto de COVID-19¹⁰³ em vários países europeus, e tiveram como objetivo travar as quedas acentuadas que se verificaram nos mercados europeus. Países como a Áustria, Bélgica, França, Itália, Grécia e Espanha impuseram estas proibições, que seriam levantadas dois meses mais tarde, em maio do mesmo ano¹⁰⁴. Em Portugal, não foram impostas quaisquer restrições com este cariz.

¹⁰³ Sobre o impacto da pandemia na estabilidade financeira, em geral, ver:

GORTSOS, Christos, RINGE, Wolf-Georg, BUSCH, Danny, WYMEERSCH, Eddy O., CLARKE, Blanaid J., LEHMANN, Matthias, HADJIEMMANUIL, Christos, LAMANDINI, Marco, RAMOS MUNOZ, David, MORAIS, Luis Silva, ANNUNZIATA, Filippo, SIRI, Michele, JOOSEN, Bart, BRESCIA MORRA, Concetta, ENRIQUES, Luca, PAGANO, Marco, SCIARRONE ALIBRANDI, Antonella e FRIGENI, Claudio (maio de 2020), *Pandemic Crisis and Financial Stability*, European Banking Institute Working Paper Series.

¹⁰⁴ *Coronavirus Short-selling Bans Are Lifted Across Europe*, The Wall Street Journal, 18 de maio de 2020 (disponível em <https://www.wsj.com/articles/coronavirus-short-selling-bans-lifted-across-europe-11589795730>).

b) Restrições em caso de redução significativa do preço

O artigo 23.º estabelece um conjunto de restrições, também temporárias, aplicáveis em caso de redução significativa de preço. O n.º 1 estabelece que as autoridades nacionais competentes têm o poder de restringir ou proibir *short-selling* de instrumentos financeiros cujo preço esteja a passar por uma diminuição significativa do preço, relativamente ao preço de fecho do dia de negociação anterior. O propósito desta restrição é o de evitar que, em situações em que um dado instrumento financeiro esteja a sofrer uma desvalorização acentuada e, que, por isso, se possa revelar como uma oportunidade para *short-selling*, a pressão extra colocada na oferta do instrumento em virtude da atuação dos *short-sellers* conduza a uma descida ainda mais acentuada do preço, o que terá o potencial de causar um ciclo vicioso, em que a queda original do preço conduz a um maior número de ordens de *short-selling*¹⁰⁵, o que, por sua vez, pode causar uma descida do preço ainda mais significativa e a levar investidores com posições longas a colocar ordens de venda sobre esse instrumento. O segundo parágrafo do mesmo número admite a possibilidade de o mesmo tipo de restrições serem aplicadas a instrumentos de dívida, de forma idêntica.

O n.º 2 estabelece uma limitação a esta restrição, não podendo a restrição em causa ser prolongada para lá do fecho do dia seguinte àquele em que se verificou a redução significativa do preço. Se, no dia seguinte, se verificar uma nova desvalorização de “pelo menos metade do valor fixado no n.º 5”, as medidas restritivas poderão ser prolongadas por mais dois dias.

¹⁰⁵ Ver:

KIRILENKO, Andrei A., KYLE, Albert S., SAMADI, Mehrdad e TUZUN, Tugkan (2017), *The Flash Crash: High-Frequency Trading in an Electronic Market*, Journal of Finance;
SORNETTE, Didier e VON DER BECKE, Susanne (2011), *Crashes and High Frequency Trading*, Swiss Finance Institute Research Paper n.º 11-63;
CHANG, Xin, CHEN, Yangyang e ZOLOTROY, Leon (2016), *Stock Liquidity and Stock Price Crash Risk*, Journal of Financial and Quantitative Analysis.

À semelhança do que acontece com as restrições excecionais previstas nos artigos anteriores, o n.º 3 do artigo 23.º confere às autoridades nacionais a possibilidade de prever as circunstâncias em que as medidas restritivas podem ser aplicadas, bem como de prever exceções à aplicabilidade das mesmas (uma vez mais, dando como exemplo as atividades de criação de mercado e do mercado primário).

O n.º 4 prevê, por um lado, um dever de notificação da autoridade competente à ESMA, em caso de aplicação de uma medida deste cariz, bem como o dever da ESMA de informar outras autoridades competentes de outros Estados-Membros de origem das plataformas de negociação que também negoceiem esse instrumento. Estes últimos conservam a possibilidade de manifestar desacordo relativamente a medidas restritivas tomadas, podendo a ESMA tomar uma função conciliadora. Não existindo conciliação antes da meia-noite do fim do dia de negociação, cabe à ESMA tomar uma posição antes da abertura do dia de negociação seguinte.

O n.º 5 esclarece que a redução do preço é significativa se exceder 10%¹⁰⁶ no caso de uma ação líquida, sendo que para ações ilíquidas e outras classes de instrumentos esta percentagem é definida pela Comissão.

c) Duração das Restrições

O artigo 24.º do Regulamento estabelece a duração máxima das medidas restritivas aplicadas ao abrigo dos artigos 18.º, 19.º, 20.º e 21.º, onde se incluem as medidas tomadas em contexto de exceção explanadas no ponto a), tanto para ações como para instrumentos de dívida, mas não as restrições em caso de redução significativa do preço. Estas medidas não podem estar em vigor mais do que três meses a contar do momento em que é feito o seu aviso e caducam automaticamente no fim do prazo previsto, a não ser que sejam prorrogadas, podendo sê-lo por um período nunca

¹⁰⁶ A percentagem de 10% prevista para ações líquidas é, de resto, a mesma estabelecida no regime norte-americano (*Regulation SHO, Rule 201*).

superior a três meses, e apenas se as circunstâncias que lhes deram origem se mantiverem.

d) Avisos

As autoridades nacionais competentes, sempre que tomarem medidas restritivas nos termos dos artigos 18.º e 23.º, (ondem se incluem, desta vez, tanto as restrições em circunstâncias excecionais como as restrições em caso de redução de preço) têm o dever de publicar avisos relativos às decisões de impor ou prorrogar as mesmas no seu *website* (artigo 25.º, n.º 1). O n.º 2 estabelece que tipo de informação deve constar do referido aviso. A alínea a) prevê o tipo de medida imposta, os instrumentos e classes de transações às quais a medida se aplica, para além da duração da mesma. Já a alínea b) impõe às autoridades competentes que publiquem também os motivos que levaram à aplicação destas medidas, bem como elementos comprovativos. Como seria expectável, o n.º 3 do mesmo artigo estabelece que as medidas apenas são aplicáveis após a publicação do aviso e a transações celebradas depois de a medida produzir efeitos.

e) Notificação

As autoridades nacionais competentes têm o dever prévio de notificar a ESMA e outras autoridades competentes de medidas restritivas temporárias que pretendam adotar. No caso das medidas tomadas em caso de circunstâncias excecionais (arts 20.º e 21.º), este dever de notificação é aplicável no momento da imposição e prorrogação, enquanto que no caso das restrições tomadas em caso de descida significativa do preço, apenas no momento da imposição inicial. O n.º 2 estabelece o conjunto de informações que devem constar da notificação, designadamente, a medida proposta, os instrumentos e transações a que se aplica, os elementos comprovativos dos motivos e o momento em que se pretende que comecem a produzir efeitos. O n.º 3 estabelece a antecedência mínima da notificação, relativamente ao momento em que

esta começa a produzir efeitos. No caso das restrições em circunstâncias excepcionais, esta antecedência é de 24 horas, embora o artigo estabeleça abertura para que a notificação seja feita “menos de 24 horas antes do momento em que se pretende que a medida comece a produzir efeitos se não for possível fazê-lo com 24 horas de antecedência”. O artigo não esclarece que tipo de circunstâncias são estas, embora seja previsível que, em muitas situações, as autoridades competentes pudessem ter a necessidade de fazer valer esta exceção, dado que, se o que estiver em causa for uma séria ameaça à estabilidade financeira, 24 horas poderá ser um período extraordinariamente longo para a entrada em vigor de medidas de salvaguarda. Naturalmente, este prazo de 24 horas não é, nem nunca poderia ser, aplicável às restrições em caso de redução significativa de preço, até porque, em regra, estas não deverão exceder 24 horas. Assim, a notificação deve apenas ser feita antes da entrada em vigor da medida, o que, em teoria, admite a possibilidade de a notificação ser feita meros minutos antes. Finalmente, o n.º 4 estabelece que uma autoridade competente notificada pode tomar medidas para apoiar as medidas tomadas pela autoridade notificante. Esta autoridade não fica, no entanto, dispensada de proceder a esta notificação, nos mesmos termos.

2. O Regime Norte-Americano

O regime norte-americano de restrições temporárias é marcadamente diferente do Regulamento europeu, embora as restrições previstas tenham uma natureza similar. À semelhança do direito europeu, o regime americano contempla a imposição de restrições em caso de descida significativa do preço de um instrumento financeiro. No entanto, contém, neste domínio, normas sem paralelo no direito europeu, como veremos no ponto seguinte. Também as restrições em cenário de exceção, ou de emergência, encontram um paralelo no direito americano. A diferença aqui é que não se encontram previstas normas específicas para a proibição ou restrição de *short-selling* – embora a lei confira poderes à SEC para as impor.

a) Restrições em cenário de emergência

Por oposição ao Regulamento europeu sobre *short-selling*, o direito norte-americano não estabelece medidas a ser tomadas em contexto de exceção ou de emergência específicas para as operações de *short-selling*. O regime americano estabelece, por outro lado, normas que conferem amplos poderes ao SEC para impor restrições ou proibições temporárias em cenários excepcionais. A secção 12 (k) do *Securities Exchange Act*¹⁰⁷, confere poderes à SEC para impor restrições temporárias a todas as transações (onde se incluem naturalmente, *short-selling*). O n.º 2 da referida norma permite à SEC “*by order summarily take such action to alter, supplement, suspend, or impose requirements or restrictions with respect to any matter or action subject to regulation by the Commission or a self-regulatory organization under this title*”, sob verificação de duas condições: a adoção da medida em causa ser necessária para manter ou restaurar a ordem dos mercados de valores mobiliários¹⁰⁸, ou assegurar a liquidação segura, precisa, e pronta das transações¹⁰⁹.

Restrições adotadas ao abrigo desta norma duram pelo período definido pela própria SEC, podendo ser estendidas, mas a sua duração máxima não poderá exceder dez dias de negociação, incluindo extensões. O n.º 6 desta norma estabelece ainda o que deve ser entendido por emergência. Segundo o mesmo, emergência será qualquer evento que cause distúrbios nos mercados que criem, ou sejam suscetíveis de criar flutuações súbitas e excessivas de preços, ou coloquem em causa a liquidação das transações¹¹⁰.

¹⁰⁷ Sobre a *Section 12 (k)*, em particular no contexto da sua aplicação em 2008, ver:

BOEHMER, Ekkehart, JONES, Charles M. e ZHANG, Xiaoyan (2012), *Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban*.

¹⁰⁸ Do original, “*to maintain or restore fair and orderly securities markets (other than markets in exempted securities)*”.

¹⁰⁹ Do original, “*to ensure prompt, accurate, and safe clearance and settlement of transactions in securities (other than exempted securities)*”.

¹¹⁰ Do original, “*For purposes of this subsection, the term 'emergency' means a major market disturbance characterized by or constituting:*

Esta norma não se encontra especialmente prevista para as transações de *short-selling*, no entanto, os poderes amplos e flexíveis que são, por esta via, atribuídos à SEC permitem a imposição de restrições ou proibições temporárias de *short-selling*. Foi, aliás, ao abrigo desta norma que a SEC impôs restrições a *short-selling* no decorrer da crise *subprime*, em 2008.¹¹¹ Em setembro desse ano, o SEC proibiu totalmente as operações de *short-selling* nos mercados norte-americanos, como meio para prevenir as quedas vertiginosas que se verificavam nos mercados, e travar o colapso da *Bear Sterns* e da *Lehman Brothers*, objetivo que não atingiu.¹¹²

Esta decisão permanece, até aos dias de hoje, altamente controversa, sendo a atuação da SEC, na altura, alvo de múltiplas críticas. Os críticos apontam que os custos desta decisão superaram largamente quaisquer benefícios, tendo sido retirada liquidez ao mercado, e não conseguido evitar o colapso das referidas instituições. Inclusivamente, o líder da SEC à época manifestou já arrependimento por essa decisão¹¹³.

b) A Rule 201 e a “uptick rule”

O Regulamento SHO, previamente referido, e que estabelece o regime aplicável às transações de *short-selling*, contém também normas que impõem restrições

(A) sudden and excessive fluctuations of securities prices generally, or a substantial threat thereof, that threaten fair and orderly markets, or

(B) a substantial disruption of the safe or efficient operation of the national system for clearance and settlement of securities, or a substantial threat thereof.”

¹¹¹ SEC Halts Short-selling of Financial Stocks to Protect Investors and Markets, U.S. Securities and Exchange Commission, Washington, D.C., Sept. 19, 2008 (disponível em <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>).

¹¹² Sobre a crise *subprime* norte-americana de 2008, ver:

DEMANYANYK, Yuliya e VAN HEMERT, Otto (2008), *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*; WHALEN, Richard Christopher (2008), *The Subprime Crisis: Cause, Effect and Consequences*, Networks Financial Institute Policy Brief n.º 2008-PB-04.

¹¹³ SEC chief has regrets over short-selling ban, Reuters, 31 dezembro 2008 (disponível em <https://www.reuters.com/article/us-sec-cox/sec-chief-has-regrets-over-short-selling-ban-idUSTRE4BU3GG20081231>).

temporárias, aplicáveis no caso de descidas significativas de preço. Neste domínio, o preceito de referência é a *Rule 201*. Esta norma assumiu uma particular notoriedade no mercado norte-americano e ficaria coloquialmente conhecida como “*uptick rule*”. Um dado curioso relativamente a esta norma é que o nome por que ficou conhecida diz respeito, verdadeiramente, a uma exceção, e não à regra geral. Com efeito, a *Rule 201* designa-se, e consiste, num *circuit breaker*.¹¹⁴ Os *circuit breakers* são medidas regulatórias acionadas automaticamente, que proíbem a realização de transações, sempre que um instrumento financeiro regista uma queda superior a um determinado limiar percentual previamente estabelecido. Este tipo de medida é amplamente utilizado na regulação dos mercados de capitais e visa travar quedas abruptas de preços.

Assim, e segundo a *Rule 201* do Regulamento SHO, caso uma ação (que se encontre dentro do âmbito de aplicação da norma) esteja a registar uma descida de preço superior a 10%, não podem ser executadas ordens de *short-selling*¹¹⁵. A queda de preço de 10% é calculada tendo por base o preço de fecho do dia anterior e a restrição é aplicável até ao fim do dia em que é imposta. No caso de o preço continuar a cair no dia seguinte, a restrição é novamente aplicada. A aplicação desta regra é automática, e não depende de ser imposta por qualquer autoridade.

Uptick rule, o nome pelo qual esta regra ficaria conhecida nos mercados, é, na verdade, a exceção a esta norma. Assim, e excecionalmente, nos casos em que o *circuit breaker* é acionado, a realização de transações de *short-selling* é permitida desde que seja efetuada numa *uptick* – ou seja – a um preço superior ao melhor preço de oferta (*bid price*)¹¹⁶. O propósito desta norma é o de priorizar as vendas por investidores com

¹¹⁴ Sobre *circuit breakers*, ver:

CLAPHAM, Benjamin, GOMBER, Peter, HAFERKORN, Martin e PANZ, Sven (2017), *Managing Excess Volatility: Design and Effectiveness of Circuit Breakers*, SAFE Working Paper n.º 195.

¹¹⁵ Do original, “*A trading center shall establish, maintain, and enforce written policies and procedures reasonably designed to: Prevent the execution or display of a short sale order of a covered security at a price that is less than or equal to the current national best bid if the price of that covered security decreases by 10% or more from the covered security's closing price as determined by the listing market for the covered security as of the end of regular trading hours on the prior day*”.

¹¹⁶ Do original, “*Provided, however, that the policies and procedures must be reasonably designed to permit: (A) The execution of a displayed short sale order of a covered security by a trading center if, at the time of initial display of the short sale order, the order was at a price above the current national best bid;*”.

posições longas sobre os *short-sellers*, em instrumentos financeiros que estejam a registar uma descida acentuada do preço num dado dia¹¹⁷, com a finalidade última de estabilizar descidas drásticas dos preços e promover a confiança dos investidores, tal como argumentado pela próprio SEC, aquando da adoção desta norma¹¹⁸.

Apesar da versão atual da *uptick rule* datar de 2010, a verdade é que esta regra tem já uma larga história nos mercados norte-americanos. Aprovada pela primeira vez em 1938, a *uptick rule* esteve em vigor durante quase sete décadas, até ser revogada em 2007. A regra, que já nessa altura ficaria conhecida como *uptick rule*, ditava que, para se poder dar uma ordem de *short-selling* de uma ação, o preço da mesma teria de subir primeiro (ou seja, estar numa *uptick*). A razão de ser desta norma prende-se com o facto de a subida de preço indicar que existem compradores no mercado, contrabalançando a oferta adicional imposta pelos *short-sellers*, e assim promovendo a estabilidade dos preços, evitando que o preço de uma ação pudesse desvalorizar significativamente em virtude de uma grande quantidade de ordens de *short-selling*¹¹⁹. Já no decorrer deste século, múltiplos estudos demonstraram que os efeitos que se pretendiam atingir através da aplicação desta restrição não se produziam, não promovendo a eficiência dos mercados, e nem sequer sendo eficazes para deter quedas abruptas de preços. Por outro lado, a aplicação desta restrição tinha o potencial para retirar liquidez aos mercados e prejudicar a execução de ordens¹²⁰. Em face disso mesmo, a regra foi inteiramente removida em 2007. No ano imediatamente a seguir, iniciava-se a crise *subprime* nos Estados-Unidos, que se estenderia globalmente nos anos seguintes. No seu decorrer, a queda abrupta das ações, e consequente falência de empresas listadas, sendo o exemplo mais notório o da *Lehman Brothers*, geraram uma onda de críticas à SEC, em especial devido à decisão de revogar a *uptick rule*. A proximidade temporal entre essa decisão do SEC e o desencadear da crise levou necessariamente a que uma coisa fosse associada à outra. A verdade é que, até hoje, a

¹¹⁷ SHADAB, Houman (2012), *Regulating Short Sales in the 21st Century*, pp. 90.

¹¹⁸ SCHAPIRO, Mary, *Speech by SEC Chairman: Statement at SEC Open Meeting – Short Sale Restrictions*, fevereiro 2010.

¹¹⁹ STIGMARK, Helena, *Should Short-selling be Regulated as a Consequence of Wall Street's Failures? Exploring the New Alternative Uptick Rule* (2010), *The Michigan Business Law Journal*, pp. 32.

¹²⁰ BAI, Lynn (2008), *The Uptick Rule of Short Sale Regulation: Can It Alleviate Downward Price Pressure from Negative Earnings Shocks?*

relação entre esses dois eventos nunca foi absolutamente demonstrada, sendo provável que se tenha tratado de uma situação de coincidência, mais do que causalidade. Não obstante, a onda de críticas, conjugada com forte pressão política, levaram a SEC a readotar a *uptick rule*, embora com algumas diferenças relativamente à versão anterior, que ficaria conhecida como *alternative uptick rule*. Esta versão alternativa é a que ainda hoje se mantém em vigor. Esta nova regra é a combinação de um *circuit breaker*¹²¹ com a *uptick rule*, que agora, e como já referido, limita a sua aplicação aos casos em que o instrumento financeiro em causa regista uma queda de preço superior a 10% face ao dia anterior.

3. Análise

Ambos os regimes se assemelham bastante, desde logo na natureza das restrições previstas. Ambos apresentam esta natureza bipartida, criando uma divisão clara entre as restrições previstas em casos de exceção e em caso de descida acentuada de preço.

a) Restrições em cenário de exceção

Como referido anteriormente, ambos os ordenamentos jurídicos contêm normas destinadas a conferir poderes às autoridades competentes para proibir ou restringir operações de *short-selling* em cenário de exceção. Também como referido, uma diferença que caracteriza o regime europeu face ao americano nesta matéria é o facto de consagrar provisões específicas nesta matéria para o caso de *short-selling* no Regulamento. O regime norte-americano não contempla esta especificidade, mas a secção 12 (k) do *Securities Exchange Act* permite às autoridades norte-americanas suficiente discricionariedade para impor restrições aplicáveis apenas a estas operações, se entenderem necessário. Assim, esta diferença entre os dois regimes é, em grande

¹²¹ HOWELL, Elizabeth (2016), *Short-selling Restrictions in the EU and the US: A Comparative Analysis*, 16 *Journal of Corporate Law Studies* 333, pp. 30.

medida, inconsequente. Assim é, de alguma forma, devido à própria natureza destas disposições. Em nenhum dos casos estas normas têm aplicação direta – meramente conferem poderes às autoridades competentes para atuar caso se verifiquem as condições elencadas – assim, a atuação das autoridades nestes contextos revela-se de maior importância do que os enquadramentos normativos.

No que diz respeito ao seu âmbito de aplicação, é também possível verificar que ambos os regimes muito se assemelham. O Regulamento europeu prevê a aplicação dos artigos 20.º e 21.º a situações de ameaça grave à estabilidade financeira e desde que verifique a necessidade e proporcionalidade da medida. Por outro lado, a secção 12 (k) do *Securities Exchange Act* condiciona a aplicação das medidas que prevê a cenários de emergência, caracterizando estes cenários como qualquer evento que cause distúrbios nos mercados que criem, ou sejam suscetíveis de criar flutuações súbitas e excessivas de preços, ou coloquem em causa a liquidação das transações. Pese embora as diferenças notórias entre ambas as redações, a verdade é que o âmbito de aplicação destas restrições, em ambos os regimes, será muito próximo. Este âmbito é caracterizado em ambos os casos de uma maneira suficientemente vaga e abstrata para enquadrar o mesmo tipo de situações. A título de exemplo, é difícil imaginar uma “ameaça grave à estabilidade financeira” que não provoque “distúrbios nos mercados”, tal como configurados na norma americana, e vice-versa. Terá toda a lógica que assim seja, até tendo em conta a globalidade dos mercados financeiros modernos. A existência de um cenário de emergência num destes mercados traduzir-se-á, quase com toda a certeza, num cenário de emergência no outro, o que conduzirá necessariamente à imposição de medidas de exceção pelas autoridades nacionais competentes de ambas as jurisdições.

A propósito do tipo de medidas aplicáveis, é possível verificar que o leque de medidas a adotar é, em ambos os casos, marcadamente amplo. O Regulamento europeu parece ser um pouco mais restritivo neste aspeto, mas há que ter em conta que as disposições *Securities Exchange Act* são aplicáveis a todas as operações de mercado, e não apenas às operações de *short-selling*, o que justifica a previsão de um elenco de medidas mais amplo.

b) Restrições em caso de descida acentuada de preço

No que diz respeito a restrições em caso de descida acentuada do preço, embora os dois regimes apresentem algumas semelhanças, existem diferenças fundamentais entre os dois.

A nível de semelhanças, destaca-se de imediato o facto de ambos os regimes estabelecerem a restrição de *short-selling* em caso de descida significativa dos preços. Esta opção legislativa tem como fundamento a intenção do legislador de prevenir situações em que o preço de instrumento financeiro entre numa espiral incessante de desvalorização, em virtude da sobreposição dos *short-sellers* com os investidores que tencionam fechar as suas posições longas. Esta opção não é, contudo, óbvia. Pese embora se entenda a intenção do legislador em ambos os casos, há que ter também em conta o impacto negativo para o mercado em termos de liquidez. Acresce que, no passado, e em casos já mencionados, a proibição de *short-selling* nada contribuiu para a travagem de quedas abruptas de preços.

Outra semelhança notória entre os regimes é o limiar estabelecido a partir do qual a queda do preço desencadeia a restrição (ou proibição) – 10%, pese embora o regime europeu estabeleça exceções para ações ilíquidas e outras classes de instrumentos. A opção por este limiar é compreensível, embora possa pecar por excesso ou defeito consoante o tipo de instrumento financeiro. Nesse sentido, compreende-se a opção do legislador europeu ao excecionar as ações ilíquidas¹²², que são tendencialmente mais voláteis, mas dir-se-ia que é uma exceção que não acautelará todas as situações. Uma ação líquida pode ser particularmente volátil. Nestes casos, a aplicação de restrições a partir do limiar de 10% de desvalorização pode revelar-se excessivo, e ter efeitos nefastos na eficiência do mercado. Em contrapartida, para outras ações que se caracterizem historicamente por apresentarem pouca volatilidade, poderia sentir-se a necessidade de aplicação de restrições antes de se atingir esse patamar – casos em que a restrição se pode revelar ineficaz.

¹²² Embora a *Rule 201* não estabeleça uma exceção para ações ilíquidas, é de notar que o âmbito de aplicação desta norma é mais restrito do que o do artigo 23.º do RSS.

É de crer, assim, que a aplicação deste tipo de medidas deve ser ponderada não em abstrato, mas para cada caso concreto. Por isso se justifica a opção do legislador europeu em não determinar a aplicação automática destas restrições. Ao invés, estas devem ser estabelecidas pelas autoridades competentes pela supervisão dos mercados. À semelhança do que acontece com as restrições em circunstâncias excepcionais, a aplicação destas restrições está dependente da avaliação do supervisor.

Não é o caso no regime norte-americano. A proibição é automaticamente aplicável e não depende da autoridade supervisora. Aquilo que o regime americano perde em flexibilidade e capacidade de adaptação a cada caso concreto, ganha em eficácia, no sentido em que a restrição será sempre aplicada quando se verificarem os seus pressupostos, e em previsibilidade para os investidores, já conhecedores da regra e para quem a aplicação dela nunca se revelará surpreendente, o que não será certamente o caso nos mercados europeus. Esta previsibilidade não será, no entanto exclusivamente benéfica para a eficiência do mercado. A existência desta restrição e o seu conhecimento por parte dos agentes do mercado, levará necessariamente a que estes estejam a contar com ela no momento em que tomarem as suas decisões. Esta realidade permite conjecturar que certas transações poderiam não se realizar caso esta restrição não se encontrasse em vigor (e vice-versa).

Esta é uma diferença bastante significativa entre os dois regimes, cujos quadros normativos apresentarão certamente as suas vantagens e desvantagens, algumas das quais já aqui referidas. Outra possivelmente menos significativa, mas, não obstante, notória diferença será, certamente, a chamada *uptick rule*, característica do regime norte-americano. Pese embora a designação coloquial, e como já referimos, a *uptick rule* não é, verdadeiramente, uma regra. Ao invés, é uma exceção à regra, regra essa que consiste numa proibição geral de *short-selling* em caso de descida do preço diário superior a 10%, restrição essa que também se encontra prevista no Regulamento europeu (embora, como referido, a sua aplicação dependa da autoridade supervisora). A diferença fundamental entre os dois regimes não está, assim, na restrição em si, mas sim na exceção que é estabelecida. Assim, é possível afirmar que os dois regimes, pese embora a diferença significativa, partem do mesmo ponto.

A este propósito, é de notar que as autoridades dos Estados-Membros podem, para todos os efeitos, adotar a *uptick rule*, dada a discricionarietà que mantêm, tendo em conta que têm poderes não apenas para aplicar a proibição caso se verifique a descida no preço, como têm discricionarietà para estabelecer exceções. Nesse sentido, nada impede as autoridades de prever exceções com a exata natureza da *uptick rule* norte-americana, ao abrigo do artigo 23.º do Regulamento. O que nos levaria novamente ao âmago da questão, que se prende verdadeiramente com a automaticidade na aplicação das restrições do regime americano, que não existe no Regulamento europeu.

V. Deveres de Transparência

Para além das restrições, permanentes e temporárias, os deveres de transparência constituem a terceira grande dimensão dos regimes de *short-selling*. Tratam-se de obrigações impostas aos detentores das posições para as quais os regimes exigem comunicação às autoridades competentes pela supervisão dos mercados, ou mesmo divulgação pública. Os deveres de transparência não consubstanciam, verdadeiramente, restrições às operações de *short-selling*, pelo menos da mesma forma que as normas analisadas nos pontos anteriores. Ainda assim, é possível considerar estas normas na sua dimensão restritiva da liberdade dos investidores, no sentido em que, se lhes for aplicável um dever de transparência, estes apenas podem proceder a operações de *short-selling* se respeitarem os deveres de transparência associados. Neste sentido, podemos entender um dever de transparência como uma restrição, na ótica de que os investidores não são livres de deter estas posições anonimamente.¹²³

Os deveres de transparência assumem um papel de extrema importância na regulação dos mercados de financeiros, não apenas para o caso de *short-selling*. São particularmente relevantes no domínio das aquisições de capital nas sociedades, principalmente no que diz respeito a direitos de voto, que permitem compreender quem exerce o controlo sobre a empresa em causa. No que diz respeito a *short-selling*, o que está em causa não é adquirir participação numa empresa, mas sim precisamente o contrário, aliená-la. Assim, as preocupações que subjazem à imposição de deveres de transparência podem não ser exatamente as mesmas que justificam os que se impõem às posições longas. Tal não é o mesmo que dizer que estes deveres não se justificam.

Com efeito, uma das principais preocupações inerentes à prática de *short-selling* é o risco de manipulação de mercado¹²⁴, como já referido. Seja por meio de pressionar

¹²³ CESR (2009), *Consultation Paper on the Proposal for a Pan-European Short-selling Disclosure Regime*, pp. 10

¹²⁴ HOWELL, Elizabeth (2015), *Short-selling Reporting Rules: A Greenfield Area*, European Company Law 12, n.º. 2, pp. 79–88.

o mercado, aumentando a quantidade do lado da oferta (o chamado *dumping*¹²⁵), seja através de meios de dissimulação para tentar manchar a reputação de uma empresa por forma a lucrar com posições curtas, são vários os exemplos, passados e até presentes, de situações de manipulação de mercado efetuada por pessoas com posições curtas. Os deveres de transparência podem, por um lado, atuar como barreiras a este tipo de situações, dificultando a vida a potenciais prevaricadores e, por outro, informar o mercado por forma a permitir que os investidores e diversos agentes possam evitar ser vítimas de manipulação. A informação, no mundo dos mercados financeiros, é um bem particularmente valioso, seja para as autoridades de supervisão, seja para os próprios agentes de mercado e, nesse sentido, os deveres de transparência assumem uma especial relevância¹²⁶.

Por outro lado, os deveres de transparência não visam apenas acautelar riscos associados à manipulação, mas também assegurar o correto e natural funcionamento dos mercados financeiros¹²⁷. Para atingir esse ponto, a divulgação de certas informações de forma uniforme pelos diversos agentes dos mercados reveste-se, muitas vezes, de extrema importância. Permitir aos investidores ou a outros intervenientes perceber quais os instrumentos financeiros sobre os quais existe uma grande quantidade de posições curtas, ou, por outro lado, a informação de que alguma empresa ou entidade detém posições curtas sobre outros instrumentos pode ser uma informação valiosa para o mercado, permitindo aos investidores tomar as suas decisões de forma mais informada e fidedigna. Essa garantia que os deveres de transparência conferem pode, por isso, ter um impacto positivo no que diz respeito à estabilidade dos mercados e à eficiência dos preços¹²⁸.

¹²⁵ Sobre *dumping*, (numa perspetiva de manipulação de mercado) ver:

LIN, Tom C. W. (2017), *The New Market Manipulation*, Emory Law Journal, Vol. 66, Temple University Legal Studies Research Paper n.º 2017-20, pp. 1253.

¹²⁶ CESR, *Report* (2009): *Model for a Pan-European Short-selling Disclosure Regime*, pp. 5–6.

¹²⁷ JUURIKALA, Oskari (2012), *Credit Default Swaps and the EU Short-selling Regulation: A Critical Analysis*, European Co. & Fin. L. Rev, pp 307-318.

¹²⁸ AVGOULEAS, Emiliós (2009), *A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient*, Stanford Journal of Law, Business, and Finance, Vol. 16, n.º 2.

Cumpra, por isso, analisar ambos os regimes por forma a compreender quais os deveres de transparência impostos, no que respeita a posições curtas, e de que forma impactam os respetivos mercados.

1. O Regime Europeu

O Regulamento europeu sobre *short-selling* contém um conjunto de deveres de transparência aos titulares de posições curtas. Os deveres encontram-se estabelecidos nos artigos 5.º e seguintes, e são aplicáveis a posições curtas em três categorias distintas de instrumentos financeiros: ações, dívida soberana, e ainda em *swaps* de risco de incumprimento soberano. Estão ainda previstos dois deveres distintos de transparência: um dever de comunicação das posições curtas às autoridades supervisoras competentes, aplicável a todos estes tipos de instrumentos financeiros; e um dever de divulgação destas mesmas posições ao mercado, que é aplicável unicamente no caso das ações. Nos termos do artigo 10.º do Regulamento, todos estes deveres são aplicáveis tanto a pessoas singulares como coletivas, quer estas sejam residentes ou se encontrem estabelecidas num país da União, ou não.

a) Ações

Como referido, as posições curtas em ações estão sujeitas a duas categorias de deveres de transparência distintas: a comunicação às autoridades competentes, e a divulgação ao mercado, sendo que as ações são o único instrumento financeiro ao qual o Regulamento impõe ambas as vertentes do dever de transparência. De acordo com o artigo 5.º do Regulamento, as pessoas (singulares ou coletivas) estão obrigadas a comunicar à autoridade competente quando forem detentoras de posições curtas consideradas significativas. Assim, e nos termos do n.º 2 do mesmo artigo, são consideradas significativas, e por isso alvo de comunicação às autoridades, as posições que excedam 0,2% do capital social emitido pela sociedade em causa. Aplicam-se os mesmos deveres de comunicação cada vez que esse limiar for excedido 0,1%

adicionais. Estes limiares poderão ser alterados pela Comissão, “tendo em conta a evolução dos mercados financeiros”, através de ato delegado (n.º 4), podendo também ser objeto de parecer por parte da ESMA (n.º 3).

Similarmente, as pessoas com posições curtas em ações estão sujeitas a um dever de divulgação ao mercado nos termos do artigo 6.º. Assim, estas estão obrigadas a divulgar a sua posição sempre que esta ultrapasse os limiares estabelecidos no n.º 2 do mesmo artigo, mas também quando esta diminua para valores inferiores a esse limiar. Os limiares encontram-se estabelecidos no n.º 2 e consistem em 0,5% do capital social da sociedade em causa, bem como cada 0,1% adicional a esse limiar. À semelhança do que se encontra previsto para os limiares para a comunicação às autoridades, a Comissão tem competência para alterar esses limiares, e a ESMA para emitir parecer sobre os mesmos.

O n.º 5 do referido artigo faz ainda uma ressalva para outras obrigações de divulgação ao mercado de posições curtas que excedam as obrigações previstas neste artigo, relativas a ofertas públicas de aquisição, operações de concentração ou operações que afetem a titularidade ou o controlo de sociedades.

b) Dívida Soberana

À semelhança do que ocorre com as demais restrições, o Regulamento consagra um regime de transparência distinto do regime aplicável às ações, para os instrumentos de dívida soberana. Este regime encontra-se previsto no artigo 7.º. Às posições curtas em dívida soberana aplicam-se deveres de comunicação às autoridades competentes, mas não de divulgação ao mercado. Assim, é imposto às pessoas singulares ou coletivas um dever de comunicação, sempre que for ultrapassado o limiar considerado relevante, ou que a posição diminua para um valor inferior a esse limiar.

Ao contrário do que acontece com o artigo anterior, aplicável a posições curtas em ações, o Regulamento não consagra estes limiares. Ao invés, o n.º 2 do artigo 7.º que: por um lado, o limiar relevante consiste num montante inicial e, a partir desse

montante, em níveis incrementais adicionais (à semelhança, aliás, do regime das posições em ações); e que estes limiares, tanto o inicial como os adicionais, são fixados pela Comissão, e publicados pela ESMA no seu sítio *web*.

O n.º 3 impõe ainda à própria Comissão algumas limitações relativas ao estabelecimento desses limiares. Assim, a Comissão deve: “assegurar que os limiares não sejam fixados num nível que exija a comunicação de posições de valor mínimo”, uma norma que terá certamente o propósito de evitar que seja exigida a comunicação de posições com um valor não significativo, embora seja de notar que aquilo que consubstancia um “valor mínimo” é deixado completamente à discricionariedade da Comissão; “Ter em conta o montante total da dívida soberana emitida por liquidar para cada emitente soberano e a dimensão média das posições detidas por intervenientes no mercado sobre a dívida soberana desse emitente soberano”. Estarão aqui em causa, acima de tudo, refletidas preocupações relativas à proporcionalidade dos limiares; “Ter em conta a liquidez de cada mercado de obrigações soberanas”, sendo que a liquidez de um mercado se reveste de uma importância fundamental, assumindo que quanto mais líquido um mercado for, maior terá uma posição de ser para causar disrupção no mesmo, e vice-versa.

A grande novidade deste regime consiste, assim, no facto de os montantes dos limiares não consistirem numa percentagem, como ocorre no caso das ações, mas sim num montante monetário. Assim é devido às variações nos montantes globais de dívida soberana, que flutua constantemente, fruto, ora de amortizações, ora de emissão de nova dívida¹²⁹. Assim, a fixação de uma percentagem tornaria o cumprimento dos deveres de transparência particularmente difícil por parte dos detentores de posições curtas.

Por outro lado, estes fatores justificam também o facto de os montantes não se encontrarem previstos no Regulamento, mas serem fixados pela Comissão, bem como a atualização periódica dos mesmos.

¹²⁹ MONTEIRO, Manuel (2015), *O Regime Europeu de Short-selling*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, pp. 47.

c) As *swaps* de risco de incumprimento soberano

Também as *swaps* de risco de incumprimento soberano (CDS) encontram no regime de transparência um regime especial face aos demais instrumentos financeiros. A estes instrumentos financeiros será aplicável, desde logo o artigo 7.º, aplicável à dívida soberana. A redação do artigo 7.º é suscetível de gerar dúvidas relativas à sua aplicação a CDS, tendo presente que, embora a elas seja feita referência na epígrafe do artigo, esta referência não é concretizada na redação das normas. Com efeito, nenhum dos três números do artigo 7.º refere CDS.

É crível que a expressão utilizada na redação do artigo, “posição líquida curta sobre a dívida soberana emitida”, seja suscetível de abarcar também as *swaps* de risco de incumprimento soberano. Não obstante a redação não ser clara, estas *swaps* serão, para todos os efeitos, sobre dívida soberana, pelo que se encontrariam dentro do âmbito de aplicação da norma, sujeitando por isso os seus detentores aos mesmos deveres de comunicação que os detentores de posições curtas em dívida soberana.

A estes instrumentos financeiros é ainda aplicável o artigo 8.º, relativo a posições não cobertas em CDS. Estas posições, quando não cobertas, nos termos do Regulamento, são, em regra, proibidas, mas as autoridades competentes têm poderes para suspender esta restrição (permitindo, assim, a detenção destas posições). Assim, o artigo 8.º determina, nos casos em que estas restrições são levantadas, o dever de comunicação à autoridade competente de posições não cobertas em CDS soberanos, quando são ultrapassados (ou diminuem para valor inferior) os limiares estabelecidos ao abrigo do artigo 7.º.

d) Comunicação e Divulgação

O artigo 9.º contém ainda alguns aspetos relativos à comunicação e à divulgação das posições curtas em instrumentos financeiros aos quais são impostos deveres de transparência. Estas devem incluir a identidade da pessoa que detém a posição, bem

como a dimensão da posição em causa, o emitente do instrumento financeiro e a data na qual essa posição foi criada, alterada, ou que deixou de ser detida.

O segundo parágrafo do mesmo preceito consagra ainda a imposição de um dever para os investidores de conservar por um período de cinco anos “os dados relativos às posições brutas que constituem uma posição líquida curta significativa”. O n.º 2 do artigo 9.º clarifica o momento relevante para o cálculo do valor da posição (e consequente determinação da sua relevância). Trata-se da meia-noite seguinte ao fim do dia de negociação em que a posição relevante é detida. A partir desse momento, a pessoa fica obrigada a comunicar à autoridade competente até às 15:30 do dia de negociação seguinte, sendo que o fuso horário é o da autoridade competente do Estado-Membro em causa. O n.º 3 impõe um dever de confidencialidade da comunicação à autoridade competente, e ainda a incorporação de mecanismos com a finalidade de autenticar a fonte da comunicação. Relativamente à divulgação pública da informação (n.º 4), esta deve ser feita por forma a “garantir um acesso rápido e não discriminatório às informações em causa”. As informações são divulgadas num sítio *web* que deve ser gerido e supervisionado pela autoridade competente.

2. O Regime Norte-Americano

Analisando os diversos aspetos dos regimes de *short-selling* americano e europeu, uma conclusão foi comum a praticamente todos eles: a de que os regimes, pese embora os contextos diferentes a que são aplicáveis, apresentam muito mais semelhanças do que diferenças e, nalguns casos, é mesmo possível dizer que se equivalem. No que diz respeito a deveres de transparência, esta será, porventura, a exceção que confirma a regra. Isto porque o regime norte-americano não engloba, verdadeiramente, deveres de transparência no que respeita a posições curtas. Ao contrário de outras situações, em que embora não existisse um regime especificamente concebido para as operações de *short-selling*, existiam outros de âmbito mais geral que lhes eram aplicáveis, no caso concreto dos deveres de transparência,

não existem, efetivamente, verdadeiras obrigações de comunicação ou divulgação das posições curtas por parte dos investidores.

Tal poderá parecer inusitado. Da exposição anterior resulta que o regime americano de *short-selling* é particularmente restritivo para os investidores, limitando significativamente as situações em que se pode proceder a operações de *short-selling* e impondo às mesmas variados requisitos. Assim é, devido à má fama que o *short-selling* adquiriu historicamente nos mercados norte-americanos e pela consequente preocupação das autoridades de supervisão (nomeadamente, da SEC) em regular esta matéria, ao longo dos anos, e em particular após a crise financeira de 2008. Precisamente por isso, é difícil de entender a opção de não impor deveres de transparência aos detentores de posições curtas. Importa, assim, entender o regime americano no que diz respeito a deveres de transparência, por forma a compreender a razão de ser desta aparente lacuna do regime aplicável a *short-selling*.

a) Os deveres de transparência nas posições longas

A falta de imposição de deveres de transparência aplicáveis a operações de *short-selling* reveste-se de particular estranheza, quando se percebe que a mesma situação não ocorre com as posições longas. Com efeito, o regime americano comporta um conjunto de obrigações desta natureza para essas posições. Consequentemente, a falta de normas com este teor para as posições curtas gera uma assimetria acentuada e, quanto a nós, injustificada, entre os regimes aplicáveis a ambas as operações.

No que diz respeito a posições longas, o regime norte-americano comporta um conjunto de deveres de transparência. Nomeadamente, os fundos de investimento (e outras empresas com atividade equivalente) estão obrigados a comunicar as suas posições longas através do *Form 13F*, até quarenta e cinco dias depois do final de cada quadrimestre. Além disso, se adquirirem capital social de uma empresa que consista em mais de 5% dos direitos de voto da mesma, terão de o comunicar por meio da *Schedule 13D*, até dois dias após a ultrapassagem deste limiar. Estes investidores no

mercado não estão, no entanto, obrigados a comunicar as suas posições curtas. Esta assimetria tem gerado inúmeras críticas e suscitado reivindicações para que a autoridade competente para regulamentar esta matéria (a SEC) atue¹³⁰.

b) A secção “929x” do *Dodd Frank Act*

Embora a SEC não tenha imposto deveres de transparência para as posições curtas, a verdade é que tem poderes para o fazer, decorrentes da secção 929x do *Dodd-Frank Act*. O *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, ou apenas *Dodd-Frank*, tal como ficou conhecido, foi adotado em 2010 e foi uma resposta às graves falhas e lacunas presentes na regulação financeira norte-americana que contribuíram para a crise de 2008¹³¹. Este ato legislativo contém um conjunto de provisões que carecem de ser implementadas pela SEC. A esmagadora maioria delas foi, e tem continuado a ser implementada, desde 2010 até aos dias de hoje. A secção 929x, relativa a deveres de transparência associados a *short-selling*, encarrega a SEC de estabelecer as regras relativas à divulgação pública de vendas curtas que o supervisor considere necessárias¹³². Esta é precisamente uma das secções que ainda não foi implementada pelo SEC¹³³. Os motivos que levam à inércia da SEC nesta questão não são exatamente claros. Em 2014, a SEC entregou ao Congresso norte-americano um estudo em que examinava várias opções de implementação de deveres de transparência relativos às posições curtas, tendo concluído que nenhuma delas era,

¹³⁰ National Investor Relations Institute (NIRI), *The Case for Improved Disclosure of Short Positions* (<https://www.niri.org/NIRI/media/NIRI/Advocacy/NIRI-Case-for-Short-selling-Disclosure-Rule-final.pdf>).

¹³¹ SKEEL, David (2010), *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (unintended) consequences*, Wiley, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Research Paper n.º 10-21.

¹³² Do original, “*Issue rules regarding public disclosure of information regarding short sales and, as the Commission deems appropriate*”.

¹³³ SEC, *Implementing the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (<https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml#>), consultado em 30 de agosto de 2020, na qual se observa que a secção 929x se mantém pendente.

nas palavras utilizadas no referido estudo, “*cost effective*”.¹³⁴ Certo é que esta postura por parte da autoridade supervisora norte-americana tem suscitado diversas críticas e reivindicações por parte de vários *stakeholders*¹³⁵ nos mercados.

3. Análise

De todas as componentes dos regimes de *short-selling* analisadas, os deveres de transparência são as mais difíceis de considerar em termos comparativos. A completa inexistência de um verdadeiro regime de transparência para as posições curtas nos Estados-Unidos, apesar de este se encontrar previsto no *Dodd-Frank Act*, torna este exercício impossível. Podemos, por outro lado, analisar de que forma é que esta inexistência de regime se compara com o regime europeu, no que respeita ao impacto que essa circunstância tem nos mercados.

Naturalmente, desde logo, se tivermos em conta os deveres de divulgação existentes no regime, há uma clara diferença no que diz respeito à informação acessível ao mercado. A informação sobre que agentes é que detêm posições curtas significativas pode ter particular valor para um investidor, quer este esteja a decidir assumir uma posição curta, ou longa. Uma posição curta significativa significará, por exemplo, que o seu detentor terá de, em algum momento no tempo, cobrir a sua posição, o que implica comprar uma quantidade significativa de ações, que gerará uma quantidade de procura elevada e pode ter implicações ao nível do preço. Depois, será possível ao investidor indagar-se sobre a razão de ser de um dado agente deter uma posição curta significativa sobre um dado instrumento financeiro.¹³⁶

¹³⁴ SEC, Short Sale Position and Transaction Reporting Report, 5 de junho 2014, (disponível em <https://www.sec.gov/files/short-sale-position-and-transaction-reporting%2C0.pdf>).

¹³⁵ Tal como exemplifica uma petição dirigida à SEC pela Nasdaq, em nome dos seus clientes, datada de 7 de dezembro de 2015, *Petition for Rulemaking to Require Disclosure of Short Positions in Parity with Required Disclosure of Long Positions* (disponível em <https://www.sec.gov/rules/petitions/2015/petn4-691.pdf>).

¹³⁶ Sobre o impacto financeiro dos requisitos de transparência, ver:

Depois, suscitam-se preocupações relativas no que respeita aos riscos de manipulação de mercado. Independentemente de ambos os regimes preverem outras normas destinadas a prevenir estas situações, a verdade é que os deveres de transparência são importantes auxílios, quer para os supervisores, quer para o mercado, em detetar e prevenir potenciais situações de manipulação. Nesse sentido, os mercados americanos estão, de alguma forma, mais suscetíveis ao não imporem obrigações de divulgação ou pelo menos comunicação às autoridades, da detenção de posições curtas.

JANK, Stephan, ROLING, Christoph, SMAJLBEGOVIC, Esad (2016), *Flying Under the Radar: The Effects of Short-Sale Disclosure Rules on Investor Behavior and Stock Prices*, Bundesbank Discussion Paper n.º 25/2016.

RENNEKAMP, Kristina M., RUPAR, Kathy e SEYBERT, Nicholas (2017), *Short-Selling Pressure, Reporting Transparency, and the Use of Real and Accruals Earnings Management to Meet Benchmarks*, Robert H. Smith School Research Paper n.º RHS 2757150.

VI. Considerações Finais

1. Dois regimes construídos sobre crises

Uma ideia fundamental para entender as opções tomadas, tanto pelo legislador europeu como o americano, na construção dos regimes de *short-selling*, é a de que ambos estes regimes são, em maior ou menor escala, produtos das graves crises financeiras vividas no decorrer deste século. Tal poderá parecer uma generalização. E, em certa medida, é. Se, por um lado, o Regulamento europeu foi aprovado após a crise de dívida soberana, e entendido genericamente como uma resposta a esta, o regime americano vigorou desde a primeira metade do século passado, tendo-se mantido, inclusivamente, inalterado em muitos aspetos.

Mas a experiência da crise, ou, especificando, das crises, teve um impacto colossal na criação dos regimes e das opções legislativas tomadas. Esse impacto é particularmente notório se tivermos em consideração algumas das opções legislativas tomadas em ambos os casos. As diferenças na forma como ambos os ordenamentos jurídicos, e os mercados que lhes subjazem, lidaram com a crise do início da última década, notam-se também nos regimes jurídicos de *short-selling*. Se, por um lado a crise *subprime* americana justificou todo um conjunto de particularidades do regime americano, podemos observar que, na União Europeia, a crise, que teve um impacto muito mais notório a nível da dívida soberana, marcou toda a construção do regime europeu sobre *short-selling*.

O regime europeu será mesmo aquele em que o impacto da crise financeira vivida no início da segunda década deste século é mais notório. Desde logo, porque o próprio regime foi, de uma perspetiva temporal, construído imediatamente após o início da crise, tendo entrado em vigor enquanto esta se ainda encontrava em curso. Depois, se de um sinal mais óbvio ainda fosse necessário, bastar-nos-ia atentar no próprio título do Regulamento europeu. Com efeito, o Regulamento intitula-se, na versão portuguesa, “relativo às vendas a descoberto e a certos aspetos dos *swaps* de risco de incumprimento”. Este título afigura-se algo estranho, por diversos aspetos.

Primeiro, por incluir o caso muito específico das *swaps* de risco de incumprimento (CDS) num regulamento destinado a regular as operações de *short-selling*, que, quanto a nós, mereceria um regulamento autónomo, ou pelo menos a sua inclusão num outro diploma. Depois, por apenas fazer referência a *certos aspetos* das CDS. A consequência será que os restantes aspetos relativos a CDS se encontram regulados noutros diplomas, seja a nível comunitário, seja a nível dos Estados-Membros. Este título, embora estranho, era, de facto, necessário, a partir do momento em que se escolheu incluir estas disposições relativas a CDS num regulamento sobre *short-selling*. Por outro lado, a razão da referência a apenas “certos aspetos” prende-se com o facto de as normas constantes do Regulamento serem apenas aplicáveis a CDS soberanos, e não a CDS em geral, o que é, por si só, uma fragmentação atípica.

A questão não se prende exclusivamente com o título, no entanto. A presença de normas relativas a CDS soberanos no regime aplicável a *short-selling* não é, em certa medida, natural, aparentando estas disposições ser corpos estranhos quando se analisa o Regulamento como o todo. Com efeito, e como já defendido, a detenção de CDS não consubstancia, de todo, uma operação de *short-selling*, sendo até muito discutível até que ponto se lhe poderia chamar uma verdadeira posição curta¹³⁷.

Contudo, o impacto mais notório da crise de dívida soberana europeia neste regime será, porventura, nas variadas disposições que estabelecem um regime especial, ou pelo menos diferente do regime aplicável às ações, para as posições curtas em dívida soberana. Embora aqui, estejamos, de facto, a falar inquestionavelmente de posições curtas, esta opção não deixa, apesar disso, de se afigurar algo caricata no contexto global do Regulamento.

Primeiro porque, como referimos, esta é uma opção que não terá paralelo nos outros mercados de relevo, não tendo, certamente, nos mercados americanos¹³⁸. As posições curtas sobre dívida não são, nem nos mercados americanos nem nos europeus, relevantes na perspetiva global dos mercados, em que as operações de *short-*

¹³⁷ Sendo que, como referido *supra*, a única possível semelhança a estabelecer entre ambas se prende com o facto de serem posições que refletem uma visão negativa do mercado.

¹³⁸ HOWELL, Elizabeth (2016), *Short-selling Restrictions in the EU and the US: A Comparative Analysis*, 16 Journal of Corporate Law Studies 333, pp. 21.

selling são efetuadas na sua esmagadora maioria sobre ações, principalmente se excluirmos operações sobre derivados. Assim, a autonomização de normas destinadas a regular especificamente operações de *short-selling* de dívida soberana parece ser perfeitamente desnecessária do ponto de vista jurídico, apenas se podendo justificar, porventura, por razões estritamente políticas.

Tanto assim é que, como referimos previamente, estas normas aplicáveis a CDS soberanos são, em grande medida, perfeitamente equivalentes às normas gerais aplicáveis a ações. Em certos casos, essa equivalência é de tal forma notória que o próprio texto da norma é exatamente igual num caso e num outro, salvo pequenas adaptações necessárias para fazer referência aos diferentes instrumentos financeiros a que se aplicam. Tal facto, quanto a nós, apenas reforça a ideia da desnecessidade total, do ponto de vista jurídico, da inclusão destas normas no Regulamento, e mesmo da sua existência.

Porque tomou essa opção então, o legislador europeu, que, como defendido, é altamente questionável? Parece evidente que a crise de dívida soberana do início da década teve um papel fundamental nesta opção legislativa, por forma a poder utilizar este regulamento como uma resposta à crise. Em particular, os governos francês e alemão atribuíram à especulação através do uso de posições a descoberto em CDS de dívida soberana responsabilidades pela crise de dívida soberana na Europa. Na visão defendida por estes governos, esta especulação teve um impacto negativo nos rendimentos (*yield*) das obrigações, aumentando o custo de financiamento para os governos a nível europeu, propondo, por isso, que estas práticas fossem banidas¹³⁹. Como vimos, a proposta franco-germânica viria a ser acolhida no Regulamento europeu, sendo as posições a descoberto neste tipo de instrumentos financeiros proibidas¹⁴⁰. No entanto, não existem, nem existiam à data, dados empíricos que comprovassem as alegações dos governos que fizeram esta proposta¹⁴¹.

¹³⁹ SARKOZY, Nicolas e MERKEL, Angela, *Carta ao Presidente da Comissão Europeia*, 8 de junho de 2010.

¹⁴⁰ *Supra*, pp. 39-40.

¹⁴¹ Designadamente, um relatório da *Task Force* da Comissão demonstrava isso mesmo: *Task Force Report on Sovereign CDS*,

No caso americano, mais difícil será dizer que o regime de *short-selling* foi construído como uma resposta à crise, dado que, como referimos na exposição prévia, este regime tem vindo a ser construído ao longo de boa parte do último século, contendo alguns instrumentos legislativos datados dos anos trinta, pelo que apenas com muito boa vontade se poderia afirmar que o regime se construiu a partir das cinzas deixadas pela crise de 2008-09.

Tal não é o mesmo que afirmar que esta não impactou o regime. E embora este impacto possa não ser tão óbvio como é no caso europeu, a verdade é que existiu e teve proporções consideráveis. Com efeito, a crise impactou diversos sectores dos mercados financeiros americanos, tendo impulsionado diversas reformas legislativas nestas matérias. O *short-selling*, não só não foi exceção a esta regra, como foi mesmo um dos casos em que estas reformas tiveram um maior peso. Não é de estranhar tal facto. Como fizemos referência, o *short-selling* foi, em grande medida, um dos grandes “bodes expiatórios” do colapso financeiro dos mercados, possivelmente pela má fama que esta operação tinha, e continua a ter, na sociedade norte-americana.

Assim, logo após a crise, surgiram várias iniciativas para reformas legislativas em matéria de *short-selling*, motivadas em grande medida pela pressão do público e pela vontade por parte do regulador de dar uma resposta cabal a essas críticas. Vários são os exemplos de novidades legislativas introduzidas na sequência da crise financeira. Desde logo, existiu um conjunto de medidas inicialmente tomadas como regras temporárias para lidar com o colapso financeiro, que acabaram por passar a revestir um carácter permanente¹⁴². Em julho de 2009, a SEC decidiu introduzir um conjunto de alterações ao Regulamento SHO que visavam, precisamente, tornar permanentes algumas medidas tomadas de forma temporária¹⁴³. Designadamente, estas normas

(<http://online.wsj.com/public/resources/documents/ReportonsovereignCDS12072010.pdf>), consultado em 13 de setembro de 2020.

¹⁴² Sendo o exemplo mais premente disto mesmo (mas não caso único) a Rule 204 do Regulamento SHO norte-americano, inicialmente adotada como uma medida temporária de resposta à crise, e que passou a revestir cariz temporário. *Supra*, pp. 29-30.

¹⁴³ GRUENEWALD, Seraina, WAGNER, Alexander e WEBER, Rolf H. (2009), *Short Selling Regulation after the Financial Crisis - First Principles Revisited*, International Journal of Disclosure and Regulation, Vol. 7, n.º 2, pp. 108-135, Swiss Finance Institute Research Paper n.º 09-28.

visavam prevenir situações de falha na liquidação, estabelecendo regras aplicáveis aos participantes em câmaras de compensação relativas à liquidação e respectivos prazos, a que já fizemos referência previamente¹⁴⁴.

Simultaneamente, foram também adotadas várias disposições com carácter inovatório, sendo o exemplo mais premente o do *Dodd-Frank Act*, que visava reformar por completo não apenas os mercados de capitais, como os mercados financeiros como um todo¹⁴⁵, contendo também normas relativas a *short-selling*, especificamente a deveres de transparência, as quais, no entanto, não foram até à data implementadas pela SEC¹⁴⁶.

No entanto, a alteração mais significativa que ocorreu na regulação de *short-selling* no período pós-crise, e a que melhor ilustra o impacto profundo que a crise teve na regulação dos mercados de capitais em matéria de *short-selling*, prender-se-á, porventura, com a *uptick rule*. Como referimos oportunamente¹⁴⁷, *uptick rule* é a designação popular que se dá a uma exceção à restrição temporária aplicável em caso de descida significativa do preço, que permite aos *short-sellers* proceder à venda de ações mesmo quando o preço das mesmas esteja a registar uma desvalorização superior a 10%, mas apenas se a venda for efetuada a um preço superior ao melhor preço de oferta. Esta regra, com uma longa tradição nos mercados norte-americanos e alvo de controvérsia, foi completamente abolida em 2007, precisamente um ano antes do espoletar da crise financeira. Embora não existam evidências de que esta opção legislativa tenha contribuído para a crise, e sendo particularmente duvidoso que, se esta estivesse em vigor, tivesse tido algum contributo no sentido de amenizar os seus efeitos, a verdade é que a coincidência temporal levou a grandes críticas à SEC por esta opção legislativa. Esta pressão social e política levou a SEC a reverter por completo a sua decisão apenas três anos depois, reintroduzindo a regra, que ainda hoje se encontra em vigor, com algumas variações face à sua versão original. Esta

¹⁴⁴ *Supra*, pp. 46 e ss.

¹⁴⁵ SKEEL, David A. (2010), *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences*, Wiley, University of Penn, Institute for Law & Econ Research Paper n.º 10-21.

¹⁴⁶ *Supra*, pp. 80.

¹⁴⁷ *Supra*, pp. 64.

completa inversão na postura da SEC afigura-se ainda mais questionável se tivermos em consideração que, apenas três anos antes, tinha tomado a decisão de abolir, alegando que a mesma não se revela eficaz nem essencial nos mercados modernos¹⁴⁸.

Assim, é inquestionável que a regulação dos mercados europeus e americanos foi amplamente impactada pela crise financeira, em especial no que diz respeito a *short-selling*. Embora de formas e amplitudes diferentes, podemos observar que esse impacto foi profundo e, nalguns casos, reformador. Mas se, por um lado, não restam dúvidas que esse impacto existiu, por outro, é também inegável que foi amplamente diferente nos dois casos e, quanto a nós, essas diferenças espelham perfeitamente as experiências que os mercados americanos e europeus tiveram durante a crise. Nuns Estados-Unidos marcados pelo colapso de grandes instituições financeiras, em grande medida atribuído a conduta manipulatória e a práticas de *short-selling* questionáveis (nomeadamente por meio de *naked short-selling*), assistimos a uma tentativa por parte do legislador de, por um lado, banir por completo o *naked short-selling*, e, por outro, de aumentar a transparência e assim reduzir a manipulação nos mercados. Numa Europa marcada pela crise de dívida soberana, emerge um regulamento sobre *short-selling* que contém normas quase descontextualizadas, relativas “a certos aspetos” de CDS e a posições curtas em dívida soberana. Quais, portanto, as conclusões a retirar de tudo isto? Uma parece óbvia: Se é certo que um dos grandes, senão o maior propósito da regulação financeira, é o de prevenir graves crises, é também verdade que são as essas graves crise que impulsionam a construção dos regimes.

2. A influência americana no regime europeu

As crises influenciam a construção dos quadros regulatórios dos mercados financeiros. Essa é a grande conclusão que podemos retirar da exposição anterior. Mas estarão longe, como é natural, de ser os únicos grandes fatores de influência no que respeita à construção dos dois regimes analisados. Com efeito, a regulação é

¹⁴⁸ RAMIREZ, Richard E., *Falling Short: Has the SEC's Quest to Control Market Manipulation and Abusive Short-selling come to an end, or has it really just begun?*, U.P.R. Business Law Journal, pp. 92.

sempre influenciada por toda uma miríade de diferentes fatores, desde políticos, económicos, sociais, ou até mesmo éticos ou morais. Muitas vezes, os regimes jurídicos, em matéria financeira ou não, encontram as suas influências noutros regimes.

Não podemos, por isso, perder de vista a possibilidade de que os regimes que nos propusemos a analisar se possam ter influenciado mutuamente. Tendo em vista a perspetiva comparativa que guiou as conclusões desta tese, podemos imediatamente discernir vários aspetos dos dois regimes que nos podem levar a concluir que essa influência poderá mesmo ter existido. Podemos observar, ao longo da exposição, que os regimes, em vários aspetos e em grande medida, muito se assemelham. Com efeito, por vezes atrevemo-nos a observar que eles se equivaliam. Ora, é certo que a semelhança não é prova conclusiva de influência, até porque, se guiados por esse princípio, teríamos também de aceitar que as diferenças seriam prova do contrário. É perfeitamente defensável que algumas das semelhanças encontradas entre os dois regimes sejam apenas um reflexo de opções legislativas tomadas tendo em conta os desenvolvimentos académicos, ou de meras semelhanças sociais, culturais, e até políticas entre as duas realidades que lhes subjazem.

Por outro lado, acreditamos que pelo menos algumas das várias similitudes que fomos encontrando entre os dois regimes se devem a algo mais do que isso, e não se explicarão, certamente, como fruto da mera coincidência. Atentando ao regime norte-americano, é difícil de imaginar que tenha sido influenciado por ideias europeias, ou de qualquer outra origem, tendo em conta a sua longevidade. Com efeito, embora alguns dos instrumentos legais que regulam os mercados norte-americanos, e em particular o *short-selling*, sejam relativamente recentes, a verdade é que as bases do regime encontram as suas origens num passado tão distante como os anos trinta – algumas das quais, embora com as necessárias atualizações e adaptações, ainda se encontram em vigor. Ainda que se admita que o regime norte-americano possa ter recebido influências de outros mercados à escala global, não é defensável que o europeu tenha sido um desses. O regime norte-americano precede significativamente as primeiras tentativas de harmonização da regulação de *short-selling* a nível europeu,

que é, para todos os efeitos, marcadamente recente, principalmente quando comparada com a americana.

Por oposição, o contrário já não será verdade. O Regulamento europeu, que ainda não atingiu a dezena de anos desde a sua entrada em vigor, terá certamente sido influenciado, primariamente, pela legislação na matéria dos diversos Estados-Membros, mas também, em certa medida, pelo regime norte-americano. Analisemos em maior detalhe o principal exemplo disso mesmo.

Debruçámo-nos oportunamente¹⁴⁹ sobre as restrições a *short-selling*, tendo concluído que, embora diferentes, conduziam, em termos práticos, a um efeito muito similar, a proibição de *naked short-selling*. Assim, e em regra, a venda é proibida, nos termos de ambos os regimes, a menos que o *short-seller* detenha o instrumento financeiro em causa por meio de empréstimo do mesmo, ou situação equivalente, ou ainda se uma entidade terceira emitir uma declaração que confira uma expectativa razoável de liquidação da operação. Esta intervenção de uma entidade terceira foi umas das principais novidades introduzidas pelo Regulamento europeu, e traduz-se numa importação (embora, é certo, com adaptações) de uma realidade típica, ou pelo menos já existente, nos mercados de capitais norte-americanos.

A intervenção desta entidade terceira traduz-se na confirmação de que disponibiliza ao *short-seller* o instrumento financeiro em causa, na quantidade necessária para proceder à liquidação da transação. A esta confirmação por parte da entidade terceira, que, recorde-se, não terá de ser necessariamente o intermediário financeiro, dá-se a designação de *locate confirmation*¹⁵⁰. Ora, esta é uma das condições previstas no Regulamento europeu para a realização de operações de *short-selling*, que entronca, precisamente, com um dos requisitos do regulamento americano – o *locate requirement*¹⁵¹. Detenhamo-nos, por isso, na redação dada à alínea c) do n.º 1 do artigo 12.º, na sua versão inglesa: “*the natural or legal person has an arrangement with a third party under which that third party has confirmed that the share has been located and has taken measures*

¹⁴⁹ *Supra*, pp. 31 e ss.

¹⁵⁰ MONTEIRO, Manuel (2015), *O Regime Europeu de Short-selling*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, pp 37.

¹⁵¹ *Supra*, pp. 43.

vis-à-vis third parties necessary for the natural or legal person to have a reasonable expectation that settlement can be effected when it is due". A redação desta alínea, em particular na ideia de expectativa razoável (*reasonable expectation*) aproxima-se inequivocamente da ideia do regulamento americano, em que é utilizada uma expressão perfeitamente equivalente: "*Reasonable grounds to believe that the security can be borrowed so that it can be delivered on the date delivery is due*".¹⁵² Estas parecenças notórias, que se estendem à redação das normas, não serão certamente uma coincidência, principalmente se tivermos presente a quantidade de diferentes formulações que a previsão da intervenção de uma entidade terceira podia ter tido no Regulamento europeu. Tal juízo, conjugado com a precedência do regime americano, e o carácter inovatório que esta norma representou a nível europeu, levam a crer que terá sido, pelo menos em certa medida, fruto da influência americana existente na construção do Regulamento europeu. Este não será exemplo único, principalmente se considerarmos o regime como um todo. Certas disposições a nível das restrições temporárias registam um fenómeno semelhante, e a própria proibição de *naked short-selling*, tal como foi desenhada, poderia mesmo ser vista como um produto da influência americana, embora, como observámos, essa dimensão do regime europeu se justifique com uma miríade de outros fatores para além da mera influência de outros regimes, e apresente diferenças fundamentais em relação ao regime americano.

Concluimos, assim, que o regime europeu colheu certamente influências do regime americano, o que não é de estranhar, tendo em conta a larga história na regulação dos mercados de capitais desse mercado. E é precisamente essa larga história que nos leva a afirmar que o contrário não será verdadeiro. Como referimos, o regime americano é antigo. Mesmo tendo presente as variadas atualizações que, necessariamente, foram introduzidas, até para acomodar os avanços tecnológicos, a verdade é que estão ainda em vigor normas que encontram as suas origens na primeira metade do século passado.

Assim, não será precipitado dizer que o regime americano de *short-selling* não terá colhido influências do regime europeu, ou mesmo dos vários regimes nacionais dos

¹⁵² *Rule 203(b)*.

diferentes Estados-Membros e, se as tiver colhido, serão certamente residuais. Por isso, o enfoque desta análise não deverá ser colocado nas influências do regime europeu no regime americano, mas sim, porventura, na questão sobre se estas deveriam existir. Reforçamos que cada regime jurídico deve ser analisado tendo em conta o contexto que o rodeia. Seria, por isso, insensato afirmar que certas disposições do regime europeu são mais eficazes do que as suas congéneres na defesa da estabilidade dos mercados e na proteção dos investidores. Mas mesmo tendo isso presente, não podemos deixar de encontrar pontos de contacto entre os dois regimes onde é observável que foram encontradas soluções num caso que, possivelmente, estarão em falta no outro. Quanto a nós, um caso paradigmático disso mesmo é o regime de transparência.

Não estando em causa ajuizar qual o melhor regime, até porque, como vimos, o regime americano não contempla, verdadeiramente, um regime de transparência para as operações de *short-selling*, defendemos previamente que teria todo o cabimento, até por questões de coerência legislativa, que o regime americano contivesse algumas normas a este respeito. Em vez disso, contempla apenas algumas disposições fragmentadas, espalhadas por diversos instrumentos legislativos, a maioria prevista para situações marcadamente específicas e de exceção. O Regulamento europeu, com todas as críticas que poderiam ser feitas a seu respeito, representa um avanço inequívoco nessa matéria, ao incluir um conjunto algo extenso e sistemático de normas destinadas a assegurar a transparência para as posições curtas.

3. *Short-selling* – A permissão?

Desde cedo nos propusemos a analisar os regimes de *short-selling* na ótica das suas restrições, tendo colocado o enfoque, em grande medida, naquilo que é proibido. Assim foi, em grande medida, pois ambos os regimes são bastante restritivos. Um grande número das normas que os compõem, senão mesmo a maioria, são normas limitadoras da liberdade dos agentes de mercado. Com efeito, a palavra “restrição” é amplamente utilizada no Regulamento europeu e é utilizada em grande parte das

epígrafes dos seus artigos. O regime norte-americano, embora não enquadre as mesmas normas como restrições, impõe-nas como requisitos – o que tem os mesmos efeitos práticos. O princípio da autonomia privada assim o impõe. Numa lógica de “tudo aquilo que não é proibido é permitido”, fará todo o sentido que os regimes acautelem as restrições, dado que, por regra, não terão de estabelecer no texto legal todas as vicissitudes das operações que a lei permite. Mas verdade é que a própria existência de restrições a *short-selling* é uma consequência de um facto que serve de base estruturante para os dois regimes jurídicos em análise: A de que o *short-selling* é, em ambos os casos, permitido.

Este é um ponto de partida que não era, no entanto, necessário, ou seja, o *short-selling* não teria necessariamente de ser permitido. Nem mesmo o princípio da autonomia privada poderia ser invocado nesta matéria, tendo em conta que vários são os exemplos de práticas nos mercados que são absolutamente proibidas, tendo em conta a ponderação de interesses entre conservar a liberdade dos agentes do mercado, enquanto se preserva a estabilidade dos mercados e a proteção dos investidores. Por isso, a verdade é que seria perfeitamente possível proibir completamente as operações de *short-selling*.

Esta está longe de ser uma ideia indefensável. Sempre existiram várias vozes críticas em relação ao *short-selling*, principalmente nos mercados americanos. No período pós-crise, essas críticas apenas se exacerbaram. Enquanto que uns reivindicam mais restrições a *short-selling*, como por exemplo no que respeita a transparência, como referimos¹⁵³, existe mesmo quem defenda a total e completa proibição destas operações. Várias são as razões que consubstanciam esta posição. Existem, desde logo, argumentos que sustentam que se trata de uma prática imoral, por beneficiar da descida nos preços; que é prejudicial ao nível da eficiência dos mercados; que é utilizada como forma de manipulação do mercado; que contribui para a ocorrência de falhas na liquidação, entre outros. Com efeito, não faltam argumentos para proibir o *short-selling* por completo. Seja qual for a posição tomada sobre esta matéria, esta é uma questão certamente suscetível de ser debatida. Nesse

¹⁵³ *Supra*, pp. 81.

sentido, não é despiciente analisar as razões que justificam o facto de o *short-selling* ser permitido. Tal, por seu turno, poderá levar-nos a uma outra questão: Deveria ser proibido?

a) A “ética” do *short-selling*

O *short-selling* é, desde há muito a esta parte, uma prática mal-afamada. Dir-se-ia que as razões que conduzem a tal desfecho não serão tanto de natureza económica, mas, muito provavelmente, de ordem ética, ou moral. O *short-selling* continua a ser percecionado como uma prática imoral, utilizada por fundos de investimento sem escrúpulos para beneficiar financeiramente de situações difíceis das empresas, cujas ações, por esse motivo, se desvalorizam. Já tivemos oportunidade de perceber que tal perceção não coincide inteiramente com a realidade. Primeiro, porque o *short-selling* não é praticado apenas por uma elite milionária de investidores, mas sim por qualquer investidor que assim o entenda. As razões que levam os investidores amadores a afastar-se deste tipo de operações terão que ver com a complexidade das mesmas, mas isso será verdade para qualquer operação mais sofisticada, e não apenas para o caso de *short-selling*. Depois, embora seja verdadeiro que o *short-seller* beneficia com a descida de preço de um instrumento financeiro, tal não implica necessariamente que os *short-sellers* beneficiem com situações financeiras difíceis por parte de empresas cotadas no mercado. Isto porque a situação financeira de uma empresa não tem sempre o impacto que se espera na valorização das suas ações. Muitas vezes, empresas em situações periclitantes vêm as suas ações disparar por algum motivo, sendo que o contrário também é verdadeiro. Finalmente, há que ter em consideração que o *short-selling* não é utilizado apenas com fins especulativos. Muitos investidores utilizam posições curtas como forma de cobertura de riscos, tendo sido precisamente essa a razão que esteve por detrás das origens desta prática¹⁵⁴.

¹⁵⁴ BRIS, Arturo, GOETZMANN, William N. e ZHU, Ning (2004), *Short-Sales in Global Perspective*, Yale ICF Working Paper n.º 04-01.

b) Eficiência dos mercados

Um outro ponto controvertido deste argumento prende-se com razões relativas à eficiência dos mercados. No que respeita à proteção dos mercados e dos investidores, não parecem existir evidências concretas de que uma eventual proibição do *short-selling* produzisse quaisquer impactos positivos nessa matéria, antes pelo contrário. A posição dominante nos meios académicos é de que o *short-selling* tem efeitos positivos para os mercados. A IOSCO produziu um relatório¹⁵⁵ que aponta precisamente nesse sentido, onde são enunciados vários ganhos para os mercados desta prática.

Primeiramente, apontam-se vantagens na descoberta do preço. O *short-selling* permite refletir no mercado a visão negativa do mercado, que ajuda a permitir descobrir o preço justo de instrumentos que poderiam encontrar-se sobrevalorizados. Tal terá como consequência a eventual prevenção e mitigação dos efeitos de “bolhas” no mercado. Um outro possível efeito positivo para o mercado da presença de *short-sellers* é o aumento da liquidez. Sendo possível a venda por parte de investidores que não detinham previamente o instrumento financeiro em questão, o que aumenta a oferta do mesmo. Tal poderá ser particularmente relevante em mercados com poucas ações disponíveis no mercado, em que uma grande parte das ações é detida por um número pequeno de acionistas. Nestes casos, a aquisição de ações poderá ser particularmente difícil, o que pode ter como efeito uma inflação artificial dos preços¹⁵⁶.

Finalmente, o relatório da IOSCO aponta ainda um fator que havíamos previamente mencionado: O de cobertura de riscos. Com efeito, este era, historicamente, o propósito original do *short-selling*. Investidores com posições em

¹⁵⁵ IOSCO, *Regulation of Short-Selling – Consultation Report*, Anexo III, março 2009.

¹⁵⁶ Embora estes sejam também os casos em que é particularmente difícil assumir posições curtas, pois também não haverá, em princípio, muitas ações disponíveis para os *short-sellers* tomarem de empréstimo, e, assim, proceder à venda.

risco no mercado podem recorrer a estas operações para mitigar riscos e reduzir exposições.

c) Falha na liquidação

Um outro risco já apontado que o *short-selling* pode representar para os mercados é o de falha na liquidação. Este é um risco particularmente sério para os mercados, dado que a possibilidade de as transações não serem liquidadas manifesta-se como um cenário penoso para os investidores. A quebra de confiança dos investidores num mercado onde o risco de falha na liquidação é alto poderá mesmo colocar em causa o correto funcionamento do mesmo. O *short-selling* sempre foi muito associado a falha na liquidação pela própria estrutura da operação. Ao vender algo que não se tem, poderão surgir problemas quando chega o momento de liquidar as transações. Por isso mesmo, e como vimos, o *naked short-selling* é absolutamente proibido em ambos os ordenamentos jurídicos¹⁵⁷.

Por outro lado, se excluirmos da equação as situações de *naked short-selling* que, como referimos, são proibidas, o risco de falha na liquidação de uma operação de *short-selling* tradicional não será superior ao de qualquer outra transação no mercado. Isto porque ambos os regimes consagram restrições ou requisitos que permitem assegurar que o instrumento financeiro em causa é detido pelo vendedor no momento da venda, ou existe um intermediário financeiro que confirma a existência e disponibilidade do mesmo para liquidação (*locate confirmation*).

Acresce a tal que os regimes estabelecem mecanismos sólidos, mesmo que não específicos das operações de *short-selling*, para garantir a liquidação das transações. Através da consagração de períodos de liquidação rígidos, e de penalizações severas para as falhas na liquidação, é crível que quaisquer potenciais especuladores sejam suficientemente desencorajados a não liquidar as suas posições, e mesmo a não se colocarem em situações de risco de tal acontecer. Seja como for, este é um risco que,

¹⁵⁷ *Supra*, pp. 49.

embora seja real e sério, é comum a todas as transações e a associação que habitualmente é feita entre a falha na liquidação e a prática de *short-selling* baseia-se numa incompreensão da estrutura da própria operação. Mesmo que se tenha em consideração as situações de *naked short-selling*, que, embora proibidas, são passíveis de suceder, não é defensável que a eventual prática de *naked short-selling*, ou a falha na liquidação que dela decorra, seja um motivo ponderoso para proibir o *short-selling* como um todo. Estaria em causa também uma questão de proporcionalidade, mas mais do que isso, trata-se de uma ponderação de interesses. Como vimos, as evidências apontam no sentido do contributo vital do *short-selling* para a eficiência dos mercados, pelo que a proibição teria o efeito oposto. Acresce que, como vimos, a falha na liquidação não é uma consequência exclusiva das operações de *short-selling*.

d) A manipulação de mercado

Entre as várias críticas que são feitas ao *short-selling*, uma das mais frequentes é associação feita entre esta e a manipulação (ou abuso de mercado). Já não estarão aqui em causa considerações de índole moral, mas sim legal. Ou abuso ou a manipulação de mercado, para lá de quaisquer considerações éticas que pudessem ser feitas a seu respeito, são, aos olhos de ambos os regimes, ilícitos criminais.

Como nota prévia, diríamos que a associação precipitada que é feita entre o *short-selling* e manipulação será, para a maioria dos casos, injusta. Existirá um número talvez incontável de investidores com posições curtas, tanto nos mercados americanos como europeus, que cumprem escrupulosamente a lei, e cujas transações no mercado são absolutamente legítimas. Assim, qualquer afirmação no sentido de que a prática de *short-selling* consubstanciar, por si só, um ilícito, é simplesmente falsa, pelo menos no que respeita aos ordenamentos jurídicos em análise.

Uma questão diferente, e certamente mais complexa, é a de saber se, e como, pode o *short-selling* ser utilizado por forma a manipular o mercado. Previamente, já nos

referimos a estas situações¹⁵⁸. Designadamente, uma das formas utilizadas para manipular o mercado passa por espalhar notícias negativas falsas sobre uma dada empresa, ao mesmo tempo que se assume uma posição curta nas suas ações, lucrando com o reflexo na desvalorização das ações das notícias negativas. Embora estes casos possam resultar em grandes perdas para os investidores, apenas são verdadeiramente eficazes no que respeita a ações particularmente ilíquidas, de empresas sobre as quais não existe muita informação credível disponível para o mercado. Naturalmente, no que respeita a ações de grandes empresas constantemente escrutinadas, estas manobras são muito mais difíceis de realizar. Neste tipo de manipulação, embora o *short-selling* seja o meio utilizado para a atingir, não é, verdadeiramente, manipulação. O ato ilícito reside na disseminação de notícias falsas, e não na abertura de uma posição curta, que, normalmente, será absolutamente legítima¹⁵⁹. Por outras palavras, o enfoque dos reguladores para prevenir este tipo de situações deverá residir na primeira conduta, e não na segunda. A este respeito, tanto o regime americano como o regime europeu consagram já várias normas destinadas, precisamente, a evitar este tipo de situações.

Já serão diferentes os casos em que a própria conduta de manipulação é realizada através da transação no mercado. Nestes casos, que tradicionalmente eram realizados através de *naked-short-sales*¹⁶⁰, a manipulação era realizada através da venda de grandes quantidades do instrumento financeiro a preços inferiores no mercado, projetando o preço para uma espiral descendente, que se acentuava quando os detentores de posições longas vendiam para cortar as suas perdas, desvalorizando ainda mais o instrumento, e permitindo aos *short-sellers* originais lucrar com essa queda do preço. No entanto, estes casos apenas serão possíveis quando levados a cabo através de *naked short-selling* – que é já proibido. Não será exequível que este tipo de manipulação seja realizado através de *short-selling* tradicional, pois para tal teria de tomar de empréstimo

¹⁵⁸ *Supra*, pp. 16.

¹⁵⁹ Embora, normalmente, a manipulação de mercado exija a conexão entre ambos os atos – A propagação de notícias falsas, e a realização do negócio sobre o instrumento financeiro em causa.

¹⁶⁰ LECCE, Steven, LEPONE, Andrew e SEGARA, Reuben (2008), *The Impact of Naked Short-Sales on Returns, Volatility and Liquidity: Evidence from the Australian Securities Exchange*, 21st Australasian Finance and Banking Conference Paper.

os ativos subjacentes, ou pelo menos assegurar a *locate confirmation* dos mesmos, numa quantidade suficiente para conseguir produzir tal efeito no mercado, o que não parece possível, principalmente se tivermos em conta que este tipo de manipulação é apenas eficaz com ações particularmente ilíquidas, cujo empréstimo será particularmente difícil de assegurar.

Por estas razões, pese embora os riscos de manipulação de mercado que o *short-selling* pode representar para o mercado, é crível que os mecanismos regulatórios atualmente em vigor acautelam essas preocupações, e que uma proibição generalizada de *short-selling*, pouco faria para mitigar ainda mais esse risco.

VII. Conclusão

Concluimos esta dissertação recorrendo a uma ideia de que nos servimos nos capítulos introdutórios: a de que o *short-selling* existe nos mercados financeiros desde há vários séculos, e, sem correr o risco de cair em especulação, arriscamos afirmar que, com toda a probabilidade, será uma realidade presente nos mercados financeiros dos anos vindouros.

Assim será, pese embora todos os riscos, todas as dúvidas relativas à sua legalidade e todas as questões de ordem ética e todas as críticas que se lhe fazem. Assim será, não apenas por forma a proteger a liberdade das operações de mercado e a autonomia privada dos investidores, mas principalmente para preservar todos os benefícios para os mercados que o *short-selling* representa. Por outro lado, os benefícios do *short-selling* para os mercados não deverão em caso algum ofuscar, ou de alguma forma fazer esquecer o papel fundamental da regulação nesta matéria. Com efeito, não é por se reconhecer que os benefícios da sua permissibilidade superam largamente as desvantagens que se deve ignorar os seus riscos. E é por forma a mitigá-los da forma mais eficaz e eficiente possível que é uma absoluta necessidade que existam regimes jurídicos abrangentes e robustos, e que esses regimes prevejam restrições a esta operação de mercado.

Tal como observámos, os regimes jurídicos dos mercados europeus e norte-americanos revestem-se, inequivocamente, de alguma robustez, mas para a atingir foi necessário pagar um preço (porventura demasiado caro), na forma da crise de 2008-09. Se é certo que os regimes evoluíram bastante desde então, é da maior importância que estes constituam escudos que protejam os mercados de novas crises, como aquela que sucedeu no final da última década, e não que se mantenham em permanente evolução, na expectativa que uma nova crise surja e sirva de impulso ao seu aperfeiçoamento. E não restam dúvidas, pelo que resulta da exposição anterior, que esse aperfeiçoamento é, não apenas possível, como urgente, para ambos os regimes, e em diversos aspetos.

Ao longo destas páginas, dissertámos sobre restrições a *short-selling* e concluímos, variadas vezes, que os regimes jurídicos são particularmente restritivos. Atrevemo-nos até a dizer que, em grande medida, são quase exclusivamente constituídos por restrições. Assim, surge a dúvida sobre se a evolução dos regimes jurídicos de *short-selling* deve passar pela criação de mais restrições, ou se, pelo contrário, pelo levantamento de algumas. Sendo uma pergunta de difícil resposta, talvez a resposta mais acertada seja *ambos*. De facto, não parece possível concluir que um regime mais restritivo seja mais eficiente, nem o seu contrário. Aquilo que parece fundamental é que os regimes evoluam no contexto dos avanços tecnológicos e dos mercados que existirão, e que se adaptem às novas realidades, assim elas cheguem. Só assim será possível que, quando a próxima crise inevitavelmente chegar, os regimes jurídicos de *short-selling* sirvam a função de evitar, ou pelo menos mitigar, os riscos que esta operação de mercado representa.

Bibliografia

ALLEN, Franklin, HAAS, Marlene, NOWAK, Eric e TENGULOV, Angel (2019), *Market Efficiency and Limits to Arbitrage: Evidence from the Volkswagen Short Squeeze*, Swiss Finance Institute Research Paper n.° 17-64

ARMOUR, John, AWREY, Dan, DAVIES, Paul L., ENRIQUES, Luca, GORDON, Jeffrey N., MAYER, Colin e PAYNE, Jennifer, *Principles of Financial Regulation* (2016), European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper n.° 277/2014, Columbia Public Law Research Paper n.° 14-430, Saïd Business School WP 2014-12

AVGOULEAS, Emiliós (2009), *A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient*, Stanford Journal of Law, Business, and Finance, Vol. 16, n.° 2

BAI, Lynn (2008), *The Uptick Rule of Short Sale Regulation: Can It Alleviate Downward Price Pressure from Negative Earnings Shocks*

BEBER, Alessandro e PAGANO, Marco (2011), *Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis*, Journal of Finance

BOEHMER, Ekkehart, JONES, Charles M. e ZHANG, Xiaoyan (2012), *Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban*

BRIS, Arturo, GOETZMANN, William N. e ZHU, Ning (2004), *Short-Sales in Global Perspective*, Yale ICF Working Paper n.° 04-01

CHANG, Xin, CHEN, Yangyang e ZOLOTROY, Leon (2016), *Stock Liquidity and Stock Price Crash Risk*, Journal of Financial and Quantitative Analysis

CHRISTIE, Wiliam G. and CORWIN, Shane A. and HARRIS, Jeffrey H. (2000), *NASDAQ Trading Halts: The Impact of Market Mechanisms on Prices, Trading Activity, and Execution Costs*

CLAPHAM, Benjamin, GOMBER, Peter, HAFERKORN, Martin e PANZ, Sven (2017), *Managing Excess Volatility: Design and Effectiveness of Circuit Breakers*, SAFE Working Paper n.º 195

CULP, Christopher, e HEATON, J.B., *The Economics of Naked Short-selling, Regulation*

DEMANYANYK, Yuliya e VAN HEMERT, Otto (2008), *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*

DUFFIE, James Darrell e SKEEL, David A. (2012), *A Dialogue on the Costs and Benefits of Automatic Stays for Derivatives and Repurchase Agreements*, University of Penn, Institute for Law & Econ Research Paper n.º 12-02, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper n.º 108

EVANS, Richard B., MOUSSAWI, Rabih, PAGANO, Michael S. e SEDUNOV, John (2018), *ETF Short Interest and Failures-to-Deliver: Naked Short-Selling or Operational Shorting?*, Darden Business School Working Paper n.º. 2961954, 2019 Academic Research Colloquium for Financial Planning and Related Disciplines

FERNANDEZ, Pablo (2018), *Conceptos básicos sobre derivados: Opciones, Forwards y Futuros (Options, Forwards and Futures: Basic Concepts)*

FERRARINI, Guido e SAGUATO, Paolo (2014), *Regulating Financial Market Infrastructures*, The Oxford Handbook on Financial Regulation, Oxford University Press, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper n.º 259/2014

FINNERTY, John D. (2005), *Short Selling, Death Spiral Convertibles, and the Profitability of Stock Manipulation*

FOTAK, RAMAN, YADAV (2014), *Fails to deliver, Short-selling, and Market Quality*

GORTSOS, Christos, RINGE, Wolf-Georg, BUSCH, Danny, WYMEERSCH, Eddy O., CLARKE, Blanaid J., LEHMANN, Matthias, HADJIEMMANUIL, Christos, LAMANDINI, Marco, RAMOS MUNOZ, David, MORAIS, Luis Silva, ANNUNZIATA, Filippo, SIRI, Michele, JOOSEN, Bart, BRESCIA MORRA, Concetta, ENRIQUES, Luca, PAGANO, Marco, SCIARRONE ALIBRANDI, Antonella e FRIGENI, Claudio (maio de 2020), *Pandemic Crisis and Financial Stability*, European Banking Institute Working Paper Series

GRUENEWALD, Seraina, WAGNER, Alexander e WEBER, Rolf H. (2009), *Short Selling Regulation after the Financial Crisis - First Principles Revisited*. International Journal of Disclosure and Regulation, Vol. 7, n.º 2, pp. 108-135, Swiss Finance Institute Research Paper n.º 09-28

GRUENEWALD, Seraina, WAGNER, Alexander F. e WEBER, Rolf H. (2010), *Emergency Short Selling Restrictions in the Course of the Financial Crisis*

HARUVY, Ernan e NOUSSAIR, Charles N (2006), *The Effect of Short Selling on Bubbles and Crashes in Experimental Spot Asset Markets*, The Journal of Finance, Vol. LXI, n.º 3

HAUSER, Shmuel, KEDAR-LEVI, Haim, PILO, Batia e SHURKI, Itzhak (2005), *The Effect of Trading Halts on the Speed of Price Discovery*

HOWELL, Elizabeth (2016), *Short-selling Restrictions in the EU and the US: A Comparative Analysis*, 16 Journal of Corporate Law Studies 333

HOWELL, Elizabeth (2015), *Short-selling Reporting Rules: A Greenfield Area*, European Company Law 12, n.º. 2: 79–88.

JANK, Stephan, ROLING, Christoph, SMAJLBEGOVIC, Esad (2016), *Flying Under the Radar: The Effects of Short-Sale Disclosure Rules on Investor Behavior and Stock Prices*, Bundesbank Discussion Paper n.º 25/2016

JONES, Charles M. (2002), *A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs*

JORION, Phillippe (2007), *Financial Risk Manager Handbook*, Wiley, 2ª Edição

JUURIKKALA, Oskari (2012), *Credit Default Swaps and the EU Short-selling Regulation: A Critical Analysis*, European Co. & Fin. L. Rev. 307, 318

KIRILENKO, Andrei A., KYLE, Albert S., SAMADI, Mehrdad e TUZUN, Tugkan (2017), *The Flash Crash: High-Frequency Trading in an Electronic Market*, Journal of Finance

LABY, Arthur B. (2009), *Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers*, The Business Lawyer, Vol. 65, n.º 2

LECCE, Steven, LEPONE, Andrew e SEGARA, Reuben (2008), *The Impact of Naked Short-Sales on Returns, Volatility and Liquidity: Evidence from the Australian Securities Exchange*, 21st Australasian Finance and Banking Conference Paper

LENSBERG, Terje, SCHENK-HOPPÉ, Klaus Reiner e LADLEY, Daniel (2014), *Costs and Benefits of Financial Regulation: Short-Selling Bans and Transaction Taxes*, Swiss Finance Institute Research Paper n.º 12-27

LIN, Tom C. W. (2017), *The New Market Manipulation*, Emory Law Journal, Vol. 66, p. 1253, Temple University Legal Studies Research Paper n.º 2017-20

LOADER, David (2002), *Clearing, Settlement and Custody*, BH, Securities Institute, Operation Management Series

MENKVELD, Albert J. (2013), *High Frequency Trading and the New-Market Makers*, Journal of Financial Markets, Vol. 16

MONTEIRO, Manuel (2015), *O Regime Europeu de Short-selling*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, pp 29 e ss.

O'SULLIVAN, K.P.V. e KINSELLA, Stephen (2012), *Short Selling Restrictions in the EU*, Financial Regulation International

PUTNINS, Talis J. (2009), *Naked Short Sales and Fails to Deliver: An Overview of Clearing and Settlement Procedures for Stock Trades in the US*, Journal of Securities Operations and Custody

RAMIREZ, Richard E., *Falling Short: Has the SEC's Quest to Control Market Manipulation and Abusive Short-selling come to an end, or has it really just begun?*, U.P.R. Business Law Journal

RENNEKAMP, Kristina M., RUPAR, Kathy e SEYBERT, Nicholas (2017), *Short-Selling Pressure, Reporting Transparency, and the Use of Real and Accruals Earnings Management to Meet Benchmarks*, Robert H. Smith School Research Paper n.º RHS 2757150

SAFFI, Pedro A. C. e SIGURDSSON, Kari (2010), *Price Efficiency and Short Selling*, AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, IESE Business School Working Paper n.º 748, Review of Finance Studies, Vol. 24, n.º 3, pp. 821-852, 2011

SCHMIDT, Jacob H (2019), *The Role of Speculators in the Market Crash of 1929*, Regent's University London - Faculty Centre for Applied Finance and Banking Working Paper Series

SHADAB, Houman (2012), *Regulating Short Sales in the 21st Century*

SKEEL, David A. (2010), *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences*, Wiley, University of Penn, Institute for Law & Econ Research Paper n.º 10-21

SKEEL, David A., PARTNOY, Frank (2007), *The Promise and Perils of Credit Derivatives*. University of Cincinnati Law Review, Vol. 75, p. 1019, 2007, University of Penn, Institute for Law & Econ Research Paper n.º 06-22, Public Law Working Paper n.º 06-36, San Diego Legal Studies Paper n.º 07-74

SORNETTE, Didier e VON DER BECKE, Susanne (2011), *Crashes and High Frequency Trading*, Swiss Finance Institute Research Paper n.º 11-63

STRATMANN, Thomas e WELBORN, John W. (2012), *Exchange-Traded Funds, Fails-to-Deliver, and Market Volatility*, GMU Working Paper in Economics n.º 12-59

STRATMANN, Thomas; WELBORN, John W. (2016), "Informed short-selling, fails-to-deliver, and abnormal returns", *Journal of Empirical Finance*, 38: 81–102

STIGMARK, Helena (2010), *Should Short-selling be Regulated as a Consequence of Wall Street's Failures? Exploring the New Alternative Uptick Rule*, *The Michigan Business Law Journal*, 32

STRINGHAM, Edward (2003), "The Extralegal Development of Securities Trading in Seventeenth Century Amsterdam", *Quarterly Review of Economics and Finance*. 43 (2): 321

STULTZ, Rene M. (2009), *Credit Default Swaps and the Credit Crisis*, Charles A. Dice Center Working Paper n.º 2009-16 , Fisher College of Business Working Paper n.º 2009-03-16, ECGI - Finance Working Paper n.º 264/2009

THÉVENOZ, Luc (2007), *Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law*, Duke Law School Legal Studies Paper n.º 170, Stanford Journal of Law, Business, and Finance, Vol. 13, p. 284

WHALEN, Richard Christopher (2008), *The Subprime Crisis: Cause, Effect and Consequences*, Networks Financial Institute Policy Brief n.º 2008-PB-04

XU, Wei e ZHENG, Yu (2016), *The Short Squeeze: The 'Invisible' Cost of Short Sales*

Índice

I. Introdução	7
1. Conceito de <i>Short-Selling</i>	7
2. Riscos	12
3. Restrições	17
II. Regulação de <i>Short-Selling</i>	20
1. União Europeia	21
2. Estados Unidos	25
III. A Proibição de <i>Naked Short-Selling</i>	31
1. <i>Naked Short-Selling</i> e <i>Fail to Deliver</i>	31
2. O Regime Europeu	37
3. O Regime Norte-Americano	42
4. Análise	48
IV. Restrições Temporárias	55
1. O Regime Europeu	56
2. O Regime Americano	62
3. Análise	67
V. Deveres de Transparência	72
1. O Regime Europeu	74
2. O Regime Norte-Americano	78
3. Análise	81
VI. Considerações Finais	83
1. Dois regimes construídos sobre crises	83
2. A influência americana no regime europeu	88
3. <i>Short-Selling</i> – A permissão?	92
VII. Conclusão	100
Bibliografia	102