



EMPTY VOTING

MANIFESTAÇÕES PRINCIPAIS E TRATAMENTO NORMATIVO

Inês Dias Lopes

LLM (Católica Global School)

Working Paper No.03/2015

June 2015

This paper can be downloaded without charge from the Governance Lab website at:
www.governancelab.org.

The contents of this paper are the sole responsibility of its author.

Keywords: empty voting, decoupling, conflicts of interest, agency problems, economic ownership, voting rights, equity ownership, disclosure rules, corporate governance.

EMPTY VOTING

MANIFESTAÇÕES PRINCIPAIS E TRATAMENTO NORMATIVO

Inês Dias Lopes

i.dias.lopes@gmail.com

Abstract

Executive Summary

Classically, company shares were known for its one-share/one-vote capital structure, gathering ownership and control within the same entity. However, the evolution of financial innovation led to the emergence of several mechanisms that undermine the conventional perspective of proportionality between voting power and economic ownership.

The concept of *empty voting* has arrived in this context, as a particular expression of a broader phenomenon, the *decoupling*, where the economic ownership of shares belongs to an entity other than the one that holds the voting rights to those shares. A situation of *empty voting* occurs when voting rights are held without any underlying economic ownership.

The present paper aims to provide a wider view of *empty voting*, covering not only a theoretical and conceptual exposition about the phenomenon, but also a critical analysis of both, its impact on the company performance and the legal and regulatory responses that have been applied up to this point. We start by analyzing the notion and explaining the main situations of *empty voting*. Secondly, we discuss the topic in the light of the economic dimension of corporate governance. Finally, we provide a comparative analysis of the specific legislation and recommendations that have been implemented, exploring solutions from the European Union, the United States, England and Portugal.

We argue that *empty voting* is an essential tool nowadays. Nevertheless, the conflicts of interest and the agency problems arising from it call for a more efficient regulation of this phenomenon. There are several ways to regulate *empty voting*. On the

one hand, there is binding or non-binding regulation. On the other hand, there is an option between directly regulating *empty voting* and establishing *disclosure* rules. The choices among the several types of regulation available are crucial to achieve a balance between the pros and cons involved in *empty voting*.

Índice

1. Introdução.....	4
2. Conceito e manifestações principais.....	4
3. Impacto no governo societário.....	6
4. Tratamento normativo.....	7
5. Conclusões.....	11
6. Bibliografia.....	12

1. INTRODUÇÃO

A evolução da inovação financeira nas últimas décadas tem contribuído para o aparecimento de um conjunto de novas formas de aquisição de votos nas sociedades anónimas – *new vote buying*. Desafiando a visão clássica da conceção do voto no Direito Societário (*one share/one vote*),¹ este fenómeno, também conhecido por *decoupling*, permite que a titularidade do direito de voto (*voting ownership*) esteja em esfera jurídica diferente daquela em que se encontra o interesse económico na participação social (*economic ownership*).² Nesta sede, o direito de voto deve ser entendido amplamente, englobando os direitos de presença, de discussão e de deliberação em reunião de sócios.³

As situações de *decoupling* agrupam-se em dois conceitos: *hidden ownership*, em que o acionista detém a titularidade económica de um certo número de ações sem deter os proporcionais direitos de voto, e *empty voting*.⁴ Este último põe em causa a legitimidade dos detentores dos direitos de voto para o exercício do mesmo, sendo suscetível de se verificar sobretudo no contexto das entidades de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Neste trabalho tratamos dos principais mecanismos suscetíveis de gerar posições de *empty voting* e das soluções normativas adotadas para fazer face ao mesmo. Terminamos a exposição com uma apreciação relativamente ao fenómeno em si e às abordagens legal e recomendatória que têm vindo a ser prosseguidas.

2. CONCEITO E MANIFESTAÇÕES PRINCIPAIS

A designação *empty voting* cobre as situações em que um agente económico detém direitos de voto que, no entanto, estão vazios de interesse económico subjacente. A doutrina distingue entre *partial empty voting* e *negative voting*. Naquele, o interesse económico do titular dos direitos de voto é residual ou inexistente, tendo o agente económico incentivos subótimos em agir no interesse da empresa. No *negative voting* o interesse do agente económico é negativo ou inverso ao interesse da empresa⁵. Desenha-

¹ EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel, *Voting in Corporate Law*, 26 J.L&Econ, 1983, p. 397.

² HU, Henry e BLACK, Bernard, *Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications and Reforms*, in *Business Lawyer*, vol. 61, 2006, pp. 10-12.

³ CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5º ed., Almedina, 2012, pp. 302-341.

⁴ HU, Henry e BLACK, Bernard, *Empty Voting and Hidden Ownership*, cit., pp. 10-12.

⁵ CLOTTENS, Carl, *Empty Voting: a European Perspective*, in *European Country and Financial Law Review*, vol. 9, 2012, pp. 6-7.

se, deste modo, uma distinção entre discrepância de interesses intencional ou meramente fortuita.

São vários os mecanismos potenciadores de situações de *empty voting*. Através da utilização de instrumentos de inovação financeira, facilmente se atinge uma situação de separação entre o interesse económico e a titularidade do direito de voto. Por exemplo, através da compra de uma *put option*. Através deste mecanismo, o acionista pode, exercendo os seus direitos de voto, influenciar o rumo da empresa no sentido da desvalorização da mesma, exercendo posteriormente a sua *put option*. Desta forma, vendendo as ações ao *writer* da *put option* a um preço superior ao do mercado e readquirindo novas ações da mesma empresa ao preço de mercado, o agente económico consegue lucrar com a desvalorização da empresa visada⁶. Neste caso, o interesse do agente é contrário ao da empresa (interesse económico negativo).

A cobertura da exposição do agente económico à performance da empresa, que contribui para o aparecimento de situações de *empty voting*, pode também ser conseguida através da utilização de um *equity swap* ou da celebração de um contrato de futuros. No primeiro caso está em causa a transferência do risco do retorno variável de uma ação (dividendos) para uma contraparte que, mediante o recebimento do valor variável, paga ao acionista e detentor dos direitos de voto uma contrapartida de valor fixo.⁷ No contrato de futuros, por exemplo, através do compromisso de venda da sua participação social numa data futura, a um preço predeterminado, com posterior reaquisição das mesmas ações no mercado, também é possível a um agente económico, detentor dos direitos de voto de uma determinada empresa, tirar partido da desvalorização das ações da mesma.⁸

Também o empréstimo de ações suscita posições de *empty voting*. Está em causa uma transferência temporária do título do mutuante para o mutuário, com todos ou apenas alguns dos direitos que lhe são inerentes, entre eles o direito de voto,⁹ sendo paradigmáticas neste âmbito as situações de *short selling*,¹⁰ com transmissão do direito de voto. Nestas, o detentor das ações pretende lucrar com a diferença entre o produto da venda das ações no mercado e o produto da reaquisição posterior das mesmas ações a um preço mais baixo, com o objetivo de as devolver ao mutuante, verificando-se, igualmente, a existência de um interesse negativo.

⁶ HULL, John, *Options, Futures and Other Derivatives*, 7th ed., Pearson, 2009, pp. 219-221.

⁷ HU, Henry e BLACK, Bernard, *Empty Voting and Hidden Ownership*, cit., pp. 29-31

⁸ HULL, John, *Options, Futures and Other Derivatives*, cit., pp. 45-47.

⁹ SAMPAIO, Catarina, *Da Regulamentação do Empty Voting*, Tese de Mestrado em Direito e Gestão, Universidade Católica Portuguesa, 2012, pp. 29-30.

¹⁰ SCANNELL, Kara, *How Borrowed Shares Swing Company Votes*, in *The Wall Street Journal* (2007), 26 de Janeiro.

Finalmente, um terceiro grupo de situações resulta da existência, em certos países, de um lapso de tempo entre a data da prova da titularidade das ações (*record date*) e a data de realização da assembleia geral.¹¹ Nesta janela temporal pode, desde logo, suceder que o acionista transmita integralmente a sua participação, sendo o direito de voto exercido por quem já não detém a propriedade económica. Por outro lado, pode o credor pignoratício, que à partida não tem interesse económico na empresa, ser titular dos direitos de voto inerentes aos valores mobiliários empenhados.¹² Por fim, um derradeiro exemplo reside na possibilidade de ocorrer um empréstimo de ações, com as implicações expostas no parágrafo anterior.

3. IMPACTO NO GOVERNO SOCIETÁRIO

A existência de situações de *empty voting* resulta em grande medida da utilização de mecanismos de inovação financeira, redutores do risco suportado pelos investidores. Alcança-se, assim, uma maior diversificação no financiamento das empresas, atingindo novos investidores, mais adversos ao risco.¹³

Não obstante o acima exposto, o impacto do *empty voting* verifica-se sobretudo ao nível do governo societário. Desde logo, tem-se considerado que o *empty voting* aumenta a eficiência dos direitos de voto, ao permitir a sua transmissão para investidores mais eficientes e informados.¹⁴ A votação eficiente pressupõe um voto informado, racional, não tendencioso, independente e com o objetivo de maximizar o valor da empresa.¹⁵ Embora constitua uma vantagem, não se deve ignorar a sua dependência relativamente a uma condição tão difícil de provar como de garantir, a de o detentor do direito de voto prosseguir um interesse compatível com os interesses da empresa. Nesta sentido, o potencial desalinhamento entre os interesses da sociedade e os interesses do detentor do direito de voto constitui o principal problema do *empty voting*.

A regra *one share/one vote* nem sempre minimiza os custos de agência,¹⁶ sendo exemplo disso a detenção de um portefólio com ações de empresas que concorrem

¹¹ HU, Henry e BLACK, Bernard, *Empty Voting and Hidden Ownership*, cit., pp. 19-21

¹² Artigo 81.º, n.º4, Código Valores mobiliários (CVM).

¹³ HU, Henry e BLACK, Bernard, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in Southern California Law Review, vol. 79, 2006, p. 857.

¹⁴ HU, Henry e BLACK, Bernard, *The New Vote Buying*, cit., pp. 850-855.

¹⁵ SCHOUTEN, Michael, *Mechanisms of Voting Efficiency*, in Columbia Business Law Review, 2010, pp.14-32.

¹⁶ MARTIN, Shaun e PARTNOY, Frank, *Encumbered Shares*, in University of Illinois Law Review, 2005, pp. 14-18.

diretamente entre si. Nas situações de *empty voting*, porém, o desalinhamento de interesses mostra-se mais acentuado,¹⁷na medida em que nos casos de *decoupling* há não apenas prossecução do interesse próprio, como também uma distorção de incentivos que não se verifica numa posição *one share/one vote*. No exemplo anterior do detentor de um portfólio com várias empresas, o benefício privado que o investidor retirará do sucesso de uma empresa, em detrimento da desvalorização da empresa concorrente, apenas sucederá porque existe uma situação conflituante, de soma nula, em que apenas uma das concorrentes poderá ganhar. Pelo contrário, nas situações de *decoupling*, a distorção existe na medida em que o benefício privado ocorre em detrimento do interesse social sem que exista uma situação conflituante que dite esse resultado como inevitável. O *empty voting* contribui, assim, para um incremento dos custos de agência, gerando, conseqüentemente, um aumento dos custos de transação.¹⁸

4. TRATAMENTO NORMATIVO

É evidente a necessidade de dispositivos que protejam a posição dos detentores do interesse económico das participações sociais. Neste contexto, são várias soluções que têm sido propostas para a regulamentação do *empty voting*.

Por um lado, têm sido sugeridas as proibições do *empty voting*, do fenómeno do *vote buying* e do exercício do voto relacionado com posições de *empty voting*. Por outro, o estabelecimento de imposições aos *lenders* das ações, como, por exemplo, a obrigação e emitir instruções aos *borrowers* sobre o exercício do direito de voto. E, numa abordagem menos interventiva, a fixação de regras de divulgação de informação relativamente à existência de posições de *empty voting* (*disclosure rules*).¹⁹

Importa, assim, analisar o tratamento normativo existente, abarcando este soluções vinculativas (*hard law*) e recomendações de governo societário.

4.1 Soluções vinculativas

Nos Estados Unidos, o *Securities Exchange Act* de 1934 regula as obrigações de *disclosure* dos agentes titulares de *beneficial ownership*, em que se incluem as posições de

¹⁷ THOMPSON, Robert e EDELMAN, Paul, *Corporate Voting*, in *Vanderbilt Law Review*, vol. 62, 2009, p. 131.

¹⁸ RINGE, Wolf-Georg, *Hedge Funds and Risk Decoupling – The Empty Voting Problem in the European Union*, in *Seattle University Law Review*, 2012, pp. 24- 33.

¹⁹ ALI, Paul., RAMSEY, Ian e SAUNDERS, Benjamin, *Securities Lending, Empty Voting and Corporate Governance*, Centre for international Finance and Regulation, 2014, p. 23.

empty voting, estabelecendo que os adquirentes de posições superiores a 5% devem comunicar a operação à *Securities and Exchange Commission*.²⁰²¹ No que se refere ao enquadramento normativo e tratamento jurisprudencial do *empty voting per se*, verifica-se a existência de alguma controvérsia nos tribunais e doutrina norte-americanos.²²

Na União Europeia, as Diretivas de Transparência²³ e de Abuso de Mercado²⁴ seguem a mesma tendência, impondo regras de *disclosure*. A primeira estatui a obrigação de notificação da aquisição ou alienação de direitos de voto sempre que a percentagem exceda, atinja ou se torne inferior a, pelo menos, 5%, enumerando várias situações de *decoupling*.²⁵ A segunda Diretiva estabelece que «as pessoas que exerçam responsabilidades dirigentes no seio de um emitente de instrumentos financeiros e (...) as pessoas com elas estreitamente relacionadas, devem (...) notificar à autoridade competente a existência de todas as transações (...) relativas às ações daquele emitente ou a instrumentos derivados ou outros instrumentos financeiros com elas relacionados». ²⁶Também a regulação sobre *short selling* e *swaps* de crédito²⁷ estatui as obrigações de notificação privada à autoridade competente e de notificação pública, respetivamente, nos casos em que uma posição *short* se torne inferior ou superior a 0,2% e a 0,5% das ações da empresa, e sempre que, acima destes limiares, a posição aumente 0,1%.²⁸

Tal como nos Estados Unidos, também na generalidade dos Estados-membros da União Europeia vigora a proibição de *vote buying* em sentido estrito.²⁹ No entanto, nestes ordenamentos jurídicos, as estratégias de *hedging* e instrumentos de inovação financeira são permitidos, sendo difícil a adoção de soluções normativas proibitivas focadas exclusivamente no *empty voting*.

Em Portugal, o cenário não é diferente. Embora a maioria dos autores defenda a admissibilidade da divisibilidade qualitativa dos direitos ou faculdades inerentes à participação social,³⁰³¹o tratamento legal do *empty voting per se* é uma questão que não se

²⁰ Secção 13(d).

²¹ SCHOUTEN, Michael, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 15, 2010, pp. 28-29.

²² CLOTTENS, Carl, *Empty Voting: a European Perspective*, cit., pp. 19-20.

²³ Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, 15 de Dezembro de 2004.

²⁴ Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, 28 de Janeiro de 2003.

²⁵ Artigo 10.º.

²⁶ Artigo 6.º, n.º4.

²⁷ Regulação 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho, 14 de Março de 2012.

²⁸ CLOTTENS, Carl, *Empty Voting: a European Perspective*, cit., pp. 9-18

²⁹ CLOTTENS, Carl, *Empty Voting: a European Perspective*, cit., pp. 21-22

³⁰ ARNOULD, Tiago, *O destaque do direito aos lucros: esvaziamento do direito de voto e titularidade oculta*, in *Revista de Direito das Sociedades*, ano V, Almedina, 2013, pp.370-372.

³¹ Um dos argumentos mais convincentes consiste na admissibilidade do destaque de direitos inerentes a ações do artigo 1.º, alíneas a) e f) do CVM.

encontra resolvida. Não obstante, alguns autores propõem uma abordagem casuística, reconduzindo os casos de *empty voting* à figura das deliberações abusivas³² e ao impedimento do voto em situação de conflito de interesses³³, sendo porém difícil a aplicabilidade prática destes mecanismos. Desta feita, verifica-se também entre nós a tendência de estabelecimento de regras de *disclosure*, nomeadamente, a obrigação de comunicação da titularidade de participação qualificada,³⁴ relevando neste contexto a imputação de direitos de voto operada pelo artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários, que acolhe situações de *decoupling*. Por sua vez, o Regulamento da CMVM n.º 5/2008 introduz a obrigação da divulgação de todas as transações de ações ou de instrumentos financeiros com elas relacionadas, efetuadas durante o semestre, pelos dirigentes do emitente, por sociedades que dominem o emitente e por pessoas estreitamente relacionadas com aqueles.³⁵

Finalmente, mostra-se pertinente uma referência à situação de *record date* admitida pelo Código dos Valores Mobiliários.³⁶ Nestas situações, PAULO CÂMARA defende a inadmissibilidade do exercício do direito de voto pelo acionista que transmitiu a sua ação entre a data de registo e o fim da assembleia geral.³⁷

4.2. Recomendações de governo societário

As recomendações ínsitas nos códigos de governo societário relacionadas com as situações de *decoupling* partilham um carácter generalista. Nos *Princípios de Corporate Governance* da OCDE encontramos uma recomendação de divulgação de «*acordos que permitam a determinados acionistas obter um grau de controlo desproporcionado em relação à sua participação no capital social*»³⁸. No mesmo sentido, o Guia de Boas Práticas da ONU aconselha a divulgação de qualquer acordo que potencie um grau de controlo desproporcional em relação à «*equity ownership*».³⁹ Nos Estados Unidos, existem recomendações no sentido do princípio *one share/one vote*⁴⁰ e outras no sentido de o estabelecimento de mecanismos de alinhamento de incentivos pela administração da

³² GRÁCIO, Leila, *O Esvaziamento de Voto – A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*, Tese de Mestrado Forense, Universidade Católica Portuguesa, 2012, pp. 29-43.

³³ OLIVEIRA, Ana Perestrelo e OLIVEIRA, Madalena Perestrelo, *Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre Empty Voting*, Revista de Direito das Sociedades, ano IV, Almedina, 2012, pp. 89-109.

³⁴ Artigo 16.º CVM.

³⁵ Artigo 14.º, n.º 6 e 7.

³⁶ Artigo 23.º-C.

³⁷ CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2º ed., Almedina, 2011, pp. 129 e 532.

³⁸ Capítulo II, secção D.

³⁹ *Guidance on good practices in Corporate Governance Disclosure*, United Nations Conference on Trade and Development, New York and Geneva, 2006, pp. 8-9.

⁴⁰ *Corporate Governance Policies*, Council of Institutional Investors, 2013, p. 9.

empresa.⁴¹Por sua vez, o paradigmático *Cadbury Code* estabelece as recomendações de divulgação do sentido do direito de voto e de utilização positiva do mesmo pelos investidores institucionais.⁴²

Em Portugal, no âmbito do Código de Governo das Sociedades de 2013, a CMVM recomenda o não estabelecimento de mecanismos que provoquem o «*desfasamento entre o direito ao recebimento de dividendos ou à subscrição de novos valores mobiliários e o direito de voto de cada ação ordinária*»⁴³. Nas recomendações sobre o governo das sociedades cotadas, a Comissão de Valores Mobiliários sugere que os investidores institucionais tomem «*em consideração as suas responsabilidades quanto a uma utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos inerentes aos valores mobiliários de que sejam titulares ou cuja gestão se lhes encontre confiada, nomeadamente quanto aos direitos de informação e de voto*».⁴⁴

4.3. Apreciação das soluções disponíveis

De acordo com a consulta pública promovida pela ESMA⁴⁵ entre 2011 e 2012, na sua generalidade, as entidades participantes consideraram o *empty voting* como um fenómeno comum, embora de difícil identificação e definição.⁴⁶

A significância do fenómeno na vida das sociedades comerciais prende-se com o facto de este estar relacionado com mecanismos de inovação financeira que contribuem para um aumento da eficiência do desempenho das empresas. Desta feita, torna-se evidente a inexecutabilidade de uma proibição de utilização destes mecanismos, sob pena de tais medidas produzirem efeitos nefastos para as empresas e para a economia, num contexto em que uma proibição genérica do *empty voting* também não se mostra exequível.

Assim se compreende o rumo que tem tomado a regulamentação deste fenómeno. De facto, a implementação de obrigações e recomendações de *disclosure*, nomeadamente de informação relativa às intenções de voto e a transações que potenciem situações de *empty voting*, são fulcrais para evitar as consequências de um muito provável desalinhamento entre os interesses do investidor e os interesses corporativos,

⁴¹ *Principles of Corporate Governance*, Business Roundtable, 2012, p.30.

⁴² Pontos 6.11 e 6.12.

⁴³ Capítulo I, ponto 3.

⁴⁴ Recomendação n.º 11.

⁴⁵ European Securities and Markets Authority.

⁴⁶ European Securities and Markets Authority, *Call for Evidence on Empty Voting: Feedback Statement*, 2012, 29 de Junho.

nomeadamente, deliberações societárias em que a generalidade dos acionistas não está a par da verdadeira estrutura de interesses existente, o que contribuirá para a existência de resultados ineficientes para os acionistas e para a própria empresa. Existe, porém, caminho a percorrer no que toca concretização das obrigações de *disclosure* relacionadas com potenciais situações de *decoupling*.

5. CONCLUSÕES

O *empty voting* é suscetível de ser gerado por mecanismos que são hoje de extrema importância para o sistema económico-financeiro em que nos inserimos. Contudo, os potenciais problemas de agência e de risco moral que deste fenómeno podem resultar apelam a uma regulação eficaz do fenómeno, em prol do bom funcionamento das empresas.

Tendo em conta as dificuldades existentes em tratar o *empty voting* como um fenómeno jurídico uniforme, o tratamento normativo do fenómeno pauta-se por uma regulamentação não proibitiva, caracterizada pelo estabelecimento de regras de *disclosure*.

Decerto que a regulamentação existente terá de ser reforçada, concretizada, para mais eficazmente contribuir para uma diminuição do risco inerente ao *empty voting*. Não obstante, esta demonstra ser a melhor abordagem, tendo em conta o interesse dos investidores em implementar estratégias de *hedging*, alcançadas através do desfasamento entre o interesse económico e o direito de voto.

6. Bibliografia

ALI, Paul, RAMSEY, Ian e SAUNDERS, Benjamin, *Securities Lending, Empty Voting and Corporate Governance*, Centre for international Finance and Regulation, 2014.

ARNOULD, Tiago, *O destaque do direito aos lucros: esvaziamento do direito de voto e titularidade oculta*, in Revista de Direito das Sociedades, ano V, Almedina, 2013.

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2º ed., Almedina, 2011.

CLOTTENS, Carl, *Empty Voting: a European Perspective*, in European Country and Financial Law Review, vol. 9, 2012.

CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5º ed., Almedina, 2012.

EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel, *Voting in Corporate Law*, 26 J.L&Econ, 1983.

GRÁCIO, Leila, *O Esvaziamento de Voto – A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*, Tese de Mestrado Forense, Universidade Católica Portuguesa, 2012.

HU, Henry e BLACK, Bernard, *Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications and Reforms*, in Business Lawyer, vol. 61, 2006.

HU, Henry e BLACK, Bernard, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in Southern California Law Review, vol. 79, 2006.

HULL, John, *Options, Futures and Other Derivatives*, 7th ed., Pearson, 2009.

MARTIN, Shaun e PARTNOY, Frank, *Encumbered Shares*, in University of Illinois Law Review, 2005.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo e OLIVEIRA, Madalena Perestrelo, *Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre Empty Voting*, Revista de Direito das Sociedades, ano IV, Almedina, 2012.

RINGE, Wolf-Georg, *Hedge Funds and Risk Decoupling – The Empty Voting Problem in the European Union*, in Seattle University Law Review, 2012.

SAMPAIO, Catarina, *Da Regulamentação do Empty Voting*, Tese de Mestrado em Direito e Gestão, Universidade Católica Portuguesa, 2012, pp. 29-30.

SCANNEL, Kara, *How Borrowed Shares Swing Company Votes*, in The Wall Street Journal (2007), 26 de Janeiro.

SCHOUTEN, Michael, *Mechanisms of Voting Efficiency*, in Columbia Business Law Review, 2010.

SCHOUTEN, Michael, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, in Stanford Journal of Law, Business & Finance, vol. 15, 2010.

THOMPSON, Robert e EDELMAN, Paul, *Corporate Voting*, in *Vanderbilt Law Review*, vol. 62, 2009.