

A imputação de direitos de voto para efeitos de OPA's e algumas notas sobre matérias avulsas

CARLOS OSÓRIO DE CASTRO*

1. As matérias versadas

Correspondendo, com satisfação, ao convite que nos foi endereçado para participarmos na edição especial dos Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, em celebração dos 20 anos de vigência do Código dos Valores Mobiliários (CVM), pareceu-nos apropriado combinar uma abordagem sucinta de um par de problemas que, tanto quanto é do nosso conhecimento, não têm merecido a atenção da doutrina, com uma reapreciação, mais desenvolvida, de uma matéria que, bem ao invés, se apresenta como uma verdadeira *vexata quaestio*.

Os temas que trataremos sumariamente são os seguintes:

- o dos contornos da noção de imprevisibilidade das circunstâncias, para efeitos do art. 128º;
- o da (des)conformidade entre os arts. 16º e 20º do CVM¹ e a Directiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004.

A questão que tem sido objecto de acesa controvérsia doutrinal, por sua vez, prende-se com o modo como deve computar-se a participação em sociedade aberta para o efeito de se considerar verificada a ultrapassagem dos limiares legalmente estabelecidos geradora do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição (OPA). Estreitamente ligada a essa surge uma outra, qual

* Advogado, *Partner* da Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados.

¹ Pertencem ao CVM os preceitos doravante citados sem indicação de fonte.

seja a de saber em que casos, ocorrida essa ultrapassagem, não é exigível o lançamento da oferta.

2. A “imprevisibilidade” da alteração das circunstâncias (art. 128º do CVM)

Está aqui em causa o cotejo entre o art. 437º do Código Civil e o art. 128º do CVM: o primeiro desses preceitos subordina o direito à resolução do contrato, ou à modificação dele segundo juízos de equidade, a que “as circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar tiverem sofrido uma alteração anormal”. O segundo condiciona o direito do oferente a modificar a oferta ou a revogá-la (em prazo razoável e mediante autorização da CMVM), à ocorrência de uma “alteração imprevisível (...) das circunstâncias”.

Como refere MENEZES CORDEIRO, o requisito da “anormalidade” do Código Civil prende-se também com a “imprevisibilidade”: “havendo alteração normal, as partes podiam ter previsto a sua ocorrência” (o que é o mesmo que dizer que “havendo alteração anormal, as partes não podiam ter previsto a sua ocorrência”)².

Não obstante, parece-nos haver espaço para uma noção de previsibilidade, própria do direito dos valores mobiliários.

Arrancamos, nesta matéria, do conceito de informação privilegiada (a “informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emitentes ou a um ou mais instrumentos financeiros e que, caso fosse tornada pública, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionados” – art. 7º, nº 1, al. a), do Regulamento (UE) nº 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho).

Relativamente a circunstâncias ou acontecimentos futuros, o art. 7º, nº 2, do citado Regulamento, vem esclarecer que a informação a seu respeito só terá carácter preciso na medida em que aqueles sejam *razoavelmente previsíveis*

No Acórdão *Geltl*³, o Tribunal de Justiça decidiu que “o artigo 1º, nº 1, da Diretiva 2003/124/CE deve ser interpretado no sentido de que o conceito de ‘conjunto de circunstâncias [...] razoavelmente previsíveis ou [de] acontecimento [...] razoavelmente previsível’ tem em vista as circunstâncias ou os acontecimentos futuros em relação aos quais, com base na apreciação global dos elementos já disponíveis, se afigura haver uma perspectiva real de virem a existir ou a ocorrer. Porém, não se pode interpretar este conceito no sentido de que deve

² *Tratado de Direito Civil, IX, Direito das Obrigações*, 3ª edição, págs. 686 e seg.. Ver também OLIVEIRA ASCENÇÃO: “(...) o facto superveniente que está na base do instituto deve ser sempre um facto imprevisível, porque o seu carácter extraordinário impediu que tivesse sido tomado em conta” (*Onerosidade excessiva por “alteração das circunstâncias”*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, 2005, vol. III).

³ Processo C19/11, *Geltl vs. Daimler AG*.

ser tido em conta o alcance do efeito deste conjunto de circunstâncias ou deste acontecimento no preço dos instrumentos financeiros em causa”.

O Considerando 16 do Regulamento 596/2014 veio acolher este entendimento: “Quando a informação privilegiada diz respeito a um processo que ocorre por etapas, cada etapa do processo, bem como o processo no seu conjunto, pode constituir informação privilegiada. Um passo intermédio num processo continuado no tempo pode constituir, por si só, um conjunto de circunstâncias ou um acontecimento que existem ou relativamente ao qual há uma perspetiva realista de virem a existir ou ocorrer, com base numa apreciação global dos elementos já existentes”⁴.

O Acórdão *Geltl* aparentemente cala quanto ao grau de probabilidade envolvido na noção de “perspetiva realista”. Contudo, nas questões prejudiciais suscitadas, o *Bundesgerichtshof* aventou 3 critérios: dois rígidos (elevada probabilidade e maior probabilidade) e um flexível, segundo o qual o grau de probabilidade relevante dependeria do maior ou menor alcance do efeito no preço do conjunto de circunstâncias ou do acontecimento. O Tribunal de Justiça rejeitou expressamente tanto o primeiro critério como o último, pelo que resta concluir que optou pelo segundo (“50% + x”), que foi, também claramente, o acolhido no Regulamento (UE) nº 596/2014. Ou seja: “um acontecimento futuro é razoavelmente previsível quando a probabilidade de o mesmo ocorrer é maior do que a de não ocorrer”.

Pode daqui inferir-se que o mercado não negocia com base em informação sobre acontecimentos futuros relativamente aos quais não exista uma perspetiva realista de virem a existir ou ocorrer, na aceção acabada de precisar. Na ausência dessa perspetiva realista, não possui informação privilegiada quem tem conhecimento da possibilidade de verificação de determinado acontecimento ou conjunto de circunstâncias.

O elemento sistemático impõe que esta noção de previsibilidade seja o correlato do conceito de imprevisibilidade empregado no art. 128º do CVM. Quando se vincula a determinado preço num anúncio preliminar ou num anúncio de lançamento, só é de exigir ao oferente que pondere a evolução razoavelmente previsível (no sentido exposto), e só os riscos envolvidos nessa evolução podem ser postos a seu cargo.

O que se tem de afastar de todo em todo é a tese de que “o regime do art. 128º do Cód. VM se apresenta mais restritivo (...) do que o do regime civil, impedindo que se possa lançar mão daquele no caso de se verificarem alterações

⁴ Embora o Considerando 16 se refira apenas a processos que se desenvolvem por etapas, a valoração aí feita é transponível para todo e qualquer acontecimento futuro, tanto mais que não é fácil distingui-los de outras situações em que se lida com informação prospectiva (ex., planos) – vide KLÖHN, *Marktmissbrauchsverordnung*, 2018, pág. 174.

anormais das circunstâncias, se previsíveis”⁵ – ou seja, a tese de que o que é anormal pode ser previsível.

Tal leitura ignora por completo a nova luz que sobre o art. 128º deitou o art. 185º-B, nº 5, do CVM, introduzido pelo Decreto-Lei nº 219/2006, segundo o qual “o lançamento de oferta concorrente constitui fundamento de revogação de ofertas voluntárias nos termos do artigo 128º” (com o que o legislador foi mais além do que já tinha ido a CMVM no seu Regulamento nº 10/2000, ao estabelecer, no silêncio da lei, que “o lançamento de oferta concorrente pode constituir fundamento de revogação da oferta nos termos do artigo 128º do Código de Valores Mobiliários).

Haverá com certeza algum exagero na observação de PAULA COSTA E SILVA de que “nada é mais previsível do que a possibilidade de ser lançada uma oferta concorrente quando se lança uma oferta pública de aquisição”⁶. Mas o que é certo e seguro é que o lançamento de uma oferta concorrente pode apresentar-se em concreto como um evento totalmente previsível – e, não obstante, constitui *sempre* fundamento de revogação de ofertas voluntárias *nos termos do artigo 128º*

Em face disto, invocar que a noção de “alteração imprevisível” do art. 128º do CVM é mais limitativa que a de “alteração anormal” do art. 437º do C. Cv. é, reitera-se, absolutamente insubsistente.

3. A (des)conformidade entre o art. 20º do CVM e a Directiva 2004/109/CE, de 15 de Dezembro de 2004

3.1 A alteração do art. 3º da Directiva 2004/109/CE decorrente da Directiva 2013/50/UE

Desde a sua redacção original, o art. 9º, nº 1, da Directiva 2004/109/CE impõe que os Estados-Membros de origem assegurem que, no caso de um accionista adquirir ou alienar acções de um emitente cujas acções estejam admitidas à negociação num mercado regulamentado e às quais estejam associados direitos de voto, esse accionista seja obrigado a notificar o emitente da percentagem de direitos de voto que passe a ser por si detida em resultado dessa aquisição ou alienação, se essa percentagem atingir, exceder ou se tornar inferior a um dos seguintes limiares: 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% e 75%.

O art. 10º do mesmo diploma, por sua vez, prescreve que tais requisitos de notificação sejam igualmente aplicáveis às pessoas singulares ou colectivas que

⁵ Esta passagem consta da pág. 30 (nota 35) do Projecto de uma decisão da CMVM no sentido do indeferimento do requerimento apresentado pela Cofina em que se solicitava que se considerasse extinto o procedimento da OPA sobre a Grupo Media Capital e, subsidiariamente, a sua revogação por alteração das circunstâncias.

⁶ *Ofertas Públicas e Alterações de Circunstâncias, Direito dos Valores Mobiliários*, Volume IV, 2003, pág. 141.

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 detidos 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.

Pese embora, como se referiu, estes preceitos se tenham mantido inalterados, *algo de muito substantivo mudou*. Temos em mente o nº 1-A, acrescentado ao art. 3º da Diretiva 2004/109/CE pelo art. 1º, nº 2, da Directiva 2013/50/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 22 de Outubro de 2013, e mais concretamente, o segmento seguinte:

“O Estado-Membro de origem não pode sujeitar os titulares de acções ou as pessoas singulares ou coletivas referidas nos artigos 10º e 13º a requisitos mais rigorosos do que os estabelecidos na presente diretiva, salvo se:

- i) Fixar limiares de notificação adicionais ou mais baixos do que os previstos no artigo 9º, nº 1, e exigir notificações equivalentes em relação aos limiares baseados nas participações no capital;
- ii) Aplicar requisitos mais rigorosos do que os previstos no artigo 12º;
- iii) Aplicar disposições legais, regulamentares ou administrativas aprovadas relativamente a ofertas públicas de aquisição, operações de fusão

e outras operações que afetem a propriedade ou o controlo das sociedades sujeitas à supervisão das autoridades designadas pelos Estados-Membros nos termos do artigo 4º da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição”.

O sentido desta disposição é claro, e mais claro se torna ainda se a mesma for lida à luz do Considerando 12 da Directiva 2013/50/EU que, para comodidade do leitor, aqui se reproduz, na parte relevante:

“Um regime harmonizado de notificação de participações qualificadas com direitos de voto, em especial no que se refere à agregação da detenção de ações com a detenção de instrumentos financeiros, deverá melhorar a segurança jurídica, aumentar a transparência e reduzir os encargos administrativos dos investidores transfronteiriços. *Por conseguinte, não deverá ser permitido que os Estados-Membros adotem regras mais rigorosas do que as previstas na Diretiva 2004/109/CE em matéria de cálculo dos limiares de notificação, de agregação da detenção de direitos de voto associados a ações com a detenção de direitos de voto associados a instrumentos financeiros, e de isenções de requisitos de notificação (...) (itálico acrescentado).*

Em duas palavras: a Directiva 2004/25/CE consagra apenas *requisitos mínimos*, dando aos Estados-Membros liberdade para estabelecerem regimes mais rigorosos. Com as alterações introduzidas pela Directiva 2013/50/EU, contudo, o que antes consubstanciava uma mera *harmonização mínima* volveu-se numa *harmonização máxima* ou *plena* quanto aos aspectos acima citados (designadamente *cálculo dos limiares de notificação*, agregação da detenção de direitos de voto associados a ações com a detenção de direitos de voto associados a instrumentos financeiros, e isenções de requisitos de notificação)⁷.

3.2 As normas do art. 20º contrárias à Directiva 2004/109/CE por violação do art. 3º, nº 1-A e 10º deste acto comunitário

As alterações à Directiva 2004/109/CE introduzidas pela Directiva 2013/50/UE deviam ter sido transpostas para a nossa ordem jurídica até 27 de Novembro de 2015.

⁷ Ver, neste sentido, no quadro do direito alemão, PASHCOS/FLEISCHER, *Übernahmerecht – Handbuch*, §11, anotação 74, BURGARD/HEIMANN, *Beteiligungspublizität nach dem Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie*, in *Wertpapier-Mitteilungen. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 2015, pág. 1449, HITZER/HAUSER, *Stimmrechtszurechnung: acting in concert und Kettenzurechnung im Lichte der vollharmonisierenden Wirkung der Transparenzrichtlinie*, in *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2016, pág. 1365 e KRAACK, *Beteiligungspublizität bei Erwerbs- und Übernahmeangeboten*, in *Die Aktiengesellschaft*, 2017, pág. 677.

Vem daqui que, a partir desta data, se tornaram desconformes com o direito comunitário, desde logo, todas as normas do art. 20º do CVM que consagram imputações de direitos de voto assentes em circunstâncias que não se enquadrem nas tipologias taxativas previstas na Directiva 2004/109/CE. Essas não podem, por conseguinte, ser invocadas contra os putativos sujeitos de deveres de comunicação de aquisições e/ou alienações de participações qualificadas, visto que, sendo as disposições da Directiva infringidas incondicionais e suficientemente claras e precisas, delas se desprende o chamado efeito directo vertical⁸.

Estão neste caso inúmeras das alíneas do art. 20º, nº 1 (por ex., as als. c), d), f), h)⁹ e j)), salvo se, e na medida em que, por via de uma interpretação restritiva, possa assegurar-se coincidência entre as respectivas hipóteses e alguma das previstas na Directiva 2004/109/CE^{10/11}.

⁸ Acórdãos do Tribunal de Justiça de 4 de Dezembro de 1974 (*Van Duyn*) e de 5 de abril de 1979 (*Ratti*).

⁹ No sentido de que a harmonização prosseguida pela Directiva 2004/109/CE consente apesar de tudo aos Estados-Membros, por força do disposto no art. 3º, nº 1-A, iii), uma configuração da “actuação concertada” em moldes distintos dos previstos no art. 10º, al. a), veja-se, porém, VEIL, *Beteiligungstransparenz im Kapitalmarktrecht, in Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 2013, pág. 434 e PARMENTIER, *Die Revision der EU-Transparenzrichtlinie für börsennotierte Unternehmen, in Die Aktiengesellschaft*, 2014, págs. 18 e seg.. Em sentido oposto, com argumentos convincentes, por todos, KRAACK, ob. cit., págs. 679 e seg. Por seu turno, SHÜRNBRAND (*in* EMMERICH/HABERSACK, *Aktien- und GmbH-Konzernrecht*, 8ª edição, anotação 4 ao § 22 WpHG), entende que, quando a questão vier a ser suscitada perante um órgão jurisdicional nacional cujas decisões não sejam suscetíveis de recurso judicial, este estará obrigado a submetê-la ao Tribunal de Justiça nos termos do art. 267º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia, em virtude de a sobredita interpretação (referida como sendo a dominante), não ter suporte evidente nem no texto do novo nº 1-A do art. 3º da Directiva 2004/109/CE nem no do Considerando 12 da Directiva 2013/50/EU. Sublinhe-se que o que os autores citados discutem são os contornos possíveis da noção de “actuação concertada” para efeitos do instituto da comunicação de participações qualificadas e não para efeitos de OPA's, pois este último é um domínio em que, no plano do direito comunitário, a Directiva 2004/109/CE não cobra relevo (cfr. a nota 11, infra).

¹⁰ Como é sabido, as normas jurídicas nacionais que tenham como objectivo a transposição de uma directiva, ou que, pelo menos, contendam com o seu âmbito de aplicação, devem ser objecto de uma interpretação conforme a essa mesma directiva, se o teor literal de tais comandos comportar um sentido que seja com ela compatível – cfr., entre muitos outros, os Acórdãos do Tribunal de Justiça *von Colson und Kamann* e *Marleasing* (reproduz-se, deste último Acórdão, o trecho seguinte: “(...) deve recordar-se que, como o Tribunal precisou no acórdão de 10 de Abril de 1984, *Von Colson e Kamann*, nº 26 (14/83, Recueil, p. 1891), a obrigação dos Estados-membros, decorrente de uma directiva, de atingir o resultado por ela prosseguido, bem como o seu dever, por força do artigo 5º do Tratado, de tomar todas as medidas gerais ou especiais adequadas a assegurar a execução dessa obrigação, impõem-se a todas as autoridades dos Estados-membros, incluindo, no âmbito das suas competências, os órgãos jurisdicionais. Daqui resulta que, ao aplicar o direito nacional, quer se trate de disposições anteriores ou posteriores à directiva, o órgão jurisdicional nacional chamado a interpretá-lo é obrigado a fazê-lo, na medida do possível, à luz do texto e da finalidade da directiva,

3.3 A desconformidade entre o arts. 16º e 20º do CVM e os arts. 3º, nº 1-A, 9º, 10º, 13º e 13º-A da Directiva 2004/109/CE

Também por efeito das alterações introduzidas pela Directiva 2013/50/EU, a Directiva 2004/109/CE passou prever a divulgação de instrumentos financeiros “que provocam para os investidores uma certa exposição económica face às empresas” (*vide* o Considerando 9 da dita Directiva 2013/50/EU)¹².

Enquanto o dever de notificação previsto nos arts. 9º e 10º da Directiva 2004/109/CE tem como escopo assegurar a transparência das relações de poder no seio da sociedade e das alterações significativas de que sejam objecto, o propósito do dever de notificação estabelecido nos art. 13º do mesmo diploma é

para atingir o resultado por ela prosseguido e cumprir desta forma o artigo 189º, terceiro parágrafo, do Tratado”).

¹¹ Entendemos, para dar apenas um exemplo, que, não podendo relevar qualquer acordo relativo ao exercício de voto (art. 20º, nº 1, al. c)), se deve restringir a letra da lei de modo a que apenas sejam abarcados os “acordos celebrados entre o participante e um terceiro 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” (estamos no domínio da interpretação restritiva e não no da redução teleológica “porque o espírito da lei configura o género previsto na hipótese da norma em termos de excluir espécies que nelas seriam subsumíveis segundo a letra da lei” – ALEXANDRE LIBÓRIO DIAS PEREIRA, *Da equidade (fragmentos)*, disponível *online*. Essa restrição, por sua vez, não pode deixar de projectar-se na interpretação do art. 20º, nº 1, al. h) (embora esta disposição, mesmo com o sentido que precisaremos já de seguida, só possa ser atendida para fundar um dever de OPA, e não um dever de comunicação de aquisição ou alienação de uma participação qualificada, por nem assim entendida ser passível de subsunção a um dos tipos de imputação previstos na Directiva 2004/109/CE). Ambos os preceitos tratam da concertação: no plano do exercício de direitos de voto (al. c)), e no da actuação directa sobre os órgãos sociais, *maxime* sobre o órgão de administração (al. h)) – *tertium non datur*. Ora assente que os acordos de voto só desencadeiam uma imputação se tiverem como objectivo a implementação de “uma política comum duradoura em relação à gestão do emitente em causa”, é patente que a mesma solução não pode deixar de valer para efeitos do art. 20º, nº 1 al. h) (excepção feita à coordenação com vista a frustrar a alteração de domínio, que só por redução teleológica se poderia desconsiderar) sob pena de se incorrer em intolerável contradição valorativa: não seria concebível que a concertação fosse aqui relevante e acolá desprovida de efeitos, não em consequência de diferenças de conteúdo ou de alcance, mas apenas em atenção aos meios utilizados. De resto, mesmo para efeitos de OPA’s, é a relevância da concertação entendida deste modo que corresponde à boa solução (ver, *infra*, sob o nº 4.3.8, *in fine* e nota 45).

¹² O art. 13º da Directiva 2004/109/CE, tal como alterado pela Directiva 2013/50/EU, prevê duas grandes categorias de instrumentos financeiros: os que “por força de um acordo formal, confirmam ao titular, no prazo de vencimento, o direito incondicional de adquirir, ou a opção de adquirir ou não, ações já emitidas de um emitente cujas ações estejam admitidas à negociação num mercado regulamentado e às quais estejam associados direitos de voto”, os quais, *grosso modo*, já constavam do texto original; e os que, indexados às ditas ações, não estando incluídos na categoria anterior, tenham um efeito económico similar ao dos instrumentos financeiros dessa categoria, quer dêem ou não direito a liquidação física, os quais, pelo contrário, representam uma figura nova.

antes o garantir a publicidade de modificações *potenciais* da estrutura accionista tão cedo e de modo tão compreensivo quanto possível.

Além do dever de notificação ligados à detenção de direitos de voto (arts. 9º e 10º) e do dever de notificação ligado à detenção de instrumentos financeiros (art. 13º), a Diretiva 2004/109/CE obriga ainda a que exista um terceiro dever de notificação (art. 13º-A), o qual tem por base a consideração agregada do número de direitos de voto detidos direta ou indiretamente, nos termos dos artigos 9º e 10º, por um lado, e do número de direitos de voto relativos aos instrumentos financeiros detidos direta ou indiretamente, nos termos do artigo 13º, por outro lado.

Ao consagrar, no art. 16º, somente este último dever, o legislador português fez, portanto, uma incorrecta transposição da Directiva 2004/109/CE¹³.

4. A contagem dos direitos de voto “nos termos do art. 20º” para efeitos de constituição do dever de lançamento de OPA e os casos em que o cumprimento desse dever é inexigível

4.1 A polémica

O CVM prevê, no seu art. 187º, um dever de, em determinadas situações, se lançar uma oferta pública de aquisição (OPA) sobre a totalidade das acções representativas do capital social de uma sociedade aberta, bem como sobre todos os “valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição”¹⁴. Assim sucedia já, de resto, no domínio de vigência do anterior Código do Mercado de Valores Mobiliários, em moldes, porém, assinalavelmente distintos (cfr. os respectivos arts. 527º e 528º).

Tal dever está agora associado, concretamente, à obtenção pelo obrigado de uma percentagem dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade em causa que exceda seja um terço, seja metade dos mesmos (art. 187º, nº 1, do CVM)¹⁵. No primeiro dos casos, porém – e, *apertis verbis*, apenas nesse –,

¹³ Em coerência com a existência de um único dever de notificação, misturam-se, no art. 20º, direitos de voto que “pertencem” ao participante com direitos de voto meramente *hipotéticos* (relativos a instrumentos financeiros), o que torna a solução particularmente inadequada mercê da remissão de que o art. 20º é objecto, para efeitos da constituição de um dever de OPA (art. 187º, nº 1).

¹⁴ A dicotomia subscrição/aquisição consta da própria lei, mas é injustificada, pois a subscrição é simplesmente uma das modalidades possíveis de aquisição de acções (em sentido contrário, aludindo a uma “diferença conceptual” entre subscrição e aquisição, vejase 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, pág. 211, nota 36).

¹⁵ *Brevitatis causa*, ao aludirmos a percentagens de direitos de voto omitiremos frequentemente a referência a que se trata dos “direitos de voto correspondentes ao capital social de determinada

não será exigível o lançamento da oferta se for feita prova perante a CMVM de que a pessoa que a ele estaria obrigado não tem o domínio da sociedade visada nem está com ela em relação de grupo (art. 187º, nº 2, do CVM), sendo certo, por outro lado, que, ainda nesse caso, o dever nem chega a surgir se os estatutos da sociedade visada o afastarem, contanto que esta não tenha acções ou valores mobiliários que confirmem direito à sua aquisição admitidos à negociação em mercado regulamentado (art. 187º, nº 4, do CVM).

Ocorre que, para efeitos do cômputo das percentagens de direitos de voto cuja ultrapassagem origina o dever de OPA, a lei remete para o art. 20º (“directamente ou nos termos do nº 1 do artigo 20º”, diz-nos o art. 187º, nº 1), ou seja, para um preceito que integra o instituto da comunicação da aquisição e alienação de participações qualificadas.

A doutrina diverge quanto ao significado e alcance dessa remissão.

De uma banda estão aqueles para quem tal remissão não pode ter como corolário que todas e quaisquer imputações ditadas pelo art. 20º, nº 1, interpretado no quadro daquilo que é o seu terreno próprio (directo) de aplicação, hajam de ser acriticamente aceites, tal e qual, para os efeitos do art. 187º, nº 1; impor-se-á, pelo contrário, uma ponderação das finalidades especificamente prosseguidas por este último preceito, para *validar* ou *corrigir* cada imputação à luz desses fins, levando, designadamente, a que devam desconsiderar-se as imputações que, justificáveis embora para efeitos de transparência (de obrigações de *informação*), se mostrem irrelevantes à luz da teleologia do instituto das OPAs obrigatórias¹⁶.

sociedade aberta”; pela mesma razão usaremos também amiúde o termo “votos” como sinónimo de “direitos de voto”.

¹⁶ Com a devida vénia, valemo-nos aqui da extensa recensão, compilada por DANIELA FARTO BAPTISTA, dos autores que enfileiram nesta corrente doutrinária: VÍTOR PEREIRA NEVES – *A Natureza Transitiva dos critérios de Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in AA.VV. – *Estudos Comemorativos dos 20 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, Volume II, Coimbra: Almedina, 2008, págs. 507-541, em especial págs. 508-509, 518-519 e 529-532, VÍTOR PEREIRA NEVES – *Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e de exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição*, in AA. VV. – *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Vol. I, Coimbra: Almedina, 2011, págs. 711-754, em especial págs. 712-715, 724-725 e 742-754, PAULA COSTA E SILVA – *A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição*, in AA. VV. – *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra: Almedina, 2007, págs. 243-282, em especial págs. 253, 268-269, 271, 280-282, HUGO MOREDO SANTOS – *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra Editora, 2011, págs. 493-504, JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, CadMVM, nº 26, Abril de 2007, págs. 59-69, em especial págs. 68-69, JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa: Universidade Católica Editora, 2010, págs. 201, 207-208, 210, 217-219, 240, 269, 271-272, 309-310, JOÃO CUNHA VAZ – *A OPA e o Controlo Societário: A Regra de Não Frustração*, Coimbra: Almedina, 2013, págs. 316-320 e 327, JOSÉ PEDRO FAZENDA MARTINS – *Operações sobre Instrumentos Derivados, Imputação de Direitos de Voto e Contrapartida da Oferta Pública de Aquisição*,

Do outro lado da barricada estão, claro, os que pensam o contrário¹⁷: a remissão vale de pleno, sem necessidade de averiguações suplementares.

in AA. VV. – *Estudos em Memória do Professor Doutor Paulo M. Sendin, Direito e Justiça – Revista da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa*, Volume Especial, Lisboa: Universidade Católica Editora, 2012, págs. 133-166, em especial págs. 155-156, e ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA – *OPA obrigatória e controlo indireto*, RDS, Número 3, Ano IV, 2012, págs. 593-661, em especial págs. 633-634. A estes autores ainda cabe juntar JULIANO FERREIRA, *A imputação de direitos de voto no cruzamento entre transparência e oferta pública de aquisição*, no prelo: embora este autor não deixe de reconhecer, a dado passo, que o legislador expressamente rejeitou um modelo assente na diferenciação entre os critérios de imputação para efeitos de transparência, por um lado, e para efeitos de OPA, por outro, citando até em abono disso o Relatório final da Consulta Pública nº 11/2005 sobre o Anteprojecto de diploma de transposição da Directiva das OPA, a que aludiremos na nota seguinte, as conclusões a que chega contrariam essa premissa, na medida em que, para efeitos da própria ultrapassagem dos limiares de obrigatoriedade de OPA, vem a defender a desconsideração dos direitos de voto, imputáveis nos termos do art. 20º, relativamente aos quais a influência do participante seja apenas potencial (por oposição àqueles que por ele sejam efectivamente controláveis).

¹⁷ Incluem-se neste grupo, designadamente, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 1ª edição, págs. 555 e seg., e O *Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição cit.*, em especial pág. 207, ORLANDO VOGLER GUINÉ – *Do contrato de gestão de carteiras e do exercício do direito de voto: OPA obrigatória, comunicação de participação qualificada e imputação de direitos de voto*, in AA. VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra: Coimbra Editora, 2008, págs. 151-181, em especial págs. 174-175, DANIELA FARTO BATISTA, *A atuação concertada como fundamento de imputação de direitos de voto*, Universidade Católica Editora, págs. 587 e seg. e ANA REIS CASTRO, *A imputação de votos nos termos do artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários*, (disponível em <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/21505/1/Dissertação%2017.07.2016.pdf>) págs. 32 e segs. Com alguma dúvida, vide JOÃO SOARES DA SILVA – *Algumas observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, nº 26, Abril de 2007, págs. 47-58, em especial nota 3, pág. 49. Em abono desta posição pode ainda invocar-se o Relatório final da Consulta Pública nº 11/2005 sobre o Anteprojecto de diploma de transposição da Directiva das OPA's (disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/2d9c184049c14765b3b28d9aef343e65FBStatementDirectivaOPAS.pdf>): “Os deveres de comunicação sobre aquisição e alienação de participação qualificada visam assegurar a todos os investidores o conhecimento de um facto que, devido às repercussões na estrutura accionista e inerentes relações de poder dentro da sociedade, é essencial na tomada de decisões de investimento ou de desinvestimento. Por seu lado, a consagração do dever de lançamento de OPA justifica-se com a tutela do direito de saída dos accionistas minoritários em caso de alteração da estrutura de controlo da sociedade. As finalidades normativas atrás referidas, apesar de distintas, assentam, porém, no mesmo pressuposto de base: o de que ao participante devem ser imputados os direitos de voto cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou influenciável. Nestes termos, mal se compreenderia que o legislador para efeitos da divulgação de aquisição ou alienação de participação qualificada, considerasse uma situação de facto como fundamento de imputação dos direitos de voto e, simultaneamente, para efeitos do cálculo da mesma participação qualificada na aferição do dever de lançamento de OPA, considerasse o oposto. Tal equivaleria ao reconhecimento da falência do pressuposto de base como pedra angular do esquema de imputações de direitos de voto” (itálico acrescentado).

4.2 A corrente restritiva: desenvolvimento

Julgamos que os autores inseridos nesta corrente não terão reboço em alinhar ou com JULIANO FERREIRA ou com VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, no que respeita às conclusões que tais autores, respectivamente, expressam assim¹⁸:

- “(...) a identificação de posições de controlo haverá de se determinar, num primeiro momento, mediante identificação da participação qualificada do participante, por recurso ao art. 20º, para, num segundo momento, submeter a participação qualificada ao teste do domínio (do art. 21º). Só assim será possível diferenciar os direitos de voto que sejam efetivamente controláveis pelo participante daqueles relativamente aos quais a influência é apenas potencial, assim verificando se aquele se encontra ou não em posição de exercer influência dominante sobre a sociedade, por referência ao poder de disposição de direitos de voto em medida superior a um terço ou metade dos direitos de voto”¹⁹.
- “(...) é ao intérprete que cabe partir do pressuposto de que, para efeitos de aplicação do artigo 187º, os direitos de voto imputáveis a um determinado participante, com relevância para satisfação dos critérios quantitativos fixados neste mesmo artigo, não são necessariamente todos os direitos de voto imputáveis ao participante em causa para efeitos de transparência, nos termos do art. 20º.

Assim, é ao mesmo intérprete que cabe, em primeiro lugar, crivar todos estes direitos de voto em função dos critérios e dos fins específicos visados pelo artigo 187º, distinguindo os direitos de voto imputáveis de acordo com o número 1 do artigo 20º que são efectivamente relevantes para constituição do dever de lançamento de OPA daqueles outros que se devem ter por irrelevantes para este efeito. E este exercício prévio, onde entra o tal juízo qualitativo sobre a intensidade mínima da conexão entre o participante e cada um dos direitos de voto que lhe são imputáveis, deve ser concretizado, de forma uniforme, independentemente de qual seja o limiar mínimo de natureza quantitativa cuja ultrapassagem se esteja a testar.

Apenas num segundo momento, após a selecção final dos direitos de votos imputáveis que sejam relevantes para a constituição do dever

¹⁸ As posições destes autores não são inteiramente coincidentes, como veremos já de seguida: VÍTOR PEREIRA NEVES entende que certos dos critérios do art. 20º, nº 1, pura e simplesmente não são convocáveis no quadro do art. 187º, nº 1, ao passo que JULIANO FERREIRA, numa fase inicial, os toma todos em consideração, para só depois, num segundo passo, desconsiderar os direitos de voto que o participante não possa efetivamente controlar.

¹⁹ JULIANO FERREIRA, ob. cit..

de lançamento de OPA, é que importa somar todos estes direitos para verificar se os mesmos ficam aquém, ou vão além, dos limiares de relevância indicados no número 1 do artigo 187º, sabendo que então, mas apenas então, o tratamento a dar a quem tenha ultrapassado o primeiro limiar correspondente a um terço dos direitos de voto ou a quem tenha ultrapassado o segundo limiar correspondente a metade desses direitos é, ou pode ser, em face do número 2 do artigo 187º, manifestamente distinto”²⁰.

Quando, porém, nos interrogamos sobre quais são afinal “os direitos de voto imputáveis de acordo com o número 1 do artigo 20º que são efectivamente relevantes para constituição do dever de lançamento de OPA”, apenas VÍTOR FERREIRA DAS NEVES responde cabalmente ao quesito. Segundo este autor, “para os efeitos do número 1 do artigo 187º, só deverão considerar-se relevantes, de todos os votos imputáveis nos termos do número 1 do artigo 20º, aqueles que, pela sua fonte e pela abrangência das matérias a que se reportem, sejam adequados à instalação daquela situação de influência dominante. É por isso que concluímos que, em geral, apenas se deverão considerar relevantes os votos imputáveis até ‘parte’ da alínea c) do número 1 do artigo 20º e na estrita medida em que os votos em causa recaiam (como reduto mínimo) na eleição da maioria dos membros dos órgãos de administração ou de fiscalização das sociedades abertas”²¹.

A ser assim, convenhamos que da remissão sobrarão realmente muito pouco...

²⁰ VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, *Delimitação dos votos relevantes...* cit., págs. 724 e seg.. As posições deste autor estarão frequentemente na nossa mira, por nos parecer ser um dos que de modo mais eloquente e profundo sustenta teses contrárias às que perfilhamos.

²¹ Ult. ob. cit., pág. 754. VÍTOR PEREIRA DAS NEVES escreve em 2011, quando o nº 1 do art. 20º incluía as seguintes alíneas: a) Detidos por terceiros 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; e) Que o participante possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os respectivos titulares; f) Inerentes a acções detidas em garantia pelo participante ou por este administradas ou depositadas junto dele, se os direitos de voto lhe tiverem sido atribuídos; g) Detidos por titulares do direito de voto que tenham conferido ao participante poderes discricionários para o seu exercício; h) 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; i) Imputáveis a qualquer das pessoas referidas numa das alíneas anteriores por aplicação, com as devidas adaptações, de critério constante de alguma das outras alíneas.

4.3 A posição tomada

4.3.1 A remissão como técnica legislativa

Logo após a entrada em vigor do CVM, tivemos a oportunidade de manifestar a nossa opinião acerca do ponto que ora nos ocupa. Num artigo então publicado, escrevemos:

“O CVM define as participações qualificadas no seu art. 16º, a propósito da disciplina dos deveres de comunicação (e subsequente divulgação) da respectiva aquisição e alienação (e em cumprimento, como se viu, de uma directiva comunitária); para nós, portanto, é líquido que a noção de participação qualificada e as regras sobre o seu cômputo integram esse instituto, devendo ser lidos à luz das correspondentes valorações – sendo aos resultados assim obtidos que se reportam as remissões constantes de outros lugares da lei. E isto é assim, note-se, também pelo que concerne ao art. 187º, nº 1, do CVM (que, como se disse já, determina que a contagem dos votos, para efeitos do regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, se faça nos termos do art. 20º). A remissão não é uma mera técnica de “cortar e colar”, usada pelo legislador para (se for o caso) editar no seio de certo instituto uma norma que, conquanto com o mesmo texto de outra pertencente a instituto distinto, não dispensaria um esforço interpretativo autónomo, em homenagem à especificidade do seu local sistemático. Não: através da remissão, o legislador importa a norma com o sentido que ela tem no seu instituto de origem, precisamente porque entende existir analogia entre os casos (cfr. BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, 1983, pág. 107); ressalvadas são sempre apenas as “devidas adaptações”, as quais, todavia, se circunscrevem aos ajustamentos necessários para permitir que aquela mesma regra, com o critério valorativo que lhe estiver subjacente, possa valer num domínio diferente daquele para o qual foi originariamente pensada – não podendo redundar, ao cabo e ao resto, numa substituição desse critério por outro, alegadamente mais consentâneo com as particularidades do instituto ‘receptor’ (o que, no fundo, redundaria em repudiá-la analogia justamente pressuposta pela lei)”²².

²² *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários, Cadernos de Valores Mobiliários*, Abril de 2000, pág. 164, em nota. Como é sabido, era no direito alemão que existiam preceitos distintos, mas com a mesmíssima redacção, em sede de contagem de votos, tanto para efeitos do instituto das participações qualificadas como para efeitos de determinar se se ultrapassou o limiar a partir do qual se constitui o dever de lançamento de OPA. E a possibilidade de uma interpretação autónoma do preceito relativo às OPAs obrigatórias face ao respeitante à divulgação da aquisição e alienação de participações qualificadas, sendo embora controvertida, não era liminarmente excluída *justamente* porque o primeiro desses preceitos não remete para o segundo, limitando-se a reproduzir o respectivo texto (cfr. ROTHENFUSSER, in PASHCOS/FLEISCHER, ob. cit., §11, anotação 173).

É importante observar que este entendimento não é prejudicado pela ideia, que defendemos acima, segundo a qual as imputações de direitos de voto fundadas em circunstâncias que não se enquadrem nas tipologias taxativas previstas na Directiva 2004/109/CE violam o art. 3º, nº 1-A dessa Directiva não podem ser invocadas para efeitos da imposição de deveres de comunicação em matéria de participações qualificadas. Não obstante tal acto comunitário ser alheio à temática das ofertas públicas de aquisição (o acto comunitário relevante é aqui a Directiva 2004/25/CE, de 21 de Abril de 2004), falhada que seja uma interpretação passível de assegurar a sua conformidade com a Directiva 2004/109/CE, nem por isso as normas do nº 1 do art. 20º contrárias a essa mesma Directiva, conquanto inaplicáveis, deixam de ter sido queridas pelo legislador como *peças* do instituto das participações qualificadas. Daí que a interpretação dos critérios de imputação em causa, para efeitos do art. 187º, nº 1, inclusive após 27 de Novembro de 2015²³, não possa passar a fazer-se encarando-os como *fattispecie* autónomas face às suas *homónimas* do art. 20º (com o fito de que o seu alcance não tenha de coincidir com o que a estas últimas se deva atribuir no contexto do mesmo art. 20º).

4.3.2 Os limites de uma visão alternativa

Quem não subscrever este ponto de vista terá por força de aceitar, *como mínimo*, que o art. 187º, nº 1 deve ser encarado como se reproduzisse todas as alíneas do art. 20º, sujeitando-as então a uma interpretação de acordo com as valorações próprias do instituto das OPAs obrigatórias²⁴.

Todas as alíneas do art. 20º, sublinhe-se. A “remissão” para o art. 20º (que, no quadro desta concepção, seria entendida como mera “apropriação” do respectivo texto) não faz a propósito nenhuma distinção; e o facto de que todas as alíneas do nº 1 do art. 20º são realmente visadas é atestado (conquanto o ponto dispensasse corroboração) pelo art. 192º, nº 3, que, relativamente à inibição de votos cominada para o incumprimento do dever de lançamento de OPA, estatui o seguinte: “A inibição abrange, em primeiro lugar, as acções de que a pessoa obrigada ao lançamento é titular directo e, sucessivamente, na medida do necessário, aquelas de que são titulares as pessoas indicadas no nº 1 do artigo

²³ Que era, recorde-se, a data limite para a transposição da Directiva 2004/109/CE, com as modificações introduzidas pela Directiva 2013/50/EU.

²⁴ Mesmo isso, de resto, é muito discutível: “Se preceitos com a mesma redacção, em particular pertencentes à mesma matéria normativa, devem, de acordo com a vontade subjectiva do legislador histórico, ser interpretados da mesma maneira, não há margem para quaisquer tipos de discussão” – SCHÜPPEN/WALTZ, in *Frankfurter Kommentar zum WpÜG*, HAARMAAN/SCHÜPPEN, anotação 88 ao § 30. Recorde-se, a propósito, o Relatório final da Consulta Pública nº 11/2005 sobre o Anteprojecto de diploma de transposição da Directiva das OPA, atrás citado (nota 17).

20º, segundo a ordem das respectivas alíneas, e, em relação a pessoas referidas na mesma alínea, na proporção das acções detidas por cada uma delas”.

4.3.3 Redução teleológica?

Ninguém discute, claro está, que o art. 20º do CVM tem de ser objecto de interpretação nos termos gerais, podendo, pois, aqui e ali, ser objecto de uma leitura restritiva, onde isso seja de preceito em obediência aos cânones hermenêuticos gerais.

Mas o mais que se ganha com a concepção alternativa a que vimos de nos referir é o se que se explicitou acima: uma interpretação restritiva poderá louvar-se então na finalidade que deva assinalar-se a um preceito inserido no instituto das OPAs obrigatórias, ainda que a sua redacção coincida com a do art. 20º.

Tal é, todavia, manifestamente *curto* para justificar os resultados propostos por VÍTOR PEREIRA DAS NEVES e demais autores que mais ou menos afinam pelo mesmo diapasão, uma vez que as soluções que eles preconizam ou não têm suporte no sentido literal possível, entrando adentro do terreno da redução teleológica²⁵, ou (as mais das vezes, aliás), pura e simplesmente consubstanciam uma verdadeira interpretação ab-rogante, afastando o resultado da interpretação com fundamento em injustiça, inoportunidade ou inconveniência.

Não cabe no propósito deste trabalho discutir a (in)admissibilidade da interpretação ab-rogante, e, em geral, da interpretação correctiva (ou os limites dessa admissibilidade, não sendo elas objecto de rejeição liminar). Limitar-nos-emos a demonstrar que, *in casu*, nem a própria redução teleológica (que representa obviamente um *minus*) é aceitável. Vejamos.

Importa neste contexto ter presente que a violação do dever de lançamento de uma OPA constitui uma contra-ordenação muito grave – art. 392º, nº 2,

²⁵ KARL LARENZ (*Metodologia da Ciência do Direito*, 3ª edição, tradução portuguesa de JOSÉ LAMEGO, Fundação Calouste Gulbenkian, 1997, págs. 555 a 557), explicita em que consiste a redução teleológica nestes termos:

“Qualificámos de lacuna ‘oculta’ o caso em que uma regra legal, contra o seu sentido literal, mas de acordo com a teleologia imanente à lei, precisa de uma restrição que não está contida no texto legal. A integração de uma tal lacuna efetua-se acrescentando a restrição que é requerida em conformidade com o sentido. Visto que com isso a regra contida na lei, concebida demasiado amplamente segundo o seu sentido literal, se reconduz e é reduzida ao âmbito de aplicação que lhe corresponde segundo o fim da regulação ou a conexão de sentido da lei, falamos de uma «redução teleológica» [...]. É também usual o termo «restrição» [...]. A redução teleológica comporta-se em relação à interpretação restritiva de modo semelhante à analogia particular em relação à interpretação extensiva. O âmbito de aplicação da norma umas vezes reduz-se mais do que indica o limite que se infere do sentido literal possível e outras vezes amplia-se. Em ambos os casos, trata-se de uma continuidade de interpretação transcendendo o limite do sentido literal possível. Como este limite é ‘fluido’, pode ser duvidoso, no caso particular, se se trata ainda de uma interpretação restritiva ou já de uma redução teleológica”.

al. h). Ora, como sabemos, não é permitido o recurso à analogia nos domínios penal e contra-ordenacional²⁶.

No nosso estudo atrás citado defendemos, quanto ao dever imposto pelo art. 16º, que, embora ele seja assistido por uma sanção contra-ordenacional, se insere no direito do mercado de capitais e reveste até, em parte, carácter jurídico-privado, para depois concluir que o respeito da proibição da analogia demandará exclusivamente que se não recorra a essa técnica para efeitos contra-ordenacionais e apenas para estes. O âmbito do dever não deixaria, portanto, de poder ser estendido, em via analógica: a sua violação com esse conteúdo assim alargado simplesmente não poderia configurar uma contra-ordenação.

Os desenvolvimentos doutrinários e jurisprudenciais entretanto ocorridos levam-nos a uma mudança de posição²⁷.

Uma interpretação diferenciada²⁸, de facto, não se nos afigura agora conforme com a técnica utilizada. Pois a lei regula de modo geral, e com abstracção das sanções aplicáveis, o conteúdo dos deveres em causa e as hipóteses de imputação. Na norma contra-ordenacional, os deveres sancionados são caracterizados por mera remissão para os preceitos em que os contornos dos mesmos são recortados *em geral*. Donde que não seja sequer necessário o apelo a um qualquer princípio da unidade do sistema jurídico; é a própria técnica legislativa que se opõe a que o art. 16º, em conexão com o art. 20º, possa ser interpretado de modo distinto consoante a natureza das sanções cuja aplicação esteja em causa (contraordenacionais ou antes jurídico-civis)²⁹.

Isto que se diz quanto aos arts. 16º e 20º vale obviamente, do mesmo modo, para a conjugação dos arts. 187º e 20º³⁰.

²⁶ Cfr., por todos, o Acórdão do Tribunal Constitucional nº 297/2016: “os princípios com relevo em matéria penal, como os da *legalidade*, da culpa, *non bis in idem*, da não retroatividade, da proibição dos efeitos automáticos das penas, da proibição da transmissão da responsabilidade penal, podem estender-se ao domínio contraordenacional, até porque são derivados de princípios do Estado de Direito e da segurança jurídica, nomeadamente sob o seu aspeto de proteção da confiança, princípios constitucionais de validade fundamentante da ordem jurídica” (itálico acrescentado).

²⁷ Quanto a este ponto e a alguns outros, diga-se em abono da verdade, como adiante se poderá observar. Em jeito jocoso, parafraseando o cantor Paulo de Carvalho: “20 anos é muito tempo, muitos dias, muitas horas a pensar”.

²⁸ “Esquizofrénica”, chama-lhe SÜSSMANN (in ANGERER/GEIBEL/SÜSSMANN, *WpÜG, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, 3ª edição, § 30, anotação 1, em nota).

²⁹ Assim, no quadro do ordenamento alemão, ROTHENFUSSE, ob. cit., §11, anotação 163.

³⁰ A dita interpretação diferenciada foi já rejeitada pelo Tribunal Federal Alemão tanto no que se refere ao dever de lançamento de OPA como aos deveres de comunicação da aquisição e alienação de participações qualificadas, em decisões proferidas, respectivamente, em 2006 e 2011 (cfr. Acórdãos de 18/9/2006, disponível em <https://openjur.de/u/80497.html>, e de 19/07/2011, disponível em <https://openjur.de/u/227136.html>).

À primeira vista, estas considerações são alheias ao nosso tema: de uma redução teleológica – dir-se-á –, só poderá decorrer, por definição, uma compressão do âmbito de um dever sancionado criminal ou contra-ordenacionalmente, pelo que a mesma nunca seria susceptível de redundar *in malam partem*, mantendo-se por via disso infrangível o princípio da legalidade.

A aparência é, porém, enganadora. É que uma redução (teleológica) da imputação de votos subjacente à constituição de uma obrigação de OPA (fundada na *ratio* subjacente à imposição desse específico dever) pode, por estranho que pareça, levar realmente a que o mesmo seja de afirmar em situações em que isso não sucederia, se a actividade do intérprete se contivesse dentro da fronteira dos sentidos literais possíveis³¹.

O ponto torna-se claro se tivermos em conta que o surgimento do dever de OPA depende da *ultrapassagem* dos patamares de 1/3 ou de 1/2 dos direitos de votos *contados nos termos do art. 20^a* – com o que a lei, para este efeito, equipara aos votos inerentes a acções de que determinada pessoa seja titular aqueles que simplesmente lhe sejam imputáveis, não obstante corresponderem a acções detidas por outrem. E que, como escrevemos alhures, isso implica que “quem já se encontre acima do patamar dos 50% dos votos não incorre no dever de OPA enquanto a sua participação assim se mantiver, independentemente de todas e quaisquer modificações que possam ocorrer relativamente ao(s) título(s) a que os votos lhe são imputáveis”³².

Se em consequência da alteração do título de imputação, a influência de facto do titular do controlo aumenta ou não, é irrelevante. Quem já detiver, diretamente ou por via do jogo das regras de imputação, votos acima de 50%,

³¹ Vide ROTHENFÜHRER, ob. cit., § 11, anotação 66.

³² Cfr. o nosso *O Dever de OPA no Quadro das Transmissões Intra-grupo*, in *Caderno de Valores Mobiliários*, nº 52, págs. 9 e segs., do qual respigamos esta citação de THOMAS LIEBSCHER (*Die Zurechnungstatbestände des Wphg und WpÜG*, in *ZIP – Zeitschrift Für Wirtschaftsrecht*, 2002, págs. 1014 e segs.): “Em tais constelações, os interesses dos accionistas externos da sociedade visada não são tão carecidos de protecção como nos casos em que um terceiro que vem de fora adquire uma participação de controlo. O risco de transferências de participação dentro do grupo das entidades dominantes na situação de domínio anterior é intrínseco a essa situação e os accionistas externos encontram-se [depois das transferências], como se encontravam antes, diante de um dos anteriores titulares do domínio, de tal forma que não parece exigível uma reapreciação da sua decisão de investimento, tanto mais que o direito das tomadas de domínio pura e simplesmente não pode oferecer uma protecção completamente isenta de brechas”. Acrescentámos então: “quem adquire acções numa sociedade cotada já sabe de antemão que a transmissão de acções dentro do círculo de accionistas a quem determinada participação seja imputável não gera dever de OPA e, portanto, não pode deixar de aceitar arcar com o risco correspondente (...), incorporando-o na sua decisão de investimento”.

não poderá, logicamente, ultrapassar tal patamar, sem que os votos que lhe são atribuíveis tenham descido previamente para debaixo dessa barreira³³.

Ilustremos esta ideia com um exemplo:

A lança uma OPA geral derogatória do dever de lançamento de OPA (art. 189º, nº 1, al.)), no seguimento da qual adquire uma participação que lhe confere 51% dos votos de uma sociedade aberta. A seguir (passo 1) transmite metade das suas acções a terceiro (por ex., a um dos seus administradores, a uma sociedade com A em relação de domínio ou de grupo, ou a entidade que as detém por sua conta). Em consequência, os votos inerentes às acções de que a A é titular situam-se agora aquém do limiar de 1/3; porém, a totalidade dos direitos de voto que lhe são imputados continua acima dos 50%. Suponhamos agora (passo 2) que o terceiro em causa retransmite as acções a A, ou as aliena a outra entidade cujos votos são também imputáveis a A, ao abrigo da mesma ou de outra das alíneas do art. 20º, nº 1. Este segundo movimento não faz impender sobre A um dever de lançamento de OPA, pois os seus direitos de voto, contados nos termos do art. 20º, em nenhuma altura deixaram de representar mais de metade do total. No caso, porém, de se entender que o passo 1 fez cessar a imputação a A dos votos transmitidos, em virtude de uma redução teleológica do factor de imputação intercedente, já o passo 2 cria para A uma obrigação de OPA.

Em conclusão: a demonstração de que a constituição de um dever de lançamento de OPA – cujo incumprimento é sancionado contra-ordenacionalmente –, pode resultar, já da imputação de votos por força das previsões do art. 20º (com o sentido que nesse lugar sistemático lhes corresponda), já de uma recusa dessa imputação, conduz a que seja vedado, nesta matéria, tanto o recurso à analogia como o apelo à redução teleológica (ou seja, tanto o *alargamento* como o *estreitamento* do âmbito de aplicação dos preceitos em exame ao arrepio do sentido literal possível, em alegada homenagem à finalidade da regulação ou à conexão de sentido da lei).

4.3.4 Os fundamentos do dever de OPA

Descontada uma ou outra *nuance*, de carácter mais de estilo do que de substância, os fundamentos tradicionalmente avançados para a consagração de um dever de lançamento de OPA giram sempre à volta de duas ideias. Os fundamentos são, por conseguinte, conhecidos: o que pode discutir-se, e efectivamente se discute – mas não o faremos aqui –, é o respectivo mérito ou valor justificante.

³³ Justifica-se uma ressalva: se o participante tiver feito a prova negativa do domínio nos termos e para os efeitos do art. 187, nº 2, a alteração do título de imputação tornará exigível o dever de OPA, se, por causa dela, passar a existir o domínio que anteriormente faltava.

De um lado, fala-se de estender ou de repartir por todos os accionistas o chamado “prémio de controlo”. Assim, entre muitos outros, já BASALDUA: “numa transacção privada, o comprador paga ao accionista maioritário não apenas o preço das suas acções, como também o preço pelo controlo da sociedade (...). O preço do controlo é a diferença entre o valor de um lote maioritário e o valor (menor) resultante da adição de todas as acções desse lote (...). Numa venda particular o accionista maioritário vendedor beneficia do prémio de controlo à custa dos accionistas minoritários”³⁴.

Os preços de mercado das acções são um reflexo da utilização que a administração que estiver em funções faz do património da empresa e do rumo que ela imprime à actividade societária. Uma vez que o adquirente de uma posição de controlo pode assumir a gestão da empresa, ele aceitará pagar pelas acções, se estiver convicto de que é capaz de administrar a sociedade com maior rentabilidade, um acréscimo relativamente ao seu valor de mercado, que representa uma dada fracção do ganho que espera obter. As acções estão cotadas a 100, mas o adquirente crê que, gerida melhor a sociedade, o valor dos títulos ascenderá a 200; por isso, ele dispõe-se a pagar, digamos, 150 pelas acções que lhe confirmam o controlo e lhe permitam, por isso, implementar a sua estratégia, lucrando os restantes 50.

Além de ter fonte nestes ganhos, a que podemos chamar de reestruturação ou de reorientação da empresa, o prémio de controlo explica-se igualmente em função das chamadas sinergias, das vantagens da articulação da empresa adquirida com a empresa ou grupo empresarial do adquirente, quer ao nível da redução de despesas (ex.: economias de escala, partilha das instalações ou das plataformas tecnológicas), quer no plano da maximização das receitas (ex: o denominado *cross-selling*, ou comercialização dos produtos de uma das empresas também nos estabelecimentos da outra) – sinergias essas que têm a particularidade de, no todo ou em parte, beneficiarem apenas a empresa ou grupo empresarial do adquirente, ao contrário dos ganhos de reestruturação ou reorientação, que aproveitam por igual a todos os accionistas.

A ideia de que o domínio é um bem pertencente à sociedade, e não ao accionista maioritário, está claramente por detrás do regime das OPAs obrigatórias consagrado no CVM. É ela que explica que a contrapartida prevista no quadro dessas operações não possa ser inferior à que tiver sido praticada pelo oferente (ou por pessoas com ele relacionadas) em aquisições levadas a cabo em determinado período anterior à publicação do anúncio preliminar da oferta: justa-

³⁴ NATHALIE BASALDUA, *Der Vorschlag für eine dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über öffentliche Übernahmeangebote*, in *Übernahmeangebote* (de ASSMAN/BASALDUA/BOZEN-HARDT/PELTZER), *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, Sonderheft 9 (1990), Walter de Gruyter, Berlim, pág. 172.

mente porque é assim, se entre essas aquisições figurar a compra de um bloco de controlo pelo qual haja sido pago um prémio sobre o valor de mercado das acções, tal prémio terá de ser incorporado na contrapartida da oferta, e entendido, portanto, a todos os demais accionistas.

O outro fundamento comumente invocado para justificar a obrigatoriedade do lançamento de uma OPA é o de que aos accionistas da sociedade objecto de um *take-over* deve ser dada a possibilidade de saírem da sociedade, subtraindo-se aos riscos derivados da alteração do controlo. Esses riscos são inegáveis: de uma banda, não pode excluir-se que a influência do (novo) accionista dominante acabe por redundar em abusos indetectáveis ou de consequência irreparáveis, por mais que se faça e se aperfeiçoe o sistema de protecção da sociedade dependente (e dos accionistas minoritários); de outra banda, a mera alteração de controlo determinará, de quando em vez, em si mesma (com abstracção, pois, do modo como venha a ser exercida a influência dominante), prejuízos para a sociedade alvo e para os accionistas minoritários, traduzidos, por exemplo, na perda de encomendas por a sua execução em termos independentes não estar assegurada, ou na perda de facilidades ou de linhas de crédito por a entidade financiadora deixar de poder contar com a capacidade financeira do anterior sócio maioritário; e a tudo acresce, finalmente, que as transacções do controlo, embora visando a obtenção de ganhos, nem sempre obviamente os produzem, podendo antes redundar, ao invés, na causação de prejuízos, quiçá consideráveis.

Como o controlo confere ao seu detentor o poder de ocupar com pessoas da sua confiança o órgão de administração e de conformar por essa via a actividade societária, prevaleceu a ideia de que a mudança do controlo encerra uma alteração tão fundamental das condições do investimento que não é justo se repercuta sobre os demais accionistas sem a anuência destes. Certo: o accionista tem sempre a faculdade de vender as acções, e poderá fazê-lo até com grande facilidade se a sociedade visada estiver cotada numa bolsa de valores. Só que essa possibilidade nem sempre constituirá remédio bastante. Na verdade, conhecida que seja a alteração do domínio, o valor de mercado das acções passará a reflectir os efeitos e as perspectivas de rentabilidade associados ao novo controlo. Vamos que o preço cai: se a saída for apenas a da venda em bolsa, o investidor que opte por essa via realiza o prejuízo, em vez de fugir a ele.

Pois bem. Este *rationale* subjaz também à disciplina legal das OPAs: sem se fazer apelo à finalidade de permitir que os accionistas desagradados com a modificação do controlo saiam da sociedade isentando-se das consequências decorrentes dessa modificação, não é possível explicar o dever de lançar a OPA naqueles casos em que não tenha havido o pagamento de qualquer prémio (por ex., tomada de controlo mediante compras difusas em bolsa), e a mesma ideia

inspira igualmente as normas sobre a contrapartida mínima, designadamente a regra segundo a qual a contrapartida da OPA não pode ser inferior ao preço médio ponderado dos valores mobiliários apurado em mercado regulamentado nos seis meses anteriores à publicação do anúncio preliminar da oferta.

4.3.5 A alteração do domínio *efectivo* como pressuposto do dever de OPA?

Perante o exposto, é sedutora esta ideia de CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA «[a] alteração do domínio efetivo constitui um limite imanente do dever de lançamento de OPA»³⁵.

No dizer de PAULO MOTA PINTO, em parecer inédito a que tivemos acesso:

“O dever de lançar oferta pública, na medida em que efetivamente tenha de conduzir a final à aquisição forçosa de valores mobiliários por determinado preço, fixado nos termos do CVM, põe o oferente numa posição em que a sua autonomia privada se encontra comprimida próximo do mínimo imaginável: não pode furtar-se à celebração de contratos tendentes à aquisição dos valores mobiliários, quer queira, quer não queira; ora configurando a imposição do dever de lançamento de OPA uma significativa restrição à liberdade negativa de contratar do oferente, protegida também no plano constitucional, ela só poderá ser justificada, também neste plano, em situações em que se encontrem em concreto interesses de acionistas/investidores minoritários que, efectiva ou potencialmente afectados por uma real aquisição ou transmissão do controlo, careçam desde já de ser tutelados, pelo surgimento de tão extenso e gravoso dever jurídico”.

Reproduzimos ainda, em complemento, aquilo que escrevemos no nosso artigo já citado³⁶: “a protecção da posição jurídica e do património daquele a quem se queira impor um dever de OPA não podem ser simplesmente obnubilados, e o seu interesse inteiramente desconsiderado, em favor de uma irrestrita protecção dos accionistas minoritários e dos investidores (...). Razões jurídico-constitucionais, de respeito pelo princípio da proporcionalidade na previsão de restrições ou limitações legais a valores tão fundamentais como a liberdade negativa de contratar e a garantia da propriedade privada exigem que o dever de OPA se contenha dentro dos limites do que seja adequado e exigível para protecção dos interesses dos accionistas minoritários em operações de tomada de controlo das empresas”.

Cumprе, porém, fazer duas ressalvas.

³⁵ OPA obrigatória no direito português. *Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, IVM, 2013, pp. 10 e 11.

³⁶ O Dever de OPA no Quadro das Transmissões Intra-grupo. págs. 32 e seg..

Por um lado, a nosso ver, a aquisição do domínio (e, aliás, tanto no sentido material como formal³⁷) não é verdadeiramente pressuposto do dever de lançamento da OPA (este dever constitui-se em resultado da mera ultrapassagem dos limiares de votos legalmente estabelecidos); *a inexistência da aquisição do domínio material comprovada pelo oferente perante a CMVM apenas é susceptível (não havendo domínio formal) de paralisar a exigibilidade do cumprimento da obrigação*. Por outro lado, entendemos que o dever de lançamento de OPA não ofende a Constituição nas situações excepcionais em que o oferente se coloca ou é colocado na situação, que, nos termos da lei, gere esse dever ainda que sem estabelecer com a sociedade visada uma relação de domínio *efectivo* (e antes uma mera relação de domínio formal³⁸), uma vez que sempre disfrutará da possibilidade de se eximir ao respectivo cumprimento, mediante apelo ao mecanismo da suspensão do dever (art. 190º)³⁹.

4.3.6 A ultrapassagem (pelo menos) do limiar de 1/3 como condição *sine qua non* do dever de OPA

Relembra-se aqui uma ideia, que sustentámos desenvolvidamente a propósito das alterações dos títulos de imputação no nosso artigo acabado de citar, e da qual demos já nota: a alteração do domínio, desacompanhada de uma nova ultrapassagem dos patamares estabelecidos no art. 187º, nº 1, não é condição suficiente para nascimento de um dever de OPA.

Mas tal entendimento tem igualmente uma outra projecção. Se apenas, por ex., 30% dos direitos de voto proporcionam a uma qualquer entidade uma “maioria de assembleia não acidental” – isto é, uma maioria que, à luz da experiência da sociedade em causa em matéria de presenças em assembleia geral, é presumivelmente suficiente para garantir a aprovação, no futuro, de deliberações sociais, designadamente no que concerne à eleição do órgão de administração (directamente ou por interposto Conselho Geral ou de Supervisão) –, de que a mesma anteriormente não dispunha, estabelece-se uma relação de domínio entre tal entidade e a sociedade em causa, pois a primeira passa a gozar da possibilidade de exercer uma influência dominante sobre a segunda.

Nessa hipótese, todavia, não surge qualquer dever de lançamento de OPA: nos termos do art. 187º, nº 1, esse dever não prescinde nunca da ultrapassagem,

³⁷ A existência de “domínio” deve ser apurada à luz do art. 21º – não depende necessariamente de que haja um domínio efectivo ou material, o qual postula a possibilidade de se exercer sobre a sociedade visada uma influência dominante

³⁸ Cfr. infra, sob o nº 4.3.9..

³⁹ E em que, portanto, retomando as palavras de PAULO MOTA PINTO, o oferente não é conduzido “a final à aquisição forçosa de valores mobiliários por determinado preço”.

directamente ou nos termos do artigo 20º, de pelo menos 1/3 dos direitos de voto correspondentes ao capital social.

Avulta aqui uma preocupação de segurança jurídica: a detenção de menos de 1/3 dos votos (directamente ou nos termos do nº 1 do artigo 20º) constitui um *safe harbour*; quem não ultrapasse essa percentagem está a salvo de que lhe seja imposto um dever de lançamento de OPA, não corre o perigo de que alguém venha invocar contra si que ele dispõe da possibilidade de exercício de uma influência dominante e de que o litígio seja decidido em seu desfavor.

4.3.7 O poder de influência como alegado requisito da imputação

Não parecem existir grandes dúvidas de que o sentido e a finalidade dos critérios de imputação constantes das diversas alíneas do art. 20º, nº 1 são, *em geral*⁴⁰, os de imputar ao participante os direitos de voto inerentes a acções – a mais daquelas de que seja titular ou usufrutuário –, cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou influenciável, já no uso de alguma faculdade jurídica, já num plano puramente fáctico.

Mas isto não implica que essas normas tenham de ser interpretadas em termos tais que a imputação haja de excluir-se onde essa capacidade de influência não possa ser assumida. A lei não eleva essa influência, ou possibilidade de influência, a requisito da imputação. O valor prevalecente é antes o de as hipóteses legais serem fácil e claramente discerníveis pelo mercado⁴¹.

Para concluir que assim é basta atentar em que a imputação a terceiro não envolve uma *absorção* dos direitos de voto: estes não deixam de ser imputados ao respectivo titular. Se *A* se compromete perante *B* a votar conforme for determinado por *B*, os direitos de voto de *A* são imputáveis a *B*, mas também ao próprio *A*; e, evidentemente, num caso como estes, não se pode dizer que ambos têm a possibilidade de determinar o sentido de voto.

Mesmo fundando-se a imputação na existência de uma relação de domínio (porventura de todos os casos o menos incontroverso) não é descabido argumentar-se que o accionista “dominante” não tem, de facto, jurídica ou facticamente, influência sobre *actos de gestão individualizados* da sociedade dependente, como é o exercício por esta de direitos de voto nas respectivas participadas.

⁴⁰ Abstraímos aqui dos direitos de votos relativos a instrumentos financeiros que a nossa lei, de modo infeliz, põe no mesmo saco dos direitos de voto “detidos” pelo participante.

⁴¹ A imputação baseia-se na presunção de que aquele a quem os direitos de voto são imputados pode influenciar o sentido do seu exercício, mas é irrelevante que assim seja de facto. Na medida em que estejam preenchidos os pressupostos de uma qualquer das normas de imputação, a mesma opera ainda que o participante não tenha a possibilidade jurídica de dar instruções ao titular dos direitos de voto, ou que este tenha declarado pretender exercê-los sem tem em conta os interesses daquele. Vide CHRISTOPH VON BÜLOW, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, anotação 30 ao § 30 da *WpÜG*.

Seja como for, também aqui deparamos com a imputação a 2 entidades, já para não falar de situações de domínio multi-escalonado, em que será ainda mais contraditório supor a existência de um poder de influência por parte de todas as entidades integrantes da cadeia.

4.3.8 O domínio como possibilidade de exercício de uma influência dominante

Não somos insensíveis à relutância em aceitar que alguém possa ser compelido a lançar uma OPA por força de regras meramente formais.

Acontece que a ultrapassagem do limiar de 1/3 dos votos, contados nos termos do art. 20º, §, nº 1, sendo o bastante para que surja o dever de lançamento de OPA, não o é para que o cumprimento dessa obrigação seja exigível. Efetivamente, nos termos do art. 187º, nº 2, “não é exigível o lançamento da oferta quando, ultrapassado o limite de um terço, a pessoa que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada (...)”⁴². Isto ninguém o ignora.

O domínio aqui visado é o que se traduz “na possibilidade de exercer sobre a sociedade visada, directa ou indirectamente, uma influência dominante” (art. 21º, nº 1).

A nosso ver – já o escrevemos – “a referência a possibilidade de exercer uma influência dominante, constante do art. 21º, nº 1, do CVM, tem manifestamente o alcance de uma remissão para o significado que o conceito reveste no quadro do art. 486º, nº 1, do CSC”, a menos – acrescentamos agora – que do contexto e da finalidade da lei mobiliária resulte inequivocamente outra coisa.

Ora que coisa se deve entender, face ao art. 486º, nº 1, do CSC, por “possibilidade de exercer uma influência dominante”. Que intensidade há de uma influência revestir para poder considerar-se dominante? A benefício do leitor, apresentamos de seguida um resumo das ideias principais explanadas no citado artigo, acrescentando, em *itálico*, algumas outras considerações relevantes:

a) como o CSC presume a existência de influência dominante quando se detém mais de metade dos votos ou se dispõe da possibilidade de designar mais de metade dos membros do órgão de administração (art. 486º, nº 2, als b) e c), do CSC), a noção não poderá postular uma influência superior àquela que tais meios possibilitam: quem está em condições de preencher o órgão de administração de uma sociedade (designadamente de uma sociedade anónima) com gente da sua confiança coloca-se em posição de determinar o comportamento dos administradores, no exercício dos seus cargos; estes, mesmo que não nomeados pela pessoa em causa, tenderão a conformar-se com os seus desejos,

⁴² “Nem estar com esta em relação de grupo” continua a lei.

embora a tanto não estejam juridicamente obrigados, dado o seu interesse em serem reeleitos. A *bottom line* do domínio vem a reconduzir se a uma tal probabilidade de um comportamento da sociedade conforme com a influência que é exercida;

b) *dado que, adicionalmente, o CSC também associa à detenção de participação maioritária no capital uma presunção de domínio, este também será de afirmar sempre que, atenta uma consideração global das circunstâncias do caso concreto, a influência em causa se aproxime tanto, nos seus efeitos, daquela que é propiciada pela maioria de votos, que um observador razoável deva concluir que o órgão de administração será praticamente incapaz de administrar a empresa de forma independente dessa influência*⁴³;

c) o domínio tem de ser veiculado por instrumentos com carácter jurídico-societário; *mas a influência conferida por uma participação minoritária, por si só inapta a conferir o domínio, pode transformar-se numa influência dominante, quando combinada com meios de pressão extra-societários, como sejam a dependência económica da sociedade visada ou situações de entrelaçamento pessoal ao nível das administrações das entidades em coligação*;

d) os meios propiciadores do domínio vêm a cingir-se, no essencial, ao poder de voto e aos poderes conferidos por determinadas cláusulas do pacto social, ou legalmente atribuídos a certas categorias de sócios. Mas as partes sociais integrantes da participação instrumento do domínio não têm de ser próprias da empresa dominante, bastando que se situem na órbita de influência desta;

e) a influência tem de ser genérica, reportando-se à sociedade como um todo, ou seja, à sua “política empresarial e de negócios”;

f) a possibilidade do exercício de uma influência dominante requer, por outra via, alguma consistência ou solidez (*Beständigkeit*) – mas não uma determinada duração –, tendo, por outro lado, de ser certa ou segura;

g) só uma influência pode ser dominante (“perante duas influências distintas, ou uma é dominante e desaloja a outra, ou ambas se excluem mutuamente”), a menos que, por contrato, tenha havido coordenação entre elas⁴⁴, ou,

⁴³ Cfr. BAYER, *MünchKommAktG*, 3ª edição, anotação 28 ao § 17.

⁴⁴ KOPPENSTEINER, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Carl Heymanns Verlag KG, vol. 1, 2ª edição, anotação 74 ao § 17. Basta a obrigação de votar em sentido idêntico, mesmo quando esse sentido é decidido pela maioria [no interior do sindicato de voto]”. Também uma empresa constantemente *outvoted* no seio do sindicato deve considerar-se ainda dominante, visto que participa e favorece a prossecução de um fim comum em ordem a outra empresa, “porquanto submete o seu potencial de voto à decisão da maioria”. E porque o que conta sempre é que haja mecanismos de formação de uma vontade comum (como tal não se configurando meras obrigações recíprocas de consulta prévia), haverá dependência múltipla, inclusive quando se prevêem formas de ultrapassagem de situações de impasse, como seja o recurso à arbitragem. *Todavia, como bem observa DANIELA FARTO BAPTISTA (ob. cit. pág. 529), se “só um dos concertantes (dito participante) [está] em condições de determinar quer os comportamentos concertados, quer o exercício dos direitos de voto na assembleia geral da sociedade*

tratando-se de uma coordenação fáctica, que esta repouse numa base suficientemente segura (sob pena de o domínio cair por falta do requisito da certeza).

Como advertimos acima, porém, a noção de influência dominante para efeitos do art. 187º do CVM, coincidindo embora *grosso modo* com a do CSC, *carece de ser afeiçãoada onde isso for reclamado pelas especificidades da lei mobiliária*.

Assim, concretamente, entendemos que a existência de um acordo que vise simplesmente frustrar a alteração de domínio celebrado entre accionistas que, no seu conjunto, detenham mais de 1/3 dos votos – acordo esse que a lei expressamente caracteriza como um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada – proporciona aos intervenientes uma influência dominante se for apta a assegurar a dita frustração. De outro modo a hipótese de imputação do art. 20º, nº 1, al. h), no que a este ponto diz respeito, seria desprovida de sentido útil, não passaria de *letra morta*.

Por outro lado, a mera coordenação fáctica não pode, no âmbito mobiliário, fundar uma *influência dominante conjunta*, dado que tanto a al. c) como a al. h) do nº 1 do art. 20º *só curam da concertação que se baseie em um acordo*.

Por último, em contraponto à desnecessidade, no plano societário, de que a influência dominante revista uma certa duração, é pressuposto da própria imputação de votos por força de uma actuação concertada *ex vi* do art. 20º, nº 1, als. c) e h), que os intervenientes prossigam uma política comum duradoura em relação à gestão do emitente em causa⁴⁵.

participada e, por conseguinte, em condições de exercer uma influência dominante sobre os demais concertantes e relevante sobre essa mesma sociedade (...) a concertação será vertical, a imputação terá apenas um sentido e só ele ficará sujeito aos deveres de comunicação e de lançamento de OPA porventura decorrentes da participação qualificada detida em concertação”.

⁴⁵ No âmbito do direito alemão, cfr., com amplas referências doutrinárias e jurisprudenciais, SCHNEIDER/FAVOCCIA, in *WpÜG Kommentar*, de ASSMANN/PÖTZSCH/SCHNEIDER, 3ª edição, anotação 167 ao § 30: “Os acordos de voto só determinam uma imputação de direitos de voto quando a intenção que lhes presida (...) seja a de influenciar de modo duradouro a sociedade visada” (no mesmo sentido o Acórdão do Tribunal Federal Alemão de 18.9.2006, atrás citado – nota 30). Segundo estes autores, é isso que resulta do próprio fundamento jurídico-comunitário do § 34, 2, da *WpÜG* – os arts. 5º, nº 1, e 2º, nº 1, al. b), da Directiva 2004/25/CE (ob. cit., anotação 176 ao § 30). Ainda na Alemanha, note-se, o dito § 34, 2, da *WpÜG*, requer que a concertação tenha como finalidade uma *alteração duradoura e significativa da organização empresarial da sociedade* (é a modificação do risco e das perspectivas de rentabilidade dos sócios daí adveniente que justificará que se lhes faculte a venda das suas acções), e já não a manutenção do *status quo* (veja-se, a este respeito, a exposição de motivos da *Risikobegrenzungsgesetz*, que entrou em vigor em 19.8.2008: “Refira-se que a comunicação, que tem aumentado entre os accionistas nos últimos anos, não deve ser prejudicada. Em vez disso, um diálogo construtivo entre os accionistas e com os emitentes deve continuar a ser possível; em particular, os accionistas devem continuar a poder votar a favor da manutenção do *status quo* e contra a reestruturação da orientação corporativa (...) sem que isso resulte em obrigações mobiliárias de notificação ou na obrigação de lançar uma oferta de acordo com a *WpÜG*”).

4.3.9 A inexigibilidade do cumprimento do dever de OPA no caso de prova negativa de domínio

Como, insiste-se, superado que seja apenas o patamar de 1/3 dos votos, não se alcança necessariamente o domínio, e como este último é imprescindível à exigibilidade do dever de OPA, o oferente tem, para se eximir ao cumprimento deste, a possibilidade de provar perante a CMVM que não está em relação de domínio com a sociedade visada.

É esta a sede própria para apartar, de entre os direitos de voto imputados por força do art. 20º, nº 1, aqueles que, *em concreto*, são adequados à instalação de uma situação de influência dominante daqueles que o não são⁴⁶.

Repare-se que o art. 20º, nº 1, se refere à possibilidade de exercer sobre a sociedade visada uma influência dominante, “directa ou indirectamente”: não alude a “directamente ou nos termos do art. 20º”, abrindo a porta a que nem todos os votos imputados por intervenção deste artigo sejam tidos em conta para concluir pela existência de uma influência dominante. Não se trata de uma “*prova negativa de imputação de direitos de voto*”, como quer JULIANO FERREIRA, mas da *prova de inexistência de influência sobre os votos imputados*.

Tomemos, por ex., a imputação a uma sociedade dos direitos inerentes a acções de que sejam titulares membros dos seus órgãos de administração ou de fiscalização, que VÍTOR FERREIRA DAS NEVES qualifica de “rigorosamente indiferente”, para estes efeitos de afirmação de uma influência dominante.

Não tem de ser forçosamente assim⁴⁷. Afinal de contas, se, como se viu, a influência dominante tem como substrato a probabilidade de os administradores da sociedade visada se conformarem com os ditames de quem a detém, dado o seu interesse em serem reeleitos, não é então possível que aconteça aqui algo de semelhante, ou seja, que o administrador titular de acções, na hora de exercer os seus direitos de voto, pondere as consequências de o fazer de modo adverso aos interesses da sociedade que administra e que o cenário mais plausível seja o de que acabará por alinhar com as posições desta última?

⁴⁶ Parece ser esta também a posição de FERREIRA DE ALMEIDA quando refere que “prova de a pessoa a quem os votos são imputados não ter ‘o domínio da sociedade visada nem se encontrar com esta em relação de domínio ou de grupo’ (...) pode fazer-se por ilisão de qualquer uma das presunções de imputação”. Mas a verdade é que, no mesmo trabalho, FERREIRA DE ALMEIDA, afirma também (itálico acrescentado) que “na delimitação do dever de lançamento de OPA geral e dos seus pressupostos, o intérprete e o aplicador do direito não devem (...) aceitar acriticamente os critérios de imputação, podendo interrogar-se sobre as finalidades do dever de lançamento e em especial por que razão direitos de voto são imputados a quem não é titular de acções” (ob. cit., págs. 12 e 8).

⁴⁷ Vem a jeito lembrar que o *City Code on Takeovers and Mergers* presume (de modo ilidível) que uma sociedade e os seus directores actuam em concertação.

Dado que, contudo, aqui deparamos com uma ligação individualizada, e não de uma relação entre um accionista ou grupo de accionistas e o conjunto do órgão de administração, há espaço para averiguar, perante as circunstâncias do caso concreto, se existe o risco de destituição daquele particular administrador, ou se esse risco não será despreciando diante do interesse do mesmo em determinar autonomamente o sentido do voto.

Dois exemplos extremos:

- a) um administrador da sociedade A tem 33% da sociedade visada; ademais, exerce esse cargo gratuitamente, ou sua remuneração é negligenciável no conjunto dos seus rendimentos ou património; a sociedade A adquire 1% da dita sociedade visada;
- b) a sociedade A tem 33% da sociedade visada; um dos seus administradores, que exerce o cargo a tempo inteiro e não tem património significativo nem outras fontes de rendimento, adquire 1% da dita sociedade visada.

Parece-nos claro que a sociedade A poderá facilmente lograr com êxito a prova de que não tem capacidade para influenciar o comportamento do administrador em causa no primeiro caso e que dificilmente o conseguirá no segundo.

E isto, que se diz a propósito da al. d) do art. 20º, nº 1, pode transpor-se para as demais (cumpridos os respectivos requisitos), ainda que, quanto a algumas delas, o tema a dilucidar seja antes (ou adicionalmente) o de saber se a influência que seja de afirmar se reporta a matérias com a abrangência suficiente para concorrerem para a criação de uma influência dominante.

4.3.10 Os méritos da nossa construção

Em termos sumários, a nossa construção é a seguinte: as diversas alíneas do art. 20º devem ser entendidas ao pé da letra⁴⁸ (excluídas estarão, em todo o caso, restrições teleológicas ou interpretações ab-rogantes); a existência ou não de um efectivo poder de influência sobre os votos ou de uma suficiente amplidão dos assuntos abrangidos é outro tema, que somente cobra relevo no contexto da prova negativa da existência do domínio.

A correcção deste entendimento pode, ademais dos já invocados, estribar-se ainda no argumento de que é o que melhor serve todos os interesses envolvidos, incluindo o do próprio oferente (!), na medida em que o processo culmina com uma decisão clarificadora da situação com efeitos *erga omnes*.

⁴⁸ Sem prejuízo, como é evidente, das interpretações restritivas que se imponham para assegurar a conformidade com a Directiva 2004/109/CE.

Na visão que rejeitamos o oferente é deixado à sua sorte, age por sua própria conta e risco.

Vamos que desconsidera determinados votos por, em sua opinião, eles não contribuírem para a instalação de uma efectiva posição de influência dominante sobre a sociedade aberta (“medindo-se essa influência pela intensidade do controlo exercido pelo participante sobre tais direitos de voto, a partir da fonte de imputação concretamente considerada, e pelo âmbito das matérias que tal controlo eventualmente abranja”⁴⁹).

Ou bem que acerta com a melhor interpretação da lei ou bem que se engana. No primeiro caso, não se encontra em posição mais favorável do que aquela em que estará à luz da nossa tese, pois que também no quadro desta conseguirá fazer perante a CMVM a prova negativa do domínio. Mas, se acaso não atina com a interpretação correcta, e o seu ponto de vista não for depois partilhado pela CMVM e pelos tribunais, expõe-se a uma sanção contra-ordenacional, a inibições de voto e a obrigações de indemnização.

A nossa leitura é ainda vantajosa para o oferente por uma outra razão: entendemos que ao requerimento dirigido à CMVM com vista à produção da prova negativa do domínio deve ser associado o efeito de suspender imediatamente a exigibilidade do dever (salvo, naturalmente, nos casos em que seja ostensivo que esse esforço probatório está votado ao insucesso)⁵⁰. Um pronunciamento desfavorável da CMVM reintroduzirá essa exigibilidade com efeitos *ex nunc*, abrindo a porta a que o oferente possa ainda aproveitar do instituto da suspensão do dever (art. 190º).

4.3.11 A prova negativa do domínio no caso de ultrapassagem do limiar da metade dos votos

Se vemos bem, a ideia de antecipar para o momento da aplicação das regras de imputação a apreciação que a nosso ver deve fazer-se ulteriormente, em sede da prova negativa do domínio, funda-se basicamente em duas ordens de considerações.

A primeira é avançada por VÍTOR PEREIRA NEVES, que discorre nestes termos: “(...) o dever de lançamento de OPA responde antes, ou também, à necessidade de assegurar aos accionistas minoritários que tenham investido em acções representativas do capital de determinada sociedade aberta em razão de um determinado equilíbrio de poder entre accionistas, que tenham a possibilidade de alienar as acções que tenham adquirido, a valor adequado, porque tal

⁴⁹ VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, ult. ob. cit., pág. 742.

⁵⁰ Segundo o BAFIN, com o apoio da doutrina maioritária, o pedido de dispensa ao abrigo do § 37 da WpÜG suspende o dever de lançamento de OPA até à decisão do supervisor (cfr. SEILER, in WpÜG KOMMENTAR, de ASSMANN/PÖTZSCH/SCHNEIDER cit., anotação 92 ao § 37).

equilíbrio de poder se alterou substancialmente e, assim, a base do investimento realizado resultou significativamente modificada. Ora, assumindo este como um outro interesse dos accionistas minoritários tutelado pela imposição do dever de lançamento de OPA obrigatória, também imediatamente se conclui que a concreta prossecução do mesmo é incompatível com a antecipação da constituição e da exigibilidade do dever de lançamento de OPA para um momento em que ainda não se tenha concretizado uma efectiva alteração do domínio da sociedade visada porquanto, a aceitar-se tal antecipação, isso significará que, no futuro, a efectiva concretização daquela alteração de domínio passará sem a imposição de um renovado dever de lançamento de OPA, o que coloca os accionistas minoritários na insustentável situação acima referida de terem de optar, antecipadamente, entre sair sem que nada o justifique ainda ou ficar suportando o risco de virem a ver concretizada uma situação com que não pretendam continuar”.

O argumento não nos convence.

Desde logo, a tese de VÍTOR PEREIRA NEVES não elimina o problema. Basta pensar na hipótese em que a participação do oferente, constituída por acções que ele próprio detém, ultrapassa 1/3 dos votos da sociedade visada, sem que isso, todavia, o habilite a exercer um poder de influência dominante sobre esta última (atentas as especificidades da estrutura accionista da sociedade – ex.: “existe um accionista ou um grupo organizado de accionistas que controla, positivamente, mais de metade do capital daquela sociedade”), e em que, não obstante, o mesmo oferente *prescinde de fazer a prova negativa do domínio*.

Mais importante, porém, é que o suposto problema não chega a sê-lo. Admitamos que, no caso que acabamos de figurar, o oferente lança efectivamente a OPA. Sendo a contrapartida equitativa, como é suposto que o seja (a OPA é obrigatória), os destinatários da oferta têm diante de si uma proposta que lhes permite obter pelas suas acções o seu justo valor, pelo que, para não se sujeitarem ao risco assinalado por VÍTOR PEREIRA NEVES, deverão simplesmente vender e aplicar o encaixe noutros investimentos.

De resto, não deparamos, afinal de contas, com algo de similar nos casos corriqueiros de OPA derogatórias lançadas sob condição de que o nível das aceitações seja tal que permita ao oferente assenhorear-se do domínio? Só verificada a condição de sucesso intervirá a alteração de domínio e, não obstante, aos accionistas que tenham optado por não acudir à oferta, na esperança de a fazer fracassar, *não é assegurada* uma (nova) oportunidade de saída...

A segunda ordem de considerações liga-se à circunstância de, segundo a “letra clara” da lei, a admissibilidade da suspensão da exigibilidade do dever de OPA, mediante a prova negativa do domínio, estar reservada para os casos em que é superado o limiar de 1/3 dos votos, não se estendendo à ultrapassagem do patamar de metade dos votos.

Ora falta por completo, – adianta-se –, “qualquer razão justificativa que pudesse ter levado o legislador a restringir ao participante que ultrapasse o limiar de um terço dos direitos de voto a invocação da baixa intensidade da sua conexão com parte dos direitos de voto que lhe são imputados, para efeitos de afirmação da inexistência de qualquer posição de domínio sobre a sociedade participada. É que, a este segundo nível, a posição daquele que ultrapasse o limiar de um terço dos direitos de voto ou de metade desses mesmos direitos pode, na prática, ser rigorosamente idêntica, ou mesmo mais favorável ao primeiro, sendo manifestamente iníqua qualquer leitura do artigo 187º que aponte no sentido de tal citada restrição”⁵¹.

Para equiparar as posições e afastar a iniquidade, a via aventada consiste em possibilitar também a quem ultrapasse metade dos votos por força do mero preenchimento das previsões do art. 20º, nº 1, “a invocação da baixa intensidade da sua conexão com alguns desses direitos”, para o efeito de estes lhe não serem imputados (do que poderá decorrer que a sua participação, assim computada, não ultrapasse até 1/3 dos votos, não surgindo sequer um dever de OPA, ou que, superando esse limiar, fique aquém da barreira da metade dos votos, admitindo-se a prova negativa do domínio).

Subscrevemos o argumento, mas rejeitamos a conclusão que dele se pretende extrair. Muito mais simples será a solução de aplicar, *por analogia*, ao dever de OPA emergente da ultrapassagem da fasquia da metade dos votos a faculdade de suspender a respectiva exigibilidade, através da prova de que não se está em relação de domínio com a sociedade visada⁵². A mais simples, a mais

⁵¹ VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, ult. ob. cit., págs. 720 e seg.

⁵² Foi unicamente por supor que a ultrapassagem de metade dos votos directamente ou nos termos do art. 20º *implica sempre a instalação de uma relação de domínio* entre o participante e a sociedade visada, dado o disposto no art. 21º, nº 2, al. a), que o legislador não admitiu a prova negativa do domínio verificando-se aquela ultrapassagem. Nesse sentido, veja-se JULIANO FERREIRA, ob. cit.: “Se a participação, assim determinada, vem a ser superior a metade dos direitos de voto (...) presume-se, de forma inilidível, que há relação de domínio. Tal cenário reconduzir-se-á ao art. 21º/2/a, de onde resulta que ‘[e]xiste’, em qualquer caso, relação de domínio quando uma pessoa singular ou colectiva [d]isponha da maioria dos direitos de voto” (...). O dever de OPA impõe-se, em tal circunstância, perante a impossibilidade de demonstração de que quem efetivamente dispõe de mais de 50% dos direitos de voto não domina a sociedade” (notas de pé de página omitidas). Mas tal suposição é errónea, conforme demonstraremos já de seguida, no texto, a propósito do que seja “dispor” de direitos de voto. A correcção do lapso reclama uma ampliação do âmbito de aplicação do art. 187º, nº 2, de modo a torná-lo conforme com o princípio basilar e estruturante de que o dever de OPA postula que o participante tenha adquirido o domínio (ou o “controlo”, na terminologia da Directiva 2004/25/CE) da sociedade-alvo, tal como essa relação é configurada pela lei. E obviamente não colhe a objecção de JULIANO FERREIRA segundo a qual “a prova negativa de domínio para quem ultrapasse, por recurso a uma leitura irrestrita do art. 20º, a fasquia de metade dos direitos de voto, encontra na letra do art. 187º/2 obstáculo inultrapassável (pois se o legislador pretendesse admiti-la

razoável e a que indiscutivelmente melhor preserva os dados legais, dado que a alternativa consiste numa completa *obliteração* da remissão contida no art. 187º, nº 1, com recurso a reduções teleológicas que temos por inadmissíveis.

Salvo erro, cabe a FAZENDA MARTINS o mérito de ter iniciado o desbravar deste caminho. Mas não que possamos acompanhá-lo no seu percurso.

A trave-mestra da sua argumentação consiste em tirar partido da passagem da lei segundo a qual, ultrapassada a fasquia de um terço dos direitos de voto e feita a prova negativa de domínio, o oferente fica obrigado a lançar OPA geral, *logo que adquira uma posição que lhe permita exercer uma influência dominante sobre a sociedade*. “Repare-se: o facto constitutivo do dever não é, aqui, a ultrapassagem do limite de metade dos direitos de voto, mas sim o facto jurídico que leve à aquisição de uma posição que permita o exercício de uma “*influência dominante*” sobre a sociedade (...) Materialmente, as aquisições incrementais de uma participação, a que passam a imputar-se mais de metade dos direitos de voto, em nada diferem da aquisição de uma só vez dessa posição, pelo que ao adquirente deve ser permitida a realização da prova negativa de domínio independentemente da percentagem de direitos de voto que lhe sejam imputados”⁵³.

A nosso ver, no art. 187º, nº 3, al. b), a lei disse menos do que queria. A obrigação de lançar a OPA não se torna exigível apenas quando se adquira uma posição que permita o exercício de uma influência dominante sobre a sociedade visada, mas antes, em geral, quando entre o oferente e a sociedade visada passe a interceder uma relação de domínio⁵⁴. Se o que torna inexigível o cumprimento do dever de OPA é a prova de que se *não* tem o domínio da sociedade visada, tal dever – é a outra face da mesma moeda –, até então em estado *dormente*, tem de ser “reactivado” quando se obtém esse domínio.

O conceito de domínio, para efeitos do CVM, é definido pelo art. 21º (que deve ser interpretado, na medida do possível, de modo conforme com o art. 2º, nº 1, al. f), da Diretiva 2004/109/CE). A lei refere que há sempre relação de domínio em determinadas hipóteses, elencadas no art. 21º, nº 2; afora essas, o domínio depende da possibilidade do exercício de uma influência dominante (art. 21º, nº 1).

A propósito da al. a) do nº 2 do art. 21º (uma pessoa “dispõe” da maioria dos votos) urge, porém, prevenir equívocos: “dispor” da maioria dos votos é *deter*

em qualquer circunstância, não se referiria expressamente à ultrapassagem exclusiva da fasquia de um terço)”, uma vez que o recurso à analogia não depende de que a solução preconizada caiba na letra da lei, antes supõe precisamente o contrário.

⁵³ Ob. cit., págs. 153 e seg..

⁵⁴ Sem que nunca se prescindia, porém, da imputação de votos acima dos limiares legais.

a maioria dos votos⁵⁵ – ou seja, não há aqui que olhar a imputações de votos alheios (a detenções *entre aspas*), designadamente nos termos do art. 20º, nº 1.

Em suma: quem supere o limiar de metade dos votos poderá eximir-se ao cumprimento do dever de OPA se lograr fazer a prova negativa do domínio, talqualmente acontece com quem exceda a barreira de 1/3. A diferença está em que se os votos detidos directamente⁵⁶ representarem uma percentagem superior à primeira das referidas fasquias, não há prova negativa possível, pois que, nesse caso, existe sempre, *ipso facto*, domínio⁵⁷.

Liquida-se daqui que é possível que alguém incorra, à primeira vista de forma irreversível, num dever de OPA sem que detenha o domínio *efectivo* ou *material* da sociedade visada. Apesar disso, como já advertido, julgamos que tal situação não representa um resultado intolerável. Em primeiro lugar porque, regra geral, só se coloca nessa situação quem quiser; e, depois, porque a dita irreversibilidade em boa verdade não chega a sê-lo, atento que o obrigado pode sempre valer-se do instituto da suspensão do dever, previsto no art. 190º do CVM⁵⁸.

5. O dever de OPA *de lege ferenda*

A construção do nosso legislador mobiliário denota alguma rigidez.

A possibilidade de suspensão do dever nos termos do art. 190º como única forma de o oferente que tenha adquirido o domínio se furtar ao lançamento de uma OPA, afigura-se-nos hoje em dia ser uma solução demasiado restritiva.

A lei alemã é neste aspecto bastante mais contemporizadora⁵⁹. Prevê, por ex.⁶⁰, a desconsideração de direitos de voto em determinadas situações, como sejam

⁵⁵ Vejam-se as versões inglesa, francesa, italiana e espanhola da Directiva 2004/109/CE: “has a majority of the voting rights”, “détient la majorité des droits de vote”, “ha la maggioranza dei diritti di voto”, “tenga la mayoría de los derechos de voto”. Ao contrário da Directiva 88/627/CEE (art. 8º, nº 2), a Directiva 2004/109/CE não prevê aqui que aos direitos de voto de uma pessoa hajam de ser acrescidos quaisquer outros.

⁵⁶ E/ou os que o participante possa exercer, nos termos de acordo parassocial (art. 21º, nº 2, al. b)).

⁵⁷ Mesmo que possa faltar a possibilidade do exercício de uma influência dominante, sendo o domínio, portanto, meramente *formal* (e é evidentemente possível que a detenção ainda que *directa* da maioria dos direitos de voto na sociedade visada não seja acompanhada dessa possibilidade; ex.: os estatutos da sociedade visada exigem um quórum deliberativo para a eleição dos órgãos sociais superior à percentagem de votos detida pelo acionista em causa).

⁵⁸ Não subscrevemos na sua generalidade as limitações à aplicação deste instituto propugnadas por PAULO CÂMARA (*Manual de de Direito dos Valores Mobiliários*, págs. 709 e segs.), especialmente as que o autor apelida de “utilização premeditada”.

⁵⁹ Sobre as excepções ao dever de lançamento de OPA noutros ordenamentos confira-se JULIANO FERREIRA, *Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição*, in *Direito das Sociedades em Revista*, 2011, nº 6, págs. 212 e segs..

⁶⁰ § 36 da WpÜG.

aquelas em que as acções são adquiridas por via sucessória ou por efeito da partilha de bens do casal, de modo a viabilizar a continuação de empresas familiares, bem como naquelas em que a imputação resulta de uma reestruturação de um grupo societário, em que verdadeiramente não há uma alteração da situação material do controlo.

E, por outro lado, confere à entidade supervisora o poder de dispensar o oferente do dever de OPA se tal parecer justificado ponderados os interesses do requerente e dos titulares de acções na empresa-alvo, tendo em conta, nomeadamente, o modo como o controlo foi obtido, os objetivos prosseguidos com a obtenção do controlo e a estrutura accionista da sociedade-alvo⁶¹.

Estando em curso uma revisão do CVM, será mister que se pondere a conveniência de conferir ao nosso regime maior flexibilidade⁶². Em particular, a necessidade de, entre nós, ser acolhida uma solução do tipo da constante do § 36 da WpÜG, no que concerne às reestruturações de um grupo societário, é recomendável a todas as luzes se vier ser legislativamente acolhida (em violação da Directiva 2004/25/CE)⁶³, a tese de que a imputação decorrente do art. 20º, nº 1, al. b), apenas opera unidireccionalmente (no sentido de que à sociedade dominante são imputados os direitos de voto detidos ou atribuíveis à sociedade dominada, mas não vice-versa, nem na relação entre sociedades irmãs), não vá a alguém ocorrer sustentar que a transmissão de participações na sociedade visada a favor de uma sociedade por parte da entidade de que ela seja dependente constitui a adquirente num dever de OPA que seria totalmente injustificado⁶⁴.

No quadro dessa revisão, faz-se mister, por outro lado, conformar o nosso direito com as prescrições da Directiva 2004/109/CE, respeitando nomeadamente o princípio da tipologia taxativa dos critérios de imputação imposto por aquele acto comunitário e distinguindo claramente entre os direitos de voto “detidos pelo participante” e os direitos de voto meramente *hipotéticos*. A remissão operada pelo art. 187º deverá reportar-se apenas aos direitos de voto da primeira dessas categorias. Neste contexto, talvez se justifique, para efeitos de OPA's e apenas para esses, que também a concertação actuada fora do contexto das assembleias gerais funcione como factor de imputação de direitos de voto (mas sempre sob condição de qual a concertação esteja ao serviço de “uma política comum duradoura em relação à gestão do emitente em causa”).

⁶¹ § 38 da WpÜG.

⁶² Reconhecendo a inflexibilidade de actual modelo mas considerando-o “equilibrado”, JULIANO FERREIRA, ult. ob. cit., pág. 222.

⁶³ *O Dever de OPA no Quadro das Transmissões Intra-grupo*, cit., pág. 16.

⁶⁴ Interpretação essa que – diga-se – sempre seria de rejeitar (*O Dever de OPA no Quadro das Transmissões Intra-grupo* cit., págs. 23 e segs.).

Finalmente, deverá ser expressamente acolhida a solução da inexigibilidade do dever de OPA feita a prova negativa do domínio (*efectivo?*), qualquer que seja a percentagem de direitos de voto imputáveis ao oferente.

ÍNDICE

PREFÁCIO	5
----------	---

1. REFLEXÕES SOBRE O CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

Preparação do Código dos Valores Mobiliários: Circunstâncias felizes CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA	17
The Portuguese Securities Code at twenty: Some comments on the expansion, goals and limits of EU financial market law LUCA ENRIQUES e PAULO CÂMARA	25
30 anos de regulamentação do mercado de valores mobiliários – uma visão crítica FERNANDO DA COSTA LIMA	39

1.1 DISPOSIÇÕES GERAIS

Contributo para o estudo da imputação de direitos de voto no contexto do dever de lançamento de OPA CARLOS COSTA ANDRADE e MIGUEL STOKES	61
Proteção preventiva e proteção reparadora dos investidores FRANCISCO MENEZES BORGES	95
Revisitando o Código dos Valores Mobiliários. A aplicação do Regulamento Roma I aos contratos internacionais relativos a instrumentos financeiros MARIA HELENA BRITO	111

A importância das estimativas contabilísticas e as respetivas divulgações no processo de preparação das demonstrações financeiras e o papel do auditor financeiro	135
ANDREIA CARVALHO e TIAGO FERREIRA	
A imputação de direitos de voto para efeitos de OPA's e algumas notas sobre matérias avulsas	165
CARLOS OSÓRIO DE CASTRO	
A dissolução (voluntária): via (alternativa) para a perda da qualidade de “aberta” da sociedade anónima	201
PAULO OLAVO CUNHA	
Cripto-ativos e a necessidade da sua regulação	217
PEDRO FERREIRA MALAQUIAS	
Ajustar ao delta. A imputação de direitos de voto, os instrumentos financeiros e a ocultação de titularidade	239
ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS	
A extinção do estatuto da sociedade aberta	263
RITA OLIVEIRA PINTO	
Os mecanismos de resolução de conflitos na proteção dos investidores – diferentes modelos e o papel do regulador	279
MARIA JOÃO TEIXEIRA	

1.2 OFERTAS PÚBLICAS

Mudança de controlo e dever de OPA no âmbito de grupos societários de natureza familiar	305
JULIANO FERREIRA	
A liquidez dos títulos que integram o mercado regulamentado e a aplicação do artigo 188º do Código dos Valores Mobiliários	351
PAULO PEREIRA DA SILVA	

1.3 NEGOCIAÇÃO

20 anos na dinâmica da negociação em valores mobiliários	365
CATARINA FERRAZ	
O <i>tick size</i> e a liquidez do mercado	383
PAULO HORTA	

1.4 INTERMEDIÇÃO

Os contratos de intermediação no Código dos Valores Mobiliários <i>vinte anos depois</i>	
RUI PINTO DUARTE	395
Do ‘ <i>corporate governance</i> ’ ao ‘ <i>product governance</i> ’ na intermediação financeira	
JOSÉ FERREIRA GOMES	427
Introdução à figura do apresentador de potenciais clientes de serviços de investimento (<i>Introducer</i>)	
HELENA LOUREIRO BAYÃO HORTA	451
DMIF II – Uma visita guiada pelas regras de governo do produto (<i>product governance</i>)	
TIAGO DOS SANTOS MATIAS	469
A revisão da Directiva de Mercados e Instrumentos Financeiros	
CARLOS TAVARES	505

1.5 SUPERVISÃO E REGULAÇÃO

A estabilidade financeira na perspetiva do mercado de capitais: desafios pós-Covid	
RUI PERES JORGE	519

1.6 CRIMES E ILÍCITOS DE MERA ORDENAÇÃO SOCIAL

A revisão do regime sancionatório do Direito dos Valores Mobiliários (Algumas considerações a propósito da Lei n.º 28/2017, de 30 de maio)	
TIAGO ESTÊVÃO MARQUES	543
«O tempo e o modo» na evolução do sistema sancionatório do sector financeiro	
FREDERICO DE LACERDA DA COSTA PINTO	595

2. REFLEXÕES SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS

O regime nacional de <i>crowdfunding</i> : que <i>crowdfunding</i> ?	
MARGARIDA PACHECO DE AMORIM e JOÃO VIEIRA DOS SANTOS	623
<i>Regulatory sandboxes</i>	
LAURA ABREU CRAVO e JOÃO VIEIRA DOS SANTOS	639

União do Mercado de Capitais e convergência na supervisão europeia: tensões e dificuldades vertidas no caso <i>ESMA-short selling</i>	
LUÍS GUILHERME CATARINO	657
Regulação – tempo e modo	
ÁLVARO DÂMASO	707
Sustentabilidade, grupos de interesses e propósito empresarial: um novo paradigma para a empresa e o mercado de capitais	
GABRIELA FIGUEIREDO DIAS	731
Os fundos de investimento na jurisprudência do STJ: identificação das questões suscitadas e das soluções propugnadas	
FÁTIMA GOMES	743
Mercado de capitais – Sucessão ecológica ou extinção	
PAULO LAMEIRAS MARTINS	775
Os produtos de investimento de retalho e produtos de investimento com base em seguros (PRIIPs): descrição do regime jurídico aplicável e casos práticos	
INÊS MONTALVO e SANDRA CARDOSO	781
21 years from the financial services action plan: is EU capital market regulation ‘coming of age’?	
NIAMH MOLONEY	801
Estratégias de saída no capital de risco	
ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA	823
Os desafios para promover a participação dos investidores e reforçar a sua proteção	
VINAY PRANJIVAN	855
Desafios dos próximos 20 anos: Uma breve reflexão	
CLARA RAPOSO	871
Sustentabilidade no mercado de capitais – papel das <i>green bonds</i>	
DIOGO MIGUEL ASSUNÇÃO DE FREITAS SANCHES	875
O papel do Código dos Valores Mobiliários no desenvolvimento do mercado de capitais Português	
CARLOS GOMES DA SILVA e ABEL SEQUEIRA FERREIRA	885
O investidor em fundos de investimento sustentáveis	
PAULO PEREIRA DA SILVA e VICTOR MENDES	901

Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários

2021

Coordenação:
CMVM

**CADERNOS DO MERCADO DE VALORES
MOBILIÁRIOS SOBRE OS 20 ANOS
DO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS**

COORDENAÇÃO

CMVM

EDITOR

EDIÇÕES ALMEDINA, S.A.

Rua Fernandes Tomás, n.ºs 76-80

3000-167 Coimbra

Tel.: 239 851 904 · Fax: 239 851 901

www.almedina.net · editora@almedina.net

DESIGN DE CAPA

Nuno Teixeira

PRÉ-IMPRESSÃO

EDIÇÕES ALMEDINA, S.A.

IMPRESSÃO E ACABAMENTO

maio, 2021

DEPÓSITO LEGAL

Os dados e as opiniões inseridos na presente publicação são da exclusiva responsabilidade do(s) seu(s) autor(es).

Toda a reprodução desta obra, por fotocópia ou outro qualquer processo, sem prévia autorização escrita do Editor, é ilícita e passível de procedimento judicial contra o infrator.



GRUPOALMEDINA

BIBLIOTECA NACIONAL DE PORTUGAL – CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO

**CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS
SOBRE OS 20 ANOS DO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS**

Cadernos do mercado de valores mobiliários sobre os 20 anos
do Código dos Valores Mobiliários / coord. CMVM

ISBN 978-972-40-9482-3

CDU 336

CADERNOS
DO MERCADO
DE VALORES
MOBILIÁRIOS

20 ANOS DO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

