

ALGUMAS OBSERVAÇÕES EM TORNO DA TRIPLA FUNCIONALIDADE DA TÉCNICA DE IMPUTAÇÃO DE VOTOS NO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

JOÃO SOARES DA SILVA*

I- A FUNCIONALIDADE PLURAL DA IMPUTAÇÃO DE VOTOS

1. Num conjunto de escritos que se relacionam com o tema comum da imputação de votos na lei portuguesa dos valores mobiliários é impossível não começar por identificar – mesmo quando ela não seja, como não é aqui, o objecto central do estudo – a questão nuclear, que está verdadeiramente, como *mother of all battles*, na raiz de todas as questões, muitas delas complexas e todas sobretudo de grande importância dogmática e prática, que nesta matéria vêm justificando atenção crescente.

É ela a de, em radical inflexão relativamente ao sistema constante do anterior Código do Mercado de Valores Mobiliários, o legislador do Código dos Valores Mobiliários (“CVM”) ter escolhido *prescindir de uma configuração autónoma* do modo de determinação dos limiares quantitativos relevantes para efeito de constituição do dever de lançamento de oferta obrigatória de aquisição, optando por utilizar, para esse efeito, a mesma malha normativa traçada, na sequência de imposição comunitária, para a divulgação pública de participações relevantes.

De facto, como é sabido¹, o artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários integra-se no conjunto de preceitos – essencialmente, artigos 16º e seguintes – que visou transpor para a ordem jurídica interna a chamada Directiva da

Transparência – ao tempo da publicação do CVM, a Directiva 88/627/CEE, de 12 de Dezembro de 1988, embora o tenha feito com diferenças significativas em relação aos preceitos a transpor.

Na Directiva 88/627/CEE dispunha, com efeito, o artigo 7º, a respeito de “equiparação” (que não imputação, note-se) do voto:

“Artigo 7º

Para determinar se uma pessoa singular ou uma entidade jurídica referida no nº 1 do artigo 1º é obrigada a fazer a declaração prevista no nº 1 do artigo 4º e no artigo 5º, é conveniente equiparar aos direitos de voto que detenha:

- *os direitos de voto detidos em seu próprio nome por outras pessoas ou entidades por conta dessa pessoa ou entidade;*
- *os direitos de voto detidos pelas empresas controladas por essa pessoa ou entidade;*
- *os direitos de voto detidos por um terceiro com o qual essa pessoa ou entidade tenha celebrado um acordo escrito que os obriga a adoptar, através de um*

*- Advogado, sócio da Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados

1- Cfr. nº 23 do preâmbulo do Código dos Valores Mobiliários.

exercício concertado dos direitos de voto que detêm, uma política comum em relação à gestão da sociedade em causa;

- os direitos de voto detidos por um terceiro por força de um acordo escrito celebrado com essa pessoa ou entidade em que se preveja uma transferência provisória e remunerada desses direitos de voto;

- os direitos de voto associados a acções detidas como caução por essa pessoa ou entidade, excepto quando o depositário detenha direitos de voto e declare a sua intenção de os exercer, neste caso, os direitos de voto serão assimilados aos direitos de voto do depositário;

- os direitos de voto associados de que essa pessoa ou entidade tenha o usufruto;

- os direitos de voto que essa pessoa ou entidade ou uma das outras pessoas ou entidades referidas nos travessões anteriores possam adquirir, por sua exclusiva iniciativa, por força de um acordo

formal; neste caso, as informações previstas no nº 1 do artigo 4º devem ser prestadas na data da celebração do acordo;

- os direitos de voto associados às acções depositadas junto dessa pessoa ou entidade e que ela possa exercer como entender na ausência de instruções específicas dos respectivos detentores.”²

E, nesta senda, o artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários (que se transcreve aqui na sua redacção actual, resultante das alterações introduzidas pelo Decreto-Lei 219/2006, de 2 de Novembro, que essencialmente se traduzem na partição da antiga alínea f) em duas alíneas, f) e g), e no aditamento de uma nova alínea h) e de novos números 3, 4 e 5), veio preceituar:

“Artigo 20º

1- No cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às acções de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto:

2- Presentemente, após a substituição operada pela Directiva 2001/34/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, rege a actual Directiva 2004/108/CE de 15 de Dezembro de 2004, que revogou esta última, e, em especial, o seu artigo 10º, que é do seguinte teor:

“Artigo 10º (Aquisição ou alienação de percentagens significativas dos direitos de voto)

Os requisitos de notificação definidos nos nº1 1 e 2 do artigo 9º são igualmente aplicáveis às pessoas singulares ou colectivas que possam adquirir, alienar ou exercer direitos de voto em qualquer dos seguintes casos ou através de uma combinação dos mesmos:

- a. Direitos de voto detidos por um terceiro com o qual essa pessoa singular ou colectiva tenha celebrado um acordo que os obrigue a adoptarem, através do exercício concertado dos direitos de voto que possuem, uma política comum duradoura em relação à gestão do emitente em causa;*
- b. Direitos de voto detidos por um terceiro por força de um acordo celebrado com essa pessoa singular ou colectiva em que se preveja uma transferência temporária e a título oneroso dos direitos de voto em causa;*
- c. Direitos de voto inerentes a acções dadas em garantia a essa pessoa singular ou colectiva, desde que esta controle os direitos de voto e declare a sua intenção de os exercer;*
- d. Direitos de voto inerentes a acções relativamente às quais essa pessoa singular ou colectiva tenha o usufruto;*
- e. Direitos de voto detidos, ou que possam ser exercidos na acepção das alíneas a) a d), por uma empresa controlada por essa pessoa singular ou colectiva;*
- f. Direitos de voto inerentes a acções depositadas junto dessa pessoa singular ou colectiva e que esta possa exercer segundo o seu critério na ausência de instruções específicas dos accionistas;*
- g. Direitos de voto exercidos por um terceiro em seu nome, por conta dessa pessoa singular ou colectiva;*
- h. Direitos de voto que essa pessoa singular ou colectiva possa exercer na qualidade de procurador e segundo o seu critério na ausência de instruções específicas dos accionistas.”*

Pela especial ligação com o tema que nos ocupa, note-se o desaparecimento do sétimo travessão do artigo 7º da Directiva 88/627/CEE, que se referia a direitos de voto que os interessados possam adquirir (e era mantido, nos mesmos termos, no correspondente artigo 92º da Directiva 2001/34/CE) passando agora a haver uma referência no prómio do artigo a pessoas “*que possam adquirir, alienar ou exercer direitos de voto em quaisquer dos seguintes casos ou através de uma combinação dos mesmos*”, que deixa pouco claro se continua ou não a relevar o direito de adquirir fora dos casos (ou combinação de casos) previstos no próprio artigo 10º. Em todo o caso, como a Directiva é de harmonização mínima, parece não suscitar dúvida a licitude da disposição nacional do artigo 20º CVM, editado ainda na vigência da Directiva 88/627/CEE.

- a. *Detidos por terceiro em nome próprio, mas por conta do participante;*
- b. *Detidos por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo;*
- c. *Detidos por titulares do direito de voto com os quais o participante tenha celebrado acordo para o seu exercício, salvo se, pelo mesmo acordo, estiver vinculado a seguir instruções de terceiro;*
- d. *Detidos, se o participante for uma sociedade, pelos membros dos seus órgãos de administração e de fiscalização;*
- d. *Que o participante possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os respectivos titulares;*
- e. *Inerentes a acções detidas em garantia pelo participante ou por este administradas ou depositadas junto dele, se os direitos lhe tiverem sido atribuídos;*
- f. *Detidos por titulares do direito de voto que tenham conferido ao participante poderes discricionários para o seu exercício;*
- g. *Detidos por pessoas que tenham celebrado algum acordo com o participante que vise adquirir o domínio da sociedade ou frustrar a alteração de domínio ou que, de outro modo, constitua um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada;*
- h. *Imputáveis a qualquer das pessoas*

referidas numa das alíneas anteriores por aplicação, com as devidas adaptações, de critério constante de alguma das outras alíneas.

(...)

4- Para efeitos da alínea h) do nº 1, presume-se serem instrumento de exercício concertado de influência os acordos relativos à transmissibilidade das acções representativas do capital social da sociedade participada.

5- A presunção referida no número anterior pode ser ilidida perante a CMVM, mediante prova de que a relação estabelecida com o participante é independente da influência, efectiva ou potencial, sobre a sociedade participada.”

2. Ora, tendo adoptado esta teia normativa para o propósito para que ela fora originalmente criada na legislação comunitária – a determinação de dever de informação sobre participações importantes –, o Código dos Valores Mobiliários veio a eleger e a socorrer-se também dela, por remissão³, para um efeito diverso, o de determinação do dever de lançamento de oferta pública. Diz, com efeito, o nº 1 do seu artigo 187º:

Artigo 187º

Dever de lançamento de oferta pública de aquisição

1- Aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, directamente ou nos termos do nº 1 do artigo 20º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar oferta pública de aquisição

3- Acolhemos aqui, se bem que com alguma dúvida, a posição de CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 7, Lisboa, Abril de 2000, pp. 163-164 e nota 6, onde sustenta, citando BAPTISTA MACHADO, que, no quadro da técnica remissiva, não haverá que proceder a “um esforço interpretativo autónomo em homenagem à especificidade do seu lugar sistémico”, antes se devendo entender que “o legislador importa a norma com o sentido que ela tem no seu instituto de origem, precisamente porque entende existir analogia entre os casos”, pelo que se resolveriam apenas as “devidas adaptações”, que se deveriam “circunscrever aos ajustamentos necessários para permitir que aquela mesma regra possa valer num domínio diferente daquele para o qual foi originariamente pensada”. A proposição é bem fundada, mas a dúvida resulta sobretudo de que, especialmente quando a remissão resulta mais de opção legislativa pragmática do que de reconhecimento de analogia – como, em larga medida, será aqui o caso, pois se terá prescindido ou subalternizado a identidade de *ratio* em nome de preocupações de segurança e certeza – as “devidas adaptações” podem ter que ser levadas a um ponto em que a fronteira com a reponderação valorativa se esbate. Cfr. *infra* no texto.

sobre a totalidade das acções e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.” (sublinhado nosso)

É pacífico que se trata de resultado de uma opção deliberada do legislador, ditada por um propósito geral de simplificação, condensação normativa e reforço da segurança jurídica e previsibilidade⁴. Mas é indiscutível também ser daqui que emerge a questão nuclear neste domínio.

Esta questão nuclear, com o rol de dificuldades que suscita, está, nos seus traços essenciais, identificada na doutrina nacional, a partir do importante estudo de OSÓRIO DE CASTRO, que permanece como âncora central na matéria⁵.

E vem-lhe dedicando também especial atenção e labor mais recente PAULA COSTA E SILVA, num conjunto de estudos e intervenções⁶.

3. Como é sabido, trata-se de escolha legislativa com semelhanças em relação à adoptada na Alemanha, embora também com diferenças assinaláveis – a lei alemã trata a imputação para efeitos de obrigação de informação e para efeitos de constituição do dever de lançamento de oferta pública em dois preceitos “geminados” de diplomas diferentes, o §22 do *Wertpapierhandelsgesetz* e o §30 do *Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz*, respectivamente⁷.

O contraponto mais nítido a esta orientação legislativa – e também mais próximo da orientação anterior do direito português – é o padrão de referência fornecido, no direito inglês, pelo *City Code on Takovers and Mergers*, onde a *mandatory bid rule* constante da *Rule 9* assenta no conceito de “actuação em concertação”. As *Definitions* do *City Code* fornecem a seguinte noção geral de actuação em concertação, complementada e desenvolvida por múltiplas *notes*, quer à própria definição, quer editadas a propósito da *Rule 9*:

“Acting in concert

(...)

Persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), co-operate to obtain or consolidate control (as defined below) of a company or to frustrate the successful outcome of an offer for a company. A person and each of its affiliated persons will be deemed to be acting in concert all with each other.

Without prejudice to the general application of this definition, the following persons will be presumed to be persons acting in concert with other persons in the same category unless the contrary is established:

(...).”

(sublinhados nossos)

4- Assim, PAULO CÂMARA, *O dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 7, Lisboa, Abril de 2000, pág. 200, citando a propósito SOUSA FRANCO, *Apresentação*, in *Trabalhos Preparatórios do Código dos Valores Mobiliários*, Lisboa, 1999, diversos documentos preparatórios aí incluídos e a expressa proclamação do nº 3 do Preâmbulo do Código. No mesmo sentido, JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia face ao novo Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2000, pág. 181 e segts.

5- CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A imputação ...*, cit.

6- Em particular, PAULA COSTA E SILVA, *A imputação dos direitos de voto na oferta pública de aquisição*, intervenção de 26 de Janeiro de 2007 nas Jornadas sobre Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira, organizadas pela Faculdade de Direito do Porto da Universidade Católica Portuguesa, in *Jornadas sobre Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, Almedina, 2007, pp. 243 a 282.

7- Cf. PAULA COSTA E SILVA, ob. cit., pág. 275, que refere o escopo assinalado pela doutrina alemã de evitar “irritações” no mercado caso fossem atribuídos sentidos diversos a idênticas previsões ou relevância a tipos de imputação irrelevantes noutro dos contextos.

Seguem-se, em diferentes alíneas, seis casos de presunção de actuação em concertação⁸, os quais são, conforme se disse, esclarecidos e completados em profusas notas e esclarecimentos conexos.

É similar à inglesa a orientação em França, onde, antes do recente aditamento de um n° 10-1 pela *Loi du 31 Mars 2006* sobre ofertas públicas de aquisição (“*En cas d’offre publique d’acquisition, sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord avec l’auteur d’une offre publique visant à obtenir le contrôle de la société qui fait l’objet de l’offre. Sont également considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord avec la société qui fait l’objet de l’offre afin de faire échouer cette offre*”), o artigo L.233-10 do *Code de Commerce* estabelecia:

“I.- Sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord en vue d’acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d’exercer les droits de vote, pour mettre en œuvre une politique vis-à-vis de la société.

II.- Un tel accord est présumé exister :

1° Entre une société, le président de son conseil d’administration et ses directeurs généraux ou les membres de son directoire ou ses gérants ;

2° Entre une société et les sociétés qu’elle

contrôle au sens de l’article L.233-3 ;

3° Entre des sociétés contrôlées par la même ou les mêmes personnes ;

4° Entre les associés d’une société par actions simplifiée à l’égard des sociétés que celle-ci contrôle.

Les personnes agissant de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leur sont faites par les lois et règlements.”

Também aqui a solução legal é complementada por múltiplas tomadas de posição das autoridades do mercado, designadamente no que concerne à chamada *concertação em estrela*, objecto do importante *avis n°93-1068* de 21 de Abril de 1993 do *Conseil des Marchés Financiers* (a propósito de caso relativo ao Grupo Lagardère) e a diversos outros pronunciamentos versando, *inter alia*, a necessidade de a existência de concertação supor haver comunhão de objectivos e propósitos determinantes⁹.

Particularmente interessante se mostra, a este respeito, o exemplo do regime resultante da reforma de 1998 em Itália, onde a doutrina assinala simultaneamente uma técnica de *enumeração taxativa* – ditada por preocupação de clareza e segurança similar às que subjazem à orientação nacional – mas ao mesmo tempo sublinha que essa enumeração taxativa resulta de uma preocupação de actuação concertada¹⁰.

8- Sempre relativamente a “*other persons in the same category*”, o que contrasta com o risco de imputações labirínticas e longínquas que tem sido apontado no direito português a propósito da actual alínea i) do artigo 20°.

9- Cfr., ALAIN VIANDIER, *OPA-OPE et autres offres publiques*, 3ª edição, Paris, Ed. François Lefèbvre, 2006.

10- Referem, por exemplo, BARTOLOMEO QUATRARO e LUCA G. PICONE, in *Manuale Teórico-Pratico delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, 2ª ed., Milano, 2004, pp. 59: “*Per evitare elusioni, l’obbligo di lanciare l’Opa per contro sussiste anche quando la percentuale del trenta per cento sia superata sommando gli acquisti effettuati da più soggetti fra loro legati da determinati rapporti, tassativamente individuati dalla legge, che lasciano presumere un’azione concertata: aderenti ad un patto parasociale, anche nullo, previsto dall’art. 122 (sindacati di voto, do blocco, ecc.); un soggetto e le società da esso controllate; società sottoposte a comune controllo; società e suoi amministratori o direttori generali (art. 109).*”(Sublinhados nossos). Cfr. também NICCOLÒ MORESCHINO e CLAUDIO TATOZZI, *La nozione di concerto nella disciplina dell’OPA*, in, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, Il Sole 24 ORE, 2000, pp. 77-89 e 159-176; PAOLO MONTALENTI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, Giuffrè Editore, 1995, pp. 10 e segts., GIANLUCA ROMAGNOLI, *Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, CEDAM, 1996, pp. 233 e segts., MATTEO GATTI, *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, Giuffrè Editore, 2004, pp. 250 e segts. LUCA ENRIQUES, *Mercato del controllo e tutela degli investitori*, Bologna, Il Mulino, 2002, pp. 99-126, DAVIDE PROVERBIO, *I patti parasociali*, IPSOA, 2004, pp. 109-136 e PAOLO GIUDICI, *L’acquisto di concerto*, in *Rivista delle Società*, ano 46°, Milano, Giuffrè Editore, 2001, pp. 490-520, este último Autor ensaiando uma pouco sucedida tentativa de interpretação extensiva do preceito.

De facto, o nº 1 do artigo 109 do *Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996*, aprovado pelo D.L.vo febbraio 1998, n.58 (na redacção resultante da reforma de 2003), embora intitulado “*Acquisto di concerto*” estabelece um *numerus clausus* de apenas quatro hipóteses para delimitação subjectiva de obrigação de lançamento de oferta, nos seguintes termos:

“- *gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall’articolo 122;*

- *un soggetto e le società da esso controllate;*
- *le società sottoposte a comune controllo;*
- *una società e i suoi amministratori o direttori generali.*”

E o artigo 122 do mesmo *Testo Unico* procurou também fazer um elenco fechado e taxativo dos pactos parassociais relevantes, estabelecendo nos seus nºs 1 e 5:

“122 (*Patti parasociali*)

1. *I patti, in qualunque forma stipulati, aventi per oggetto l’esercizio del diritto de voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano (...)*
(...)

5. *Il presente articolo si applica anche ai patti, in qualunque forma stipulati: Che intuiscono obblighi di preventiva consultazione per l’esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano; Che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse; Che prevedono l’acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari previsti dalla lettera b);*

Aventi per oggetto o per effetto l’esercizio anche congiunto di un’influenza dominante su tali società.”

A verdade, porém, é que, mesmo assim (para além das inúmeras aberturas e remissões para regulamentação complementar em matéria de ofertas públicas que a própria lei estabeleceu noutros pontos), só a respeito dos artigos 109 e 122, especialmente deste último, e só entre as reformas de 1998 e de 2003, a autoridade supervisora do mercado italiano, a *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)*, emitiu nada menos de 31 *Comunicazione* públicas de interpretação e esclarecimento¹¹, designadamente, com especial proximidade à matéria que nos ocupa, as seguintes:

- *Comunicazione* de 18 de Abril de 2000 DIS/29486 sobre inaplicabilidade do artigo 122, nº 5, do *Testo Unico* a certos acordos de limitação à transferência de acções usadas na prática dos mercados, como os de *lock-up*, *over-allotment (greenshoe)*, *underwriting*, *put* e *call* e futuros;
- *Comunicazione* de 16 de Novembro de 2000 DCL/DEM 85385, sobre inaplicabilidade do artigo 122, nº 5, aos compromissos de aceitação ou não aceitação de ofertas públicas (*impegno ad aderire / non aderire ad un’Opa*).

4. A tensão latente entre os intuitos de segurança e certeza e os objectivos prosseguidos por cada um dos institutos – a divulgação pública de informação sobre participações relevantes, por um lado, e a *mandatory bid rule*, por outro – está, pois, longe de ser privativa da legislação portuguesa, mas sobe de tom, naturalmente, num sistema que deliberadamente procurou, em nome dos primeiros, prescindir de factores de diferenciação normativa que os segundos reclamariam.

11- Os textos podem consultar-se no *website* do organismo, www.consob.it, e vêm parcialmente reproduzidos em BARTOLOMEO QUATRARO e LUCA G. PICONE, ob. cit., pp. 457 e segts.

É bom de ver, aliás, que essa tensão vem a revestir *duplo sentido*: o “aproveitamento” de um corpo normativo, ainda que com alguma adaptação (que, no caso vertente, não é, aliás, óbvia) para finalidades diversas (e com maior gravidade de consequências) daquelas que o originaram, à *míngua de uma efectiva identidade de razões* que justifiquem a analogia, leva a que, por um lado, em certos aspectos, se possa pensar que *se está a ir longe demais* ao aplicar à determinação do dever de lançamento de oferta pública de aquisição normas que cobram pleno sentido *apenas* no quadro dos deveres de informação e, por outro lado, que se possa olhar para essas normas como *insuficientes* para uma correcta disciplina do dever de lançamento de oferta pública, perante hipóteses que se entende que o reclamariam.

A esta segunda preocupação acabam de ceder o regulador e o legislador nacional – após uns primeiros anos de vigência do CVM, em que a acalmia, senão mesmo estagnação, do *market for corporate control* nacional pareceram tornar possível *conter o dique* – ao decidirem propor e consagrar, respectivamente, a verdadeira revolução que consistiu em (re)introduzir no direito nacional uma *cláusula geral de actuação em concertação*, constante da nova alínea h) do artigo 20º, introduzida pelo Decreto-Lei 219/2006, de 6 de Novembro. Inovação que, temperada embora por uma restrição quanto à fonte – apenas acordos vinculantes¹² – e assisti-

da, por outro lado, de uma *presunção ilidível* quanto a acordos sobre transmissibilidade de acções (novo nº 4 do artigo 20º), veio coexistir com o corpo normativo de imputação anterior, afectando-lhe porventura a coerência interna¹³.

Quanto à primeira preocupação, ela é especialmente sentida na doutrina nacional, a qual, com atitudes de princípio e pontos de partida diferenciados, acaba por chegar a orientações não substancialmente divergentes.

Particularmente impressionada com a possibilidade de se impor um “*pesadíssimo encargo*”, como é o da oferta pública obrigatória, sem haver efectiva instalação de uma posição de domínio, PAULA COSTA E SILVA¹⁴ aceita manifestamente melhor que do sistema resulte que o domínio substancial não desencadeará por si só a obrigação de lançamento de OPA quando desacompanhado de detenção “directa ou indirecta” de certa percentagem de direitos de voto – por razões de segurança – do que a inversa, parecendo não ter como inevitável que se trate de duas faces da mesma moeda.

Sustenta, por isso, embora reconhecendo as dificuldades¹⁵, uma genérica “*aplicação restritiva e condicionada*” do art. 20º no contexto da constituição da obrigação de lançamento de oferta pública, advogando que a interpretação do art. 20º para efeitos de obrigação de lançamento de OPA “*pressupõe a disponibilidade de instrumentos que permitam o exercício do domínio*”¹⁶.

12- Neste ponto discordamos decididamente da sugestão de PAULA COSTA E SILVA, ob. cit., pp. 277, quando, invocando alteração legislativa sofrida pelo §22.1.3 do *Wertpapierhandelsgesetz* alemão, levanta, embora dubitativamente, a hipótese de a alínea h) do artigo 20º poder abranger também acordos não vinculantes.

13- Não é demais encarecer a importância desta alteração legislativa nem o seu potencial impacto fracturante na unidade do sistema, porventura ainda não passível de abarcar completamente, nem é necessário realçar a multiplicidade de problemas novos e de difícil solução que veio criar, embora tudo isso não seja objecto do presente apontamento. É, todavia, tema que aqui só incidentalmente afloraremos.

14- Ob. cit., pp. 245-246 e nota 2 e *O domínio da sociedade aberta e os seus efeitos*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Coimbra, 2004, pp.325 e segts.

15- Designadamente ao notar que “*costuma, porém, aceitar-se que o artigo 20º cria uma série de ficções, pelo que, apesar da anomalia do resultado, não poderá ser ela evitada pelo intérprete*”, ob. cit., pg. 280.

16- Ob. cit., pp. 245 a 248 e 280 e segts. A Autora defende, pelo menos *de jure constituendo*, e no que ao dever de oferta pública diz respeito, que os factores de imputação se entendam, em geral, como presunções ilidíveis. Posição semelhante era defendida, no direito anterior, por JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA obrigatória*, Coimbra, Almedina, 1998, em especial pp 234 e 235. É inquestionável o acréscimo de justiça que deste entendimento resultaria, parecendo todavia que o legislador lhe terá anteposto considerações de certeza e segurança.

Já OSÓRIO DE CASTRO¹⁷, escrevendo logo a seguir à publicação do CVM e mais centrado na tarefa de *desbravar o conteúdo* das normas de imputação contidas no artigo 20º, embora comece por chamar a atenção para a importância primordial do elemento teleológico na interpretação da norma, arranca do pressuposto de que “*o sentido e a finalidade deste concreto preceito são manifestamente os de imputar ao participante os direitos de voto cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou influenciável já no uso de alguma faculdade jurídica, já num plano puramente fáctico*”, o que o leva a encarar com maior naturalidade a remissão do artigo 187º para as regras do artigo 20º, cujas implicações e efeitos não aborda *ex professo*. Todavia, mesmo sem qualificar expressamente, notam-se afloramentos e tomadas de posição que evidenciam ter presente a ponderação dos limites e das consequências da aplicabilidade sem mais do artigo 20º ao surgimento do dever de lançamento de oferta pública¹⁸.

No fundo, cremos que em matéria de aplicação das regras do artigo 20º ao dever de lançamento de oferta pública, as diferenças de posições doutrinárias entre nós – uns propendendo para uma interpretação restritiva genérica mas reconhecendo-lhe a dificuldade, outros assumindo a remissão na plenitude mas não deixando de procurar fazer interpretação mais cautelosa

onde isso se antolha necessário – têm as mesmas origens e não impedem que se estabeleça uma zona mínima de consenso. Por nós, inclinar-nos-íamos para a situar em torno das seguintes linhas centrais:

- a. As regras de imputação do artigo 20º assentam na consideração de que a imputação versa sobre direitos de voto cujo exercício pode ser influenciado ou influenciável;
- b. O quadro em que o intérprete tem de mover-se é o de que é a essas regras do artigo 20º¹⁹ que há que recorrer para computar a ultrapassagem do limiar de 1/3 ou 50% relevantes para obrigação de oferta pública;
- c. É sistemicamente tolerável, em termos gerais, o risco de que as ficções utilizadas para efeitos de obrigação de divulgação de participação venham a *pecar por excesso*, gerando dever de divulgação onde a susceptibilidade de influência dos direitos de voto não seja nítida ou possa até em concreto não existir;
- d. Ao invés, a gravidade das consequências impõe firmeza do intérprete para que tal excesso não possa ocorrer na determinação da existência de dever de lançamento de oferta pública. Este dever pode certamente prescindir (é o intuito primário da técnica escolhida) da demonstração da existência de controlo dos votos em causa²⁰, ou mesmo até da efectiva existência desse controlo, mas

17- Ob. cit., pg. 167.

18- O mais significativo, por próximo da matéria que nos ocupa, será o dos acordos de aquisição sujeitos a condição, que o Autor considera só produzirem imputação “*aquando da verificação da condição*” (desde que esta não seja potestativa) – posição que seria porventura a mais correcta em sede de constituição de dever de lançamento de OPA, mas parece esbarrar, pelo menos em matéria de dever de informação, com a expressa previsão do sétimo travessão do artigo 7º da Directiva da Transparência de 1998, a que a transposição devia – e parece ter dado – obediência. Conforme se refere *supra*, nota (2), o sétimo travessão do artigo 7º desapareceu no preceito correspondente da actual Directiva da Transparência, o que pode militar hoje no sentido daquela posição.

Outros exemplos serão a constatação de que a alínea a) do artigo 20º, nº 1, relativa a acordos de voto, constitui a única causa determinante de imputação que pode funcionar em termos biunívocos, sendo todos os demais casos de imputação unívocos, e, bem assim, o reconhecimento de que, em promessa aquisitiva incidindo sobre parte de participação detida pelo promitente vendedor, apenas essa parte objecto do acordo (*rectius*, dos respectivos direitos de voto) se imputa ao promitente adquirente, o mesmo sucedendo, por exemplo, em casos de colocação parcial de participação em situação de penhor ou depósito com atribuição dos direitos de voto.

19- E, aliás, só a elas, não relevando o apelo a noções como controlo fáctico, práticas concertadas e similares.

20- No entanto, como certamente nota PAULA COSTA E SILVA (*A imputação*, cit. pg. 280), pode hoje encontrar-se um novo alento para a tese interpretativa por si sustentada na circunstância de, no novo nº 5 do art. 20º, o legislador de 2006 ter vindo a introduzir a possibilidade de ilusão da presunção do nº 4 através da “*prova de que a relação estabelecida com o participante é independente da influência, efectiva ou potencial, sobre a sociedade participada*”. É provavelmente algo que merece mais do que a qualificação de “*pequeníssima brecha*”, empregue pela Autora.

não pode constituir-se *independentemente de uma real e efectiva susceptibilidade dele*.

Não é objecto deste apontamento propor soluções para esta questão, que só pretendemos deixar identificada. Apenas diremos adicionalmente que pensamos que a atitude do intérprete não carecerá de ser de genérica interpretação restritiva quanto ao dever de lançamento de oferta pública, podendo em muitos dos casos bastar as regras gerais de interpretação para chegar a conclusões compatíveis com a mutação teleológica subjacente aos dois domínios. Ou seja, se se quiser, podem em muitos casos bastar *as devidas adaptações* de que falámos *supra*²¹.

II- DUPLA OU TRIPLA FUNCIONALIDADE?

5. Para referir o fenómeno a que vimos aludindo de aplicabilidade das mesmas regras de imputação de direitos de voto a dois domínios diferentes, vem a doutrina cunhando a expressão “*dupla funcionalidade*”²² das normas de imputação.

Creemos, porém, que, em bom rigor, será antes de falar de uma *funcionalidade tripla*.

Num primeiro momento ou degrau, com efeito, a lei manda utilizar o conjunto das regras do artigo 20º para determinar as participações qualificadas sujeitas aos deveres de comunicação estabelecidos nos artigos 16º e seguintes do CVM. Num segundo grau, e como segunda funcionalidade ou funcionalidades, são, como vimos, *essas mesmas regras* o instrumento a utilizar para calcular se existe situação em que se “*ultrapasse, directamente ou nos termos do nº 1 do artigo 20º*” os limiares relevantes para a constituição do dever de lançamento de oferta pública. É o que faz o artigo 187º nº 1 do CVM.

A verdade, todavia, é que *após consumados os efeitos da segunda utilização funcional – ou seja, após determinado se resulta constituído, ou não, o dever de lançamento de oferta pública – a nossa lei volta a lançar mão da invocação do artigo 20º para criar, disciplinar, ampliar ou restringir uma série de efeitos jurídicos acessórios ou subsequentes*.

Trata-se de uma terceira zona *autónoma* de incidência da teia normativa do artigo 20º, que justifica que se deva falar de uma *terceira funcionalidade* de tais regras. E os problemas que suscita são também distintos, embora porventura, se bem pensamos, menos espinhosos de circunscrever e menos rebeldes a um critério unitário.

6. Consideremos, nomeadamente, entre muitas outras²³, as seguintes cinco disposições legais:

- O nº 2 do art. 173º, que proíbe a aceitação de oferta parcial por pessoas que estejam com o oferente em alguma das situações previstas no art. 20º;
- O nº 1 do art. 180º, sobre aquisições na pendência de oferta (de valores mobiliários que dela são objecto ou que constituam a sua contrapartida), sujeitando a autorização ou informação da CMVM não apenas as aquisições do oferente, mas também as das pessoas que com ele estejam em alguma das situações previstas no art. 20º;
- O nº 3 do art. 180º, estabelecendo a revisão – potencial ou necessária, consoante se trate de oferta voluntária ou obrigatória – da contrapartida da oferta em caso de aquisições efectuadas pelo oferente, ou por pessoas que com o oferente estejam em alguma das situações previstas no art. 20º, durante a oferta, a preço superior ao dela;

21- Cfr. *supra*, nota (3).

22- A expressão é de PAULA COSTA E SILVA, *A imputação*, cit., pg. 275).

23- Outros exemplos poderiam ser, v.g., os artigos 181º, nºs 3 e 5, al. a), 188º, nº 5, 190º, nº 2 e 192º, nº 2, al. b) e nº 3 do CVM.

- O art. 186º, que proíbe o lançamento de oferta pelo oferente ou pelas pessoas que com ele estejam em alguma das situações previstas no art. 20º nos doze meses subsequentes ao apuramento dos resultados da oferta anterior; e
- A alínea a) do nº 1 do art. 188º, que determina como relevante para o cálculo da contrapartida de oferta obrigatória o “*maior preço pago pelo oferente ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações previstas no nº 1 do artigo 20º pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta*”.

Figuremos agora um exemplo concreto, a respeito da primeira destas disposições legais: um cliente de um banco, no âmbito de financiamento, dá de penhor ao banco 1.000 acções de uma sociedade aberta, representando 1% do respectivo capital social, conferindo o penhor poderes para exercício do direito de voto²⁴.

Os direitos de voto destas 1.000 acções passam indiscutivelmente a ser imputáveis ao banco, por força da alínea f) do nº 1 do artigo 20º do CVM – *primeiro nível de funcionalidade*²⁵, gerando dever de publicação, se a participação exceder os respectivos limiares.

Se o banco já era, ou se tornou depois, accionista da sociedade aberta, com, por exemplo, 15% do capital social, as acções do cliente cujos votos já lhe são imputáveis somam-se a estes 15% para aferir sobre se o banco ultrapassou ou não algum dos limites de obrigatoriedade de lançamento de oferta pública de aquisição previstos no artigo 187º do CVM – *segundo nível*

de funcionalidade – sendo, no caso, a resposta negativa.

Suponhamos, agora, que o banco, não tendo incorrido no dever de OPA geral obrigatória, vem a decidir mais tarde lançar voluntariamente uma oferta pública de aquisição parcial sobre as acções da sociedade aberta. Por força do nº 2 do artigo 173º do CVM – *terceiro nível de funcionalidade* – deve concluir-se estar o cliente impedido de aceitar a oferta?

A falta de razoabilidade e de sentido de uma resposta afirmativa é desde logo intuitiva. Mas prossigamos.

Imaginemos agora que o banco já tem (ou adquiriu posteriormente) 32,5% do capital da sociedade aberta. Nenhuma dúvida continua a haver quanto ao primeiro nível de funcionalidade: os direitos de voto inerentes às acções do cliente continuam a ser imputados ao banco, e este tem o dever de publicitar que lhe é imputável uma participação social de 33,5%. Igualmente clara continua a ser a conclusão quanto ao segundo nível de funcionalidade: a remissão do nº 1 do artigo 187º para a regra de imputação do artigo 20º faz com que o banco ultrapasse o limiar de um terço dos direitos de voto e (salva a possibilidade de prova negativa do domínio, nos termos do nº 2 do artigo 187º do CVM) o banco fica constituído no dever de lançamento de oferta pública geral.

Já não se põe agora a questão do artigo 173º, nº 2, que é privativa das ofertas parciais. Mas coloquemos a questão em relação à segunda das disposições citadas, o nº 1 do artigo 180º: ficará o cliente sujeito a autorização da CMVM se quiser adquirir fora de bolsa acções durante a oferta que o banco lance?

24- O exemplo é também utilizado por OSÓRIO DE CASTRO, ob. cit., pg. 191, nota 22, onde o Autor chega a conclusão idêntica a uma das que adiante defendemos.

25- Mas a imputação é unívoca: os direitos de voto das acções que porventura o banco detenha não se imputam ao cliente, conforme adverte OSÓRIO DE CASTRO (cfr. *supra* nota (18)), pela razão de que são só apenas os direitos de voto do cliente que se tornam influenciáveis pelo banco e o inverso não sucede. Este é um exemplo nítido do que acima dissemos quanto a nem sempre ser preciso recorrer a interpretação restritiva. É a interpretação “normal”, face à própria letra do artigo 20º e aos demais cânones hermenêuticos utilizáveis, que conduz desde logo à solução correcta.

E quanto à *questão crucial do preço*, resultante quer do nº 3 do artigo 180º, quer da alínea a) do nº 1 do artigo 188º? Terá o banco de se sujeitar à elevação do preço da oferta, se porventura se apurar que o cliente que lhe deu acções em penhor adquiriu acções durante a oferta a preço mais elevado, ou de se sujeitar ao preço das aquisições deste, se porventura este tivesse adquirido algumas delas (ou outras) nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar a preço superior?

E o regime do nº 3 do artigo 185º? Estará o cliente, por via do penhor, impedido de lançar oferta concorrente? E, terminada a oferta do banco, impende também sobre o cliente a proibição de lançar [outra] oferta nos doze meses subsequentes (artigo 186º)?

Creemos que a resposta a todas estas questões deve ser negativa, e adiante veremos porquê.

Mas antes importa dizer que nada do que estamos a referir é privativo da alínea f) do nº 1 do artigo 20º, que elegemos para exemplo por ser porventura a mais impressiva. Se se tratar, por exemplo, de acções depositadas com poderes discricionários para exercício dos direitos de voto (alínea g) do nº 1 do artigo 20º) a conclusão negativa manter-se-á. Como se manterá a resposta negativa relativamente a acções que hipoteticamente o banco tenha encarregado alguém de adquirir, no contexto de um mandato sem representação, quando este as ficar a deter por conta daquele (alínea a) do nº 1 do artigo 20º).

Como, ainda, finalmente, se no exemplo

original, o cliente, além de dar as acções de penhor ao banco, tiver acordado com o banco fazer-lhe delas dação em pagamento, originando um direito de adquirir do banco que geraria um título adicional de imputação, o da alínea e) do nº1 do artigo 20º do CVM²⁶.

7. Estes exemplos vêm confirmar de novo, a nosso ver, a *autonomia das questões* que se podem suscitar em sede da terceira funcionalidade das regras de imputação do artigo 20º do CVM - mesmo em hipóteses absoluta ou relativamente pacíficas quanto aos primeiro e segundo níveis de aplicação dessas regras.

Como se resolvem estes problemas, levantados, neste terceiro nível, pela utilização funcional da técnica de imputação?

Creemos que a base para uma solução pode apresentar uma pista já apontada por OSÓRIO DE CASTRO quando, embora a propósito de ponto distinto e menos nítido (o da delimitação da “imputação em cadeia” constante da actual alínea i) do nº 1 do artigo 20º), aludiu à necessidade de atentar que em certas alíneas do nº 1 do artigo 20º do CVM “*a relação com outra entidade não se estabelece a propósito de quaisquer concretos direitos de voto*”²⁷.

Se bem ajuizamos, esta asserção pode ser feita, deslocando a questão para o âmbito que nos ocupa, de forma mais ampla e clara: *só certas alíneas do nº 1 do artigo 20º se reportam realmente a relações predominantemente subjectivas entre pessoas – a generalidade delas tem meramente, ou predominantemente, por objecto apenas certos e limitados direitos de voto.*

26- Aqui poderá porém hoje, após a reforma de 2006, discutir-se um problema novo: o de saber se a convenção da dação em pagamento, além de relevar como causa de imputação ao abrigo da alínea e), relevará ou não também como *acordo relativo à transmissibilidade das acções* gerador da (nova) presunção contida no nº 4 do artigo 20º e, em caso de não ilisão, do (novo) título de imputação hoje constante na alínea h). Sem aqui poder desenvolver a matéria, diremos que o nosso entendimento da alínea h) é o de que ela *só pode regular* acordos relativos à transmissibilidade de acções *diversos* dos acordos de que resultam direitos aquisitivos previstos na alínea e) (por exemplo, acordos de preferência, de intransmissibilidade, de obrigação unilateral de adquirir ou *put*, etc.), sendo os puros acordos aquisitivos cobertos *exclusivamente* pela alínea e) – sob pena, aliás, de ter de se considerar que a imputação resultante destes acordos aquisitivos teria passado a poder ser ilidida, o que, não sendo porventura negativo, seria pelo menos estranho no contexto da reforma. Em todo o caso, se se considerasse diversamente, pareceria óbvia a possibilidade de ilisão da presunção, por se tratar de puras relações bancárias, alheias à influência sobre a sociedade.

27- CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, ob. cit., pág. 191 e nota 92.

Daí que a própria letra da generalidade das disposições de terceiro nível que acima recenseámos, ao usar uma *formulação relacional* – pessoas que com o oferente se encontram em relações previstas no artigo 20º - sustente e aponte também para a orientação que temos por correcta neste particular domínio.

Ela é a de que estarão, em princípio pelo menos, abrangidas pelas cominações, proibições, deveres ou consequências jurídicas nessas disposições de terceiro nível previstas as pessoas a respeito das quais *a causa de imputação ao participante/oferente seja predominantemente subjectiva*, devendo entender-se não serem esses efeitos jurídicos aplicáveis, por regra, nos casos em que a imputação é predominantemente objectiva, isto é, versa sobre certos e específicos direitos de voto apenas, com independência da identidade de quem os detenha.

Estarão no primeiro caso, seguramente, as pessoas abrangidas pelas alíneas c) e h) do nº 1 do artigo 20º (contrapartes em acordos relativos ao exercício do direito de voto na sociedade em causa, ou em acordos que visem exercício concertado de influência), cujas acções – presente e

futuras, aliás²⁸ – são *na totalidade* imputáveis ao participante/oferente e o são, de resto, de modo recíproco ou biunívoco. Está-lo-ão provavelmente também, em regra, as pessoas referidas nas alíneas b) e d) do nº 1 do artigo 20º, alínea a que parece poder reconhecer-se igualmente incidência predominantemente subjectiva e tendem, por isso, também, a envolver todas as acções detidas²⁹.

Estarão, pelo contrário, ou tenderão a estar, no segundo caso – em que, em regra, não existirá incidência subjectiva de disposições de terceiro nível – as imputações circunscritas ou de raiz predominantemente objectiva, constantes das alíneas a), e), f) e g) do nº 1 do artigo 20º do CVM.

Trata-se de uma orientação geral, repete-se, que porventura poderá ter de ceder ou admitir revisão ou ajustamento em hipóteses particulares.

Mas cremos que essa orientação geral – que temos, como tal, por correcta – poderá contribuir para ajudar a progredir na procura de soluções nesta específica, e ainda pouco trabalhada, zona de funcionalidade “de terceiro grau” da técnica de imputação de votos e das normas do Código dos Valores Mobiliários que dela fazem uso ou invocação.

28- A situação parece, com efeito, dever ter solução paralela com a que maioritariamente se defende em Itália, quer na doutrina quer em comunicações e tomadas de posição da *Consob*, quanto a que a agregação de acções de participantes em *patti parasociale* sobre exercício de direitos de voto abrange todas as acções que forem em cada momento detidas pelos membros do sindicato, e não apenas as que estejam sujeitas às estipulações do pacto ou sejam detidas na data dele. Cfr. a *Comunicazione* nº DIS/99024712 de 31 de Março de 1999 da *Consob*, bem como (ambos acompanhando a conclusão, com *nuances* quanto aos fundamentos) BARTOLOMEO QUATRARO e LUCA G. PICONE, ob. cit., pp. 131 e segts. e PAOLO GIUDICI, ob. cit., pp. 506 e segts..

29- De notar que também na Alemanha relevam para efeitos da contrapartida mínima as aquisições realizadas pelo oferente, sociedades dependentes e pessoas que actuem em concertação com o oferente (§ 31, (1)) e não as que tenham sido efectuadas por qualquer das pessoas referidas no § 30.