



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A Imputação de Direitos de Voto nos termos do Artigo 20º do
Código dos Valores Mobiliários

Ana Reis de Castro

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2016

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Dissertação de mestrado

A Imputação de Direitos de Voto nos termos do Artigo 20º do
Código dos Valores Mobiliários

Mestrado: Direito da Empresa e dos Negócios

Nome: Ana Reis de Castro

Orientadora: Professora Doutora Daniela Baptista

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2016

Agradecimentos

Antes de mais, quero deixar um agradecimento à Universidade Católica por, desde a licenciatura ao mestrado, me ter proporcionado sempre as melhores condições de ensino.

Um agradecimento especial à Sra. Professora Doutora Daniela Baptista, por através das suas aulas me ter despertado um grande interesse nesta matéria, por me ter orientado, e por o ter feito demonstrando sempre disponibilidade e motivando-me a conseguir o melhor de mim.

Aos meus pais, por tudo, desde o apoio, às oportunidades, e por acreditarem sempre em mim, ao Kenny e aos meus amigos.

Resumo

A imputação de direitos de voto, atendendo à relevância das implicações práticas que decorrem da sua aplicação, constitui um tema de relevo. Neste estudo, iremos abordar este mecanismo, presente no artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários, incidindo com particular atenção nos casos em que a sua aplicação gera a constituição de deveres de comunicação de participações qualificadas ou do dever de lançamento de oferta pública de aquisição. No fim analisaremos ainda um exemplo prático de um dos critérios previstos na norma que regula este sistema.

Palavras-chave: imputação de direitos de voto, artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários, deveres de comunicação, OPA.

Abstract

The imputation of voting rights considering the relevance of the practical implications arising from its application is a relevant topic. In this study, we will approach this mechanism, present on the article 20º of the “Código dos Valores Mobiliários”, focusing with particular attention on the cases in which the application creates the constitution of duties of notification of the acquisition or disposal of major shareholdings or of the requirement to launch a takeover bid. In the end we will yet analyze a practical example of one of the categories provided on the norm that regulates this system.

Keywords: imputation of voting rights, article 20º of “Código dos Valores Mobiliários”, notification rules, mandatory bid

Índice

1	Introdução.....	7
2	Sentido e finalidade do sistema de imputações.....	9
3	Os deveres de informação	12
3.1	Enquadramento geral	12
3.2	A Directiva da transparência.....	15
1	O dever de lançamento de OPA	18
1.1	Enquadramento geral	18
1.2	A Directiva das OPAs.....	20
2	O regime unificado da imputação de direitos de voto.....	23
3	A imputação de direitos de voto para efeitos de dever de informação e OPA obrigatória.....	28
3	A imputação em cadeia	35
4	Conclusão	41
5	Bibliografia.....	42

1 Introdução

A imputação de direitos de voto nos termos do artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários (doravante CVM) continua a ser um tema gerador de grande controvérsia doutrinal.

Acreditamos, no entanto, que devido às consequências práticas deste artigo e à instrumentalidade deste perante outros regimes como, por exemplo, os deveres de comunicação de participações qualificadas ou o dever de lançamento de oferta pública de aquisição (doravante OPA), é fulcral que haja um mínimo de certeza em relação a este sistema sob pena de, se não o houver, gerar insegurança no mercado de valores mobiliários.

Uma questão que permanece central e trará consequências na aplicação de qualquer alínea do artigo 20º do CVM é a de saber se deverá a interpretação da referida norma variar consoante a finalidade que se pretende com a imputação. Note-se que, apesar da funcionalização múltipla desta norma, tendo em conta a importância dos deveres de comunicação de participações qualificadas e de lançamento de OPA (e sendo essencialmente sobre estes que a doutrina se tem pronunciado), será sobre eles que fundamentalmente incidirá o nosso estudo. Neste sentido, o principal problema levantado colocar-se-á relativamente às diferentes interpretações, ou não, da imputação de direitos de voto para efeitos do artigo 16º ou 187º, ambos do CVM.

Pretendemos com a presente dissertação sistematizar e clarificar o problema nuclear desta norma (que conforme já referimos recai sobre a decisão entre imputação unívoca e casuística, dependendo da finalidade em causa), através do confronto das várias soluções defendidas pela doutrina, analisando os argumentos invocados pelos autores concluindo por aquela que no nosso entender proporcione uma maior proteção ao mercado e aos investidores e que, seja mais coerente com a lei mobiliária.

Para tanto, o estudo iniciar-se-á com uma explicitação sobre quais as finalidades prosseguidas por esta norma que a tornam tão relevante, seguida de uma breve abordagem aos deveres por ela mais influenciados que, como já referimos, são os deveres de informação e o dever de lançamento de OPA. Relativamente a ambos iniciaremos a nossa análise através de um enquadramento geral, analisando posteriormente as Diretivas comunitárias que os regulam.

Posteriormente referir-se-á a questão do sistema unificado de imputações previsto, em exclusivo no ordenamento jurídico português, tentando perceber a razão de o legislador ter consagrado este mecanismo de forma tão ímpar do que se passa nos restantes ordenamentos europeus e analisar-se-á o mérito desta solução

Após esta abordagem geral, iniciaremos o estudo sobre a interpretação da norma de imputação de direitos de voto para efeito de constituição do dever de comunicação de participação qualificada e do dever de lançamento de OPA.

Por último, com o objetivo de acrescentar um exemplo que permita uma abordagem mais prática do tema, desenvolver-se-á alguns problemas especificamente levantados pela imputação em cadeia, presente na alínea i) do artigo 20º do n.º 1 do CVM. Tal como nos outros temas, analisaremos as várias doutrinas e a respectiva argumentação, concluindo por aquela que consideramos ter um maior mérito na ponderação de toda a conjectura. Analisaremos também, a este respeito, as diferenças aplicativas da imputação em cadeia noutros ordenamentos jurídicos, consoante esteja em causa o dever de comunicação de participações qualificadas ou o dever de lançamento de OPA.

2 Sentido e finalidade do sistema de imputações

Antes de iniciarmos o objeto propriamente dito do nosso estudo cumpre-nos fazer algumas observações preliminares sobre este regime¹ (que consiste na imputação aos participantes de direitos de voto cujo exercício seja por eles influenciado ou influenciável²) para uma melhor compreensão, enquadramento e integração do tema no nosso sistema jurídico.

Esta análise prévia não estaria completa sem que se levantasse uma questão que nos parece muito simples mas que é fundamental:

Qual o objetivo de criar um sistema de imputações de direitos de voto?

Conforme afirma Paulo Câmara, este sistema tem como finalidade “identificar e medir a influência accionista”.³ Significa isto, portanto, que a aferição formal das participações sociais não constitui elemento suficiente para a determinação da influência de um acionista em determinada sociedade. Ou seja, socorrendo-se de determinados mecanismos societários, é possível um acionista ser titular de uma participação qualificada, ou mesmo controlar uma sociedade, sem que esse facto seja perceptível através da mera observação das participações que este detenha a título formal. E são estes vários instrumentos que o artigo 20º n.º 1 do CVM pretende prever nas suas alíneas.

Vejamos o seguinte exemplo: A, titular de 10% do total das participações da Sociedade X confere a B, titular de 20% das ações da mesma sociedade, o poder discricionário para o exercício dos seus direitos de voto. Ora, como facilmente se compreende, a influência de B sobre a Sociedade X não se limita aos seus 20%, uma vez que tem poderes para exercer, no sentido que mais lhe aprouver, direitos de voto subjacentes aos 10% que correspondem às ações de A.

Este regime vem, então, permitir que a acrescer aos 20% dos quais B é titular lhe sejam imputados os 10% pertencentes a A, mas relativamente aos quais B tem poderes para definir o sentido de voto, perfazendo um total de 30% (nos termos da alínea g)⁴).

¹ Prevista no artigo 20º do CVM.

² Neste sentido, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO - *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 161-192, em especial pág. 164.

³ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliário*, 2ª Edição, Coimbra: Almedina, 2001, em especial, pág. 520

⁴ Esta alínea determina que são imputados a um acionista (para além daqueles que sejam inerentes a ações das quais este seja titular) os direitos de voto “Detidos por titulares de direito de voto que tenham conferido ao participante poderes discricionários para o seu exercício”

Outro ponto que cremos ser fulcral como ponto de partida para o estudo do sistema de imputações, será o de perceber a relevância do apuramento da referida real influência do accionista na sociedade. Isto é, socorrendo-nos novamente do exemplo acima dado: quais serão as consequências práticas de considerarmos que A tem uma participação de 30% e não de 20%, como ocorreria se não existisse um sistema de imputações em vigência.

Por um lado, há que atender que desta forma nos vai ser permitido aferir quem detém o controlo real e efetivo da sociedade.⁵ Sendo que este conhecimento, como iremos desenvolver infra quando falarmos dos deveres de informação e transparência, reveste a maior relevância para o funcionamento do mercado de valores mobiliários, nomeadamente quando se trata de promover a segurança deste.

Por outro lado, há deveres que o nosso Código consagra que dependem diretamente da detenção de participações sociais. E, para que estas sejam calculadas corretamente e de acordo com a realidade societária, será necessário atender não só às participações das quais o participante seja titular formalmente, mas também ao cômputo destas com as detidas por aplicação de algum dos critérios previstos de imputação. Deste modo, teremos um sistema mais eficaz no que concerne à extinção, ou pelo menos diminuição, das fraudes aos deveres consagrados pelo nosso sistema mobiliário.

Há, então, dois sistemas fundamentais nos quais deve ser aplicada esta regra: a constituição do dever de comunicação de participações qualificadas, previsto no artigo 16º do CVM e o dever de lançamento de OPA, regulado nos artigos 187º e seguintes do mesmo código⁶, em relação aos quais não nos alongaremos neste ponto mas que iremos desenvolver de seguida no nosso estudo.

Paulo Câmara define este artigo como o “*equivalente mobiliário de uma norma de perigo abstracto*”.⁷ Somos do entender que esta fórmula encontrada pelo autor resume o

⁵ Cfr. PAULA COSTA E SILVA - *A imputação dos 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, também in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, págs. 403-441, 2007, em especial, pág. 407.

⁶ Apesar de serem várias as normas do nosso CVM que remetem para os critérios do artigo 20º do CVM, neste estudo vamos-nos apenas focar nestes dois casos, na medida em que acreditamos que sejam os que têm mais relevância no panorama geral, quer em termos de direito interno quer ao nível do direito comunitário. Para um maior desenvolvimento sobre a tripla funcionalidade deste artigo veja-se JOÃO SOARES DA SILVA – *Algumas observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 26, Abril de 2007, págs. 47-58.

⁷ Na medida em que “faz imputar direitos de voto a uma pessoa pelo perigo, abstractamente considerado, de esta influenciar o exercício do direito de voto, num conjunto de situações tipicamente definidas.” - PAULO CÂMARA - *Manual de Direito dos Valores Mobiliário*, 2ª Edição, Coimbra: Almedina, 2011, pág. 522.

sentido do regime de imputações. Significa esta definição que este artigo não consagra apenas situações em que o direito de voto seja efetivamente influenciado bastando, para efeitos de regime de imputação, que este seja influenciável.

Atentemos ao seguinte exemplo: a Sociedade C é titular de 51% das ações da Sociedade D que, por sua vez detém 15% das ações da Sociedade E. De acordo com o regime previsto na alínea d) do n.º 1 do artigo 20º do CVM⁸, serão imputados à Sociedade C os 15% de direitos de voto correspondentes às participações da Sociedade E, das quais D é titular. O que se pretende aqui demonstrar é que, para que opere tal imputação, é irrelevante se C influencia efetivamente o sentido dos votos que D exerce em E, sendo suficiente que tenha o poder para o fazer.

Uma última ressalva que nos cumpre fazer a propósito deste sistema é que, tanto o legislador nacional como o comunitário, deverão proceder com o maior cuidado no delineamento do alcance dos critérios de imputação, sob pena de, ao consagrar um leque de regras demasiado abrangente, dissuadir a interação entre accionistas⁹, na medida em que há uma fronteira muito ténue entre a simples interação entre participantes e a atuação em concertação.¹⁰ Isto poderá criar um receio, por parte dos acionistas, de que a sua atuação, apesar de sem qualquer intenção de domínio da sociedade em causa, caia no âmbito de algum destes critérios e, conseqüentemente os constitua em deveres de comunicação, ou em última instância, no dever de lançamento de OPA. Ora isto não é de todo desejável na medida em que pode ter como consequência uma atitude de apatia por parte dos acionistas.

⁸ Nos termos desta alínea serão imputados ao participante os direitos de voto “Detidos por sociedade que com o participante se encontre em situação de domínio ou de grupo;”.

⁹ Cfr. PAULO CÂMARA - *Manual de Direito dos Valores Mobiliário*, 2ª Edição, Coimbra: Almedina, 2011, pág. 521. Par uma análise mais detalhada relativamente a esta questão veja-se RICCARDO GHETTI, *Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights*, 2014 in ssrn.com/abstract=2718516, págs. 594-632, em especial págs. 598-600.

¹⁰ Que serve de critério base para a imputação dos direitos de voto, não só no direito comunitário como também nos vários direitos nacionais. Para uma análise da atuação concertada, em particular no sistema português, veja-se DANIELA FARTO BAPTISTA – *A atuação concertada como fundamento de imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Porto: Universidade Católica, 2016.

3 Os deveres de informação

3.1 Enquadramento geral

Os deveres de informação têm uma origem marcadamente anglo-saxónica. Trata-se, no entanto, de uma influência indireta, na medida em que decorre da transposição das Diretivas comunitárias que, por sua vez, foram buscar inspiração ao sistema britânico. Enquanto o nosso sistema, pelo menos até ao Código das Sociedades Comerciais de 1986, sempre teve uma base individualista, promovendo o secretismo, o ordenamento jurídico britânico já considerava fundamental a responsabilização das sociedades perante a coletividade.¹¹

Com o desenvolvimento societário, que se iniciou no século XIX, assistiu-se a uma progressiva dispersão do capital social. Consequentemente surge a figura do “*acionista financeiro*”¹² o qual se caracteriza pela aquisição de ações de uma determinada sociedade, exclusivamente com o escopo de investimento do seu capital, não tendo qualquer pretensão de a administrar¹³. Em contraposição, encontra-se o acionista empresário que, não raras vezes cumula a posição de participante com funções de administrador da sociedade, mas que, mesmo nos casos em que tal não sucede, tem poder de decisão sobre quem ocupa este cargo. Atento o fenómeno de abertura do capital da sociedade ao público, o qual, muitas vezes pretende apenas um retorno a curto prazo do seu investimento e, portanto, não intervém de forma ativa na sua gestão, o empresário adquire um maior grau de liberdade. Deste modo, os deveres de informação passam a constituir uma garantia de um mínimo de controlo sobre a mesma.

E é, nesta medida, que EDUARDO PAZ FERREIRA¹⁴, no nosso entendimento, com mérito, considera que é a informação que permitirá uma maior democratização da sociedade. Em nossa opinião, não o faz através da criação de mais direitos para os acionistas minoritários, mas proporcionando as condições necessárias para que estes sejam exercidos. Deste modo, parece-nos destacar-se o carácter instrumental do direito à informação.

¹¹ EDUARDO PAZ FERREIRA - *A informação no mercado de valores mobiliários*, in AA.VV. – Direito dos Valores Mobiliários, Vol. III, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, págs. 137-159, pág. 138.

¹² ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA – *Sociedades Abertas*, in AA.VV. – Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VI, Coimbra: Coimbra Editora, 2006, págs. 9-49, em especial pág. 10.

¹³ Não tendo sequer, as mais das vezes conhecimentos necessários para o fazer.

¹⁴ EDUARDO PAZ FERREIRA - *A informação no mercado de valores mobiliários*, in AA.VV. – Direito dos Valores Mobiliários, Vol. III, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, págs. 137-159, pág. 138.

Vejam, a título de exemplo, o artigo 290º n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais (doravante designado CSC) que dispõe que “Na assembleia geral, o acionista pode requerer que lhe sejam prestadas informações verdadeiras, completas e elucidativas que lhe permitam formar opinião fundamentada sobre os assuntos sujeitos a deliberação.” Podemos, portanto, concluir que a não prestação desta informação, constituiria um obstáculo ao exercício do direito de voto, previsto no artigo 384º do CSC, na medida em que, este deve ser praticado de uma forma devidamente informada e fundamentada. Ou seja, está aqui em causa a instrumentalidade do direito à informação relativamente ao exercício do direito de voto.

Temos incidido, até ao momento, a nossa exposição, na vertente mais societária dos direitos informativos, isto é, primordialmente centrada na tutela da relação entre acionistas e a sociedade.¹⁵

Todavia, para o objeto do nosso estudo, afigura-se-nos de maior relevo a análise dos deveres de informação, e, em particular, dos deveres de comunicação de participações qualificadas, na ótica do mercado dos valores mobiliários.

Dispõe o artigo 7º do CVM que “A informação respeitante a (...) emitentes deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita.” (sublinhado nosso).

Consagra, por seu turno, o artigo 16º n.º 1 do CVM a obrigação de dar conhecimento à CMVM da detenção de participações qualificadas:

“Quem atinja ou ultrapasse participação de 10%, 20%, um terço, metade, dois terços e 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade aberta, sujeita a lei pessoal portuguesa, e quem reduza a sua participação para valor inferior a qualquer daqueles limites deve, no prazo de quatro dias de negociação após o dia da ocorrência do facto ou do seu conhecimento (...).”

Pretende-se, não só, através da imposição de regras de informação, a criação de um mercado como uma “instituição dotada de regras próprias em que as pessoas que nele atuam reclamam um conjunto de garantias de igualdade”¹⁶. E essa igualdade, de resto também expressamente consagrada no artigo 15º do CVM, num mercado tão abrangente em termos de intervenientes que inclui figuras tão díspares como os intermediários financeiros que são altamente qualificadas e as próprias sociedades emitentes, mas,

¹⁵ EDUARDO PAZ FERREIRA - *A informação no mercado de valores mobiliários*, in AA.VV. – Direito dos Valores Mobiliários, Vol. III, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, págs. 137-159, pág. 139.

¹⁶ EDUARDO PAZ FERREIRA - *A informação no mercado de valores mobiliários*, in AA.VV. – Direito dos Valores Mobiliários, Vol. III, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, págs. 137-159, pág. 140.

também, o investidor pouco qualificado nesta área, apenas é possível, assegurando um acesso uniforme à informação.

Do exposto se conclui que as citadas normas têm, à semelhança do que sucedia no ponto de vista societário, um escopo de proteção dos investidores. Especificando o aspeto da comunicação prevista no artigo 16º, o conhecimento de controlo ou a mera titularidade de uma participação qualificada da sociedade constitui uma importante base de decisão no que concerne a medidas de investimento ou desinvestimento. Note-se que quando uma sociedade é controlada, tendencialmente ocorre a desvalorização das suas ações, uma vez que, o investimento nesta não trará qualquer poder decisório. Por sua vez, quando existe um detentor de participação qualificada, apesar de ser possível para um potencial investidor adquirir uma posição relevante com algum poder decisório, é necessário um investimento superior ao que seria caso o capital social estivesse mais disperso.

Sucedo que, apesar de, aparentemente, o legislador essencialmente zelar pela proteção do investidor, tem-se entendido que os deveres de informação visam, em primeira linha, a defesa do mercado.¹⁷ Não pretendemos retirar importância à proteção do investidor. No entanto, somos do entender que a sua função primordial é permitir uma maior confiança nos mercados e, conseqüentemente mais investimento.

Não obstante o dever de informação permitir uma atenuação do risco subjacente ao investimento no mercado dos valores mobiliários não o elimina, sob pena de descaracterizar o próprio mercado¹⁸. Estamos perante uma prática que se caracteriza pelo próprio risco, na medida em que, se baseia em especulação. Atente-se ao seguinte exemplo que, apesar de muito simplista, entendemos dar uma percepção do que constitui o investimento no mercado: A compra a B 1000 ações da Sociedade X, pelo preço de um euro cada uma. Neste caso, naturalmente A, por algum motivo, entendia que as ações da Sociedade X iriam valorizar, enquanto B, por seu turno, considerava que iam desvalorizar. Deste modo, nenhuma das partes pode saber, com certeza, em que sentido irá evoluir o mercado.

¹⁷ Veja-se, a título de exemplo, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO - *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 161-192, em especial pág. 165, EDUARDO PAZ FERREIRA - *A informação no mercado de valores mobiliários*, in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, págs. 137-159, em especial pág. 140.

¹⁸ Cfr. EDUARDO PAZ FERREIRA - *A informação no mercado de valores mobiliários*, in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, págs. 137-159, em especial pág. 146.

Tendo assim, como facto assente, que o risco é um corolário do investimento no mercado, este não poderá ocorrer nunca de assimetrias informativas entre os investidores. No caso apresentado, as convicções de A e B deveriam ser fundadas na mesma informação, apesar de conclusões diferentes.

Sendo, então, a proteção dos investidores e, consequentemente, a proteção dos mercados a mais ponderosa finalidade dos deveres de informação, a divulgação das participações qualificadas serve outros interesses como o conhecimento por parte do Estado da formação de grupos económicos¹⁹, ou uma maior facilidade da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (doravante designada CMVM) na fiscalização da verificação dos pressupostos que constituem o dever de lançamento de OPA.²⁰

3.2 A Directiva da transparência

É com a aprovação da Diretiva 88/627/CEE de 12 de Dezembro de 1988 “*relativa às informações a publicar por ocasião da aquisição ou alienação de uma participação importante numa sociedade cotada na bolsa*” que surge a primeira regulação comunitária da imputação de direitos de voto.

Anteriormente à sua criação existia uma lacuna legal por parte de grande parte dos Estados-Membros no que concerne à matéria da prestação de informações relativa à detenção de participações qualificadas. Por outro lado, os raros ordenamentos jurídicos que o previam faziam-no em sentidos muito diversos uns dos outros, consagrando regras muito diferentes entre eles.

Ora, tendo as instâncias comunitárias o objetivo de criar um verdadeiro mercado europeu de capitais, esta ausência e dispersão legislativa era um obstáculo à prossecução desta finalidade.²¹ Serviu esta Diretiva para colmatar esta lacuna.

O legislador comunitário pretendeu disponibilizar uma informação autêntica, que traduzisse efectivamente a realidade societária. Isso não seria possível com a consagração do dever de comunicação exclusivamente associado a participações formalmente detidas pelo participante, sob pena de se tornar demasiado redutor. Foram

¹⁹ Não poderemos ignorar a importância que a economia reveste na nossa sociedade, promovendo riqueza, nomeadamente através da criação de postos de trabalho sendo, portanto, do interesse do Estado conhecer a realidade societária do seu território.

²⁰ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA – *Sociedades Abertas*, in AA.VV. – Direito dos Valores Mobiliários, Vol. VI, Coimbra: Coimbra Editora, 2006, págs. 9-49, em especial pág. 20.

²¹ Estas ideias decorrem da leitura do preâmbulo da Diretiva em análise.

então consagrados uma série de critérios nos vários travessões do artigo 7º desta Diretiva que equiparavam os direitos de voto detidos ao abrigo da aplicação destes aos direitos de voto detidos formalmente pelo participante.²²

A referida Diretiva foi revogada pela Diretiva 2001/34/CE, de 28 de Maio de 2001, “*relativa à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e à informação a publicar sobre esses valores*”.

Esta Diretiva teve como objetivo a codificação num único diploma da Diretiva 79/279/CEE do Conselho, de 5 de Março de 1979, “*relativa à coordenação das condições de admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores*”, a Directiva 80/390/CEE do Conselho, de 17 de Março de 1980, relativa à coordenação das condições de conteúdo de controlo e de difusão do prospeto a ser publicado para a admissão à cotação oficial de valores mobiliários numa bolsa de valores, a Diretiva 82/121/CEE do Conselho, de 15 de Fevereiro de 1982, relativa à informação periódica a publicar pelas sociedades cujas ações são admitidas à cotação oficial de uma bolsa de valores, e a **Diretiva 88/627/CEE do Conselho, de 12 de Dezembro de 1988, relativa às informações a publicar por ocasião da aquisição ou alienação de uma posição importante numa sociedade cotada na bolsa.**²³

Foram assim consolidadas num único documento as “condições de admissão de valores mobiliários à cotação oficial das bolsas de valores situadas ou funcionando nos Estados-Membros”.²⁴

No entanto, no que concerne aos critérios de imputação de direitos de voto, estes permanecerem inalterados, passando a constar no seu artigo 92º.

Atualmente, a Diretiva em vigor que regula esta matéria é a Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004 “*relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação de um mercado regulamentado e que altera a Diretiva 2001/34/CE*” (doravante denominada Diretiva da Transparência).

Contrariamente à anterior, esta Diretiva veio alterar o regime da comunicação da aquisição, detenção ou alienação de participações qualificadas.

²² Cfr. JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa: Universidade Católica Editora, 2010, em especial pág. 32.

²³ Cfr. Considerando (1) da respectiva Diretiva.

²⁴ Cfr. Considerando (2).

Com a criação deste novo regime, as instâncias comunitárias propuseram-se promover um mercado mais transparente e eficiente através de medidas que assegurem um fluxo mais regular de informações, cumprindo-nos destacar, tendo em conta o objeto do nosso estudo, as alterações ocorridas no regime das participações qualificadas, bem como da harmonização dos ordenamentos jurídicos nacionais relativamente a esta matéria. Deverão estas medidas proporcionar uma maior proteção aos investidores e, conseqüentemente, uma maior eficiência do mercado.²⁵

Os critérios de imputação de direitos de voto a participantes, como já se referiu, foram alterados e explanados no seu artigo 10º sob a epígrafe “*Aquisição ou alienação de percentagens significativas dos direitos de voto*”.

O próprio uso da designação “participações qualificadas” que veio substituir a expressão “participações importantes” foi uma novidade trazida pela (na altura) nova Diretiva.²⁶

A transposição da Diretiva da Transparência para o ordenamento jurídico português pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro resultou na alteração das alíneas f), g) e h) e acrescentou os n.ºs 2, 4 e 5 ao artigo 20.º do CVM.

Note-se que a Diretiva da Transparência é uma Diretiva de harmonização mínima e que permite uma larga margem de discricionariedade aos Estados-Membros na sua transposição no que diz respeito à consagração de requisitos mais rigorosos, nomeadamente quanto ao seu artigo 10º²⁷. Veja-se a este respeito o seu artigo 3º, em especial o segundo parágrafo do n.º 1 que dispõe o seguinte: “O Estado-Membro de origem pode também sujeitar os titulares de ações, ou as pessoas singulares ou coletivas referidas nos artigos 10.º ou 13.º, a requisitos mais rigorosos na presente diretiva.”

O legislador nacional aproveitou esta abertura consagrando a maior latitude permitida pelo artigo 3º da Diretiva da Transparência²⁸, uma vez que o nosso sistema de imputações se caracteriza, também, pela abrangência dos seus critérios.

²⁵ Cfr. os Considerandos (1), (2) e (5)

²⁶ Cfr. DANIELA FARTO BAPTISTA – *A actuação concertada como fundamento de imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Porto: Universidade Católica, 2016, págs. 36

²⁷ Que como já foi referido supra é o que regula os critérios de imputação.

²⁸ Cfr. CELINA CARRIGY/ CRISTINA SOFIA DIAS – *A Diretiva da Transparência*, CadMVM, n.º 25, Dezembro de 2006, págs. 79-93, em especial pág.87.

1 O dever de lançamento de OPA

1.1 Enquadramento geral

Também no âmbito do dever de lançamento de OPAs o Reino Unido foi pioneiro. Este regime surge no *City Code on Takeover Bids* de 1968, no qual aparece consagrado, pela primeira vez, o princípio da igualdade dos acionistas. Tal como acontece relativamente aos deveres de informação, também no que concerne ao lançamento de OPAs este princípio reveste a maior importância.²⁹

Em Portugal, este dever surge na sua versão inicial no Código das Sociedades Comerciais (doravante CSC) em 1986, constando nos seus artigos 306º a 315º. Em 1991, com a aprovação do Código do Mercado de Valores Mobiliários, são acrescentadas a este regime novas regras que passam a constar do novo diploma. É, no entanto, apenas com o DL 261/95, de 3 de Outubro, que são revogadas as normas previstas no CSC relativas a esta matéria, passando o dever de lançamento de OPA a ser objeto de regulação exclusiva da legislação mobiliária, o que se vem a verificar até ao momento.³⁰ Atualmente, é regulado no artigo 187º do CVM que consagra no seu n.º 1 que:

Aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, directamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das acções e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.

Prosseguiremos com uma breve abordagem às finalidades deste dever que nos permitirão, posteriormente, uma melhor interpretação conjunta com as regras de imputação. Têm sido apontadas pela doutrina³¹, como finalidades subjacentes à consagração do regime de lançamento de OPA obrigatórias, essencialmente duas.

²⁹ FERNANDO VICES RUIZ – *Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades*, in AA.VV. – *La Sociedad Cotizada*, Madrid: Marcial Pons, 2006, págs. 606-729, em especial págs. 606-607

³⁰ Para uma análise mais detalhada sobre a evolução do regime das OPAs em Portugal veja-se, PAULO CÂMARA – *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 197-268, também in AA.VV. *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2000, págs. 203 a 284, em especial págs. 203-210.

³¹ DANIELA FARTO BAPTISTA – *A actuação concertada como fundamento de imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Porto: Universidade Católica, 2016, págs. 585-586. FERNANDO VICES RUIZ – *Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades*, in AA.VV. – *La Sociedad Cotizada*, Madrid: Marcial Pons, 2006, págs. 606-729, em especial págs. 606, JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, CadMVM, n.º 26, Abril de 2007, págs. 59-69, em especial pág. 62, PETER BÖCKLI, et al. – *Response to the*

Em primeiro lugar, concede-se ao sócio minoritário um direito de saída. Havendo uma mudança no domínio da sociedade, pode suceder que o sócio não queira permanecer na mesma, nomeadamente por “ (...) não acreditarem na capacidade de gestão do novo detentor de controlo, por desconfiarem dos seus métodos, ou por simplesmente recearem a modificação futura da gestão e orientação empresariais (...)”³²

Tem-se entendido por outro lado, que a consagração do dever de lançamento de OPA tem também subjacente a ideia da distribuição do prémio de controlo. Ou seja, a circunstância de as ações permitirem a aquisição do controlo de determinada sociedade, ocasiona a valorização das mesmas. Deste modo, o lançamento de OPA permitirá que todos os sócios tenham igual direito a vender as suas ações a determinado preço. Por outro lado, após a aquisição de controlo, as ações de uma sociedade controlada em princípio sofrerão uma desvalorização. Note-se que quem pretender adquirir algum poder societário, em princípio não o fará através de investimento em ações de uma sociedade controlada.³³ É tendo em conta esta finalidade que não é consagrada, nem no sistema jurídico português, nem na legislação comunitária, a OPA parcial, ou seja, dirigida apenas a uma determinada percentagem das participações, constituindo neste âmbito, um corolário do princípio da igualdade.

Foi, no entanto, apontada uma terceira finalidade³⁴ segundo a qual o lançamento de OPA obrigatória permite ao sócio minoritário escolher de forma consciente e sem pressão. Caso não se consagrasse esta solução, poderiam ocorrer situações em que o acionista se sentiria compelido a alienar a sua participação a um preço inferior ao seu valor, sob a ameaça de não o fazendo, permanecer numa situação de sócio minoritário numa sociedade, sem direito de saída. De acordo com esta finalidade, o lançamento de OPA permitirá ao sócio uma escolha livre de aceitar ou recusar uma oferta.

European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive, in Legal Studies Research Paper Series, paper n.º 5/2014, January 2014, University of Cambridge: Faculty of Law, in <http://www.law.cam.ac.uk/ssrn/>.

³² DANIELA FARTO BAPTISTA – *A actuação concertada como fundamento de imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Porto: Universidade Católica, 2016, pág. 586.

³³ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO – *OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização*, RDS, Número 4, Ano III, 2011, págs. 927-984, em especial págs. 963 – 964.

³⁴ Veja-se, a este propósito PETER BÖCKLI, et al. – *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*, in Legal Studies Research Paper Series, paper n.º 5/2014, January 2014, University of Cambridge: Faculty of Law, in <http://www.law.cam.ac.uk/ssrn/>, em especial pág. 2.

Independente da finalidade a que nos referirmos, parece-nos estar sempre em causa a atribuição de uma proteção de um acionista minoritário³⁵ quando confrontado com uma mudança de controlo numa sociedade da qual detém participações.

Inerente também a estas finalidades está a ideia de controlo. Contrariamente, aos deveres de comunicação de participação qualificada está subjacente, uma ideia de influência na sociedade, que não constituirá obrigatoriamente uma situação de controlo.³⁶

No entanto, como refere PAULA COSTA DA SILVA³⁷, no nosso entender, muito pertinentemente, não é apenas a aquisição do controlo que é relevante para efeitos da constituição de dever de lançamento de OPA. Este é apenas um dos pressupostos. É imperativo que o controlo seja adquirido através da detenção ou ultrapassagem de determinadas percentagens de direitos de voto.

1.2 A Diretiva das OPAs

A instituição de um regime comunitário relativamente às OPAs, não foi de todo isenta de escolhos. O primeiro projeto para a consagração de um coordenação comunitária relativamente a este tema foi elaborado em 1974. No entanto, obter o acordo entre os vários países revelou-se um desafio exigente. Apenas trinta anos depois é finalmente aprovada a Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, “relativa às ofertas públicas de aquisição”, também conhecida como Diretiva das OPAs.³⁸

³⁵ Cfr. PAULO CÂMARA – *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 197-268, também in AA.VV. *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2000, págs. 203 a 284, em especial pág. 219.

³⁶ Cfr. RICCARDO GHETTI, *Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights*, 2014 in ssrn.com/abstract=2718516, págs. 594-632, em especial pág. 600.

³⁷ PAULA COSTA E SILVA – *Sociedade Aberta, Domínio e Influência Dominante*, in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra: Coimbra Editora, 2008, págs. 541-571, em especial págs. 543-544.

³⁸ Para um maior desenvolvimento dos obstáculos ultrapassados para a consagração do regime vigente veja-se, DANIELA FARTE BAPTISTA – *A actuação concertada como fundamento de imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Porto: Universidade Católica, 2016, p. 39-40, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO – *OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização*, RDS, Número 4, Ano III, 2011, págs. 927-984, em especial págs. 933- 938, FERNANDO VICES RUIZ – *Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades*, in AA.VV. – *La Sociedad Cotizada*, Madrid: Marcial Pons, 2006, págs. 606-729, em especial págs. 609-610, KLAUS J. HOPT – *A Harmonização do Regime das Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) na Europa*, in AA.VV. *Direito dos*

Com esta consagração pretendeu-se assegurar regras de jogo equitativas³⁹ entre os Estados-Membros⁴⁰, uma vez que, em determinados Estados-Membros, existiam mecanismos legais para salvaguardar as sociedades de OPAs hostis, e, não havendo estas regras em todos os membros, esta situação seria suscetível de criar desigualdades entre eles.⁴¹

Sucedem que, as dificuldades criadas por alguns países e a necessidade de chegar a um regime que permitisse uma harmonização mínima desta matéria a nível comunitário, mais uma vez com vista ao objetivo último de criação de um mercado único europeu⁴², resultaram em muitas cedências sendo, no fim, criada uma Directiva de harmonização mínima⁴³. Significa, portanto, que este diploma permite aos Estados-Membros, a criação de regras cujos requisitos sejam mais exigentes do que os por si definidos, desde que respeitados os princípios consagrados no seu artigo 3º n.º 1.⁴⁴ Por outro lado, a Directiva das OPAs permite derrogações às normas por si previstas, conforme previsto no 2º parágrafo do n.º 5, do seu artigo 4º.⁴⁵

A Directiva das OPAs consagra, como pressuposto para o fenómeno da imputação de direitos de voto, a atuação em concertação. Veja-se o artigo 5º n.º 1 que consagra o dever de lançamento de OPA quando uma pessoa (singular ou coletiva) detém o

Valores Mobiliários, Volume V, Coimbra: Coimbra Editora, 2004, págs. 215-239, em especial págs. 216-219.

³⁹ A expressão originariamente inglesa é “level playing field”.

⁴⁰ Cfr. ANDRÉS RECALDE CASTELLS, *Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, función económica y principios de la ordenación*, in AA.VV. – Derecho de OPAs: Estudio Sistemático del Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español, Valencia: Tirant Lo Blanch, 2010, págs. 27-57, em especial pág. 37.

⁴¹ KLAUS J. HOPT – *A Harmonização do Regime das Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) na Europa*, in AA.VV. Direito dos Valores Mobiliários, Volume V, Coimbra: Coimbra Editora, 2004, págs. 215-239, em especial pág. 217

⁴² Veja-se a propósito dos fins da harmonização europeia do regime das OPAs FERNANDO SÁNCHEZ CALERO, *Líneas generales del nuevo régimen sobre las OPAs*, in RDBB, Anõ XVI, Mayo-Junio 2007, págs 9-40, em especial págs. 31-32. (ver melhor depois), ANDRÉS RECALDE CASTELLS, *Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, función económica y principios de la ordenación*, in AA.VV. – Derecho de OPAs: Estudio Sistemático del Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español, Valencia: Tirant Lo Blanch, 2010, págs. 27-57, em especial págs. 37-43.

⁴³ Cfr. GUILLERMO GUERRA MARTIN, *Comentarios Al Proyecto de ley, de 13 de octubre de 2006, de la reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores: La transposición al Derecho Español de la Directiva sobre OPAs (El Proyecto de Ley, de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley de Mercado de Valores)*, in Rds, 27, 2006, págs. 161-178, em especial pág. 162, RICCARDO GHETTI, *Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights*, 2014 in ssrn.com/abstract=2718516, págs. 594-632, em especial pág. 600, THOMAS PAPADOPOULOS – *The mandatory provisions of the EU Takeover Bid Directive and their deficiencies*, *Law and Financial Markets Review*, Vol. I, n.º 6, November 2007, págs. 525-533, in <http://ssrn.com/abstract=1088894>, em especial pág. 526.

⁴⁴ Cfr. artigo 3º n.º 2 da Directiva das OPAs.

⁴⁵ Novamente, desde que respeitados os princípios previstos no seu artigo 3º n.º 1.

controlo de determinada sociedade através da “aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ele atuam em concertação”. De acordo com o artigo 2º n.º 1 d) deste diploma entende-se por “ «Pessoas que atuam em concertação»: pessoas singulares ou coletivas que cooperam com o oferente ou com a sociedade visada com base num acordo, tácito ou expresso, oral ou escrito, tendo em vista, respetivamente, obter o controlo da sociedade visada ou impedir o êxito da oferta; ”

Deste modo, exige esta definição, cumulativamente, a cooperação entre sujeitos (não exigindo quaisquer formalidades para o acordo que lhe dá origem) e a prossecução de uma das finalidades consagradas.

Contrariamente ao que sucede na Diretiva da Transparência, o dever de lançamento de OPA tem como objeto situações de disponibilidade atual e efectiva, por oposição à disponibilidade potencial ou futura⁴⁶, isto é, é pressuposto a existência de controlo à data da constituição do dever de lançamento de OPA, não se bastando com a suscetibilidade de aquisição. Pelo exposto, concluímos ter a Diretiva das OPA consagrado uma obrigação *a posteriori*.

À semelhança do que foi dito *supra*, salienta-se, também nesta Diretiva a prossecução da finalidade de proteção dos acionistas minoritários⁴⁷. Veja-se meramente a título de exemplo, o seu já abordado artigo 5º n.º1 que assegura o dever de lançamento de oferta “a fim de proteger os acionistas minoritários dessa sociedade”. A proteção dos investidores, à semelhança do mencionado a propósito dos deveres de informação, tem como consequência uma maior atração de potenciais investidores, na medida em que, promove a sua segurança.

Retira-se, ainda, desta Diretiva de forma clara, a relevância da associação entre o dever de lançamento de OPA e a detenção do domínio (ou controlo). Atentemos ao seu Considerando (9) que consagra:

Os Estados-Membros deverão tomar as medidas necessárias para proteger os titulares de valores mobiliários, e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma mudança de controlo das sociedades. Os Estados-Membros deverão assegurar essa proteção mediante a imposição ao adquirente que assumiu o controlo de uma sociedade do dever de lançar uma oferta a todos os titulares de valores mobiliários dessa sociedade, tendo em vista a aquisição da

⁴⁶ JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa: Universidade Católica Editora, 2010, pág. 40

⁴⁷ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO – *OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização*, RDS, Número 4, Ano III, 2011, págs. 927-984, em especial pág. 963

totalidade das respectivas participações a um preço equitativo que deve ser objeto de uma definição comum.

Conforme é observável através da leitura deste excerto, está em causa a proteção dos participantes “**após uma mudança de controlo**”. Note-se, ainda, que o dever de lançamento de oferta surge na esfera do “**adquirente que assumiu o controlo**”.

Não é, no entanto, única esta consagração da relevância da situação de domínio, estando presente nomeadamente na redação do artigo 5º n.º 1 quando consagra como pressuposto para a consagração do dever de lançamento de OPA obrigatória “*uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma*”, ou o seu n.º 3 que confirma esta relação ao referir-se à “*percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade*”. Aliás, na própria definição de atuação em concertação, uma das finalidades cuja cooperação segue, para que seja relevante, será precisamente a “obtenção do controlo da sociedade visada”.

2 O regime unificado da imputação de direitos de voto

A opção legislativa de consagração no CVM de um único critério de imputação para os vários sistemas a que este mecanismo se aplica não é, de todo, consensual. Conforme referido anteriormente, apesar da funcionalidade plural do artigo 20º n.º 1⁴⁸ o nosso foco, ao longo do presente estudo, será a imputação para efeitos de constituição dos deveres de comunicação de participações qualificadas e de lançamento de OPA, uma vez que são as situações mais debatidas pela doutrina e que, cremos, resultarão em consequências mais relevantes.

Esta abordagem por parte do legislador português é única na medida em que, não só se afasta do regime previsto no Código do Mercado dos Valores Mobiliários, como também do consagrado nas Diretivas comunitárias que regulam estas matérias (As anteriormente analisadas Diretiva da Transparência e Diretiva das OPAs). Por outro lado, não tem paralelo em mais nenhum ordenamento jurídico, em particular, nos sistemas europeus.

⁴⁸ Veja-se, a este propósito JOÃO SOARES DA SILVA – *Algumas Observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 26, Abril de 2007, págs. 47-58.

Atenta a originalidade dessa consagração, surge a controvérsia doutrinal no que respeita à coerência, ou não, da abordagem do legislador.

Tem sido invocado, pelos autores que criticam a opção legislativa, que a base subjacente aos deveres previstos nos artigos 16º e 187º do CVM não é coincidente. Por um lado, o dever de comunicação de participações qualificadas constitui-se na esfera do participante como consequência da sua posição de influência na sociedade, tendo como finalidade permitir aos acionistas de determinada sociedade o conhecimento da divisão do seu capital social, para poderem tomar decisões de investimento ou desinvestimento⁴⁹ na posse de todas as informações relevantes, para o efeito. Diversamente, o dever de lançamento de OPA funda-se na aquisição de controlo, não se bastando com uma participação relevante conforme os deveres do artigo 16º do CVM. Por outro lado, também o objetivo da sua consagração é distinto, tendo como intenção permitir ao acionista minoritário o direito de saída, bem como, assegurar a distribuição do prémio de controlo.⁵⁰

Subscrevemos, a este respeito a posição da CMVM⁵¹ que, em resposta a esta crítica, vem afirmar a sua concordância com a distinção entre as finalidades de ambos os regimes. Salaria, todavia, a semelhança do seu pressuposto base. Isto é, ambos assentam na imputação a um participante de todos os votos que sejam suscetíveis da sua influência. E, de facto, a motivação deste regime, no caso do ordenamento jurídico português previsto no artigo 20º do CVM, é a descoberta daquele que detém efetivamente os direitos de voto, transpondo a mera aparência, ou seja, a titularidade formal de participações sociais.

Favoravelmente a este método unitário começa-se por referir um argumento histórico: o fracasso do anterior regime do Código do Mercado de Valores Mobiliários que consagrava no seu artigo 346º os critérios de imputação para efeitos de constituição de deveres de informação e no seu artigo 530º as regras para a geração do dever de lançamento de OPA, criando grandes dificuldades interpretativas e aplicativas.⁵²

⁴⁹ JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, CadMVM, n.º 26, Abril de 2007, págs. 59-69, em especial, pág. 62

⁵⁰ Conforme *supra* referido poderá, ainda, estar em causa uma terceira finalidade, segundo a qual este regime proporciona ao sócio minoritário a possibilidade de decidir sobre a manutenção da sua participação na sociedade onde haja uma mudança de controlo, de forma não pressionada.

⁵¹ CMVM- Relatório Final da Consulta Pública n.º 11/2005 sobre o Anteprojecto de Diploma de Transposição da Diretiva das OPA, in www.cmvm.pt, pág. 2.

⁵² PAULO CÂMARA - *Manual de Direito dos Valores Mobiliário*, 2ª Edição, Coimbra: Almedina, 2011, págs. 524-525.

Com o devido respeito, não cremos que este constitua um argumento decisivo para a redação unificada do regime de computação de direitos de voto, uma vez que seria possível colmatar as deficiências do sistema sem alterar a estrutura deste. Ou seja, seria exequível o aperfeiçoamento do regime mantendo a consagração de duas vias de imputação separadas, desde que, afinando a sua redação, bem como os seus critérios. Aliás, conforme veremos de seguida, a generalidade dos países, consagra regras diferentes consoante as finalidades que se pretende atingir, não significando, por isso, que as suas legislações levantem mais obstáculos, quando comparadas com a lei portuguesa, à sua interpretação e aplicação.

Não é este, no entanto, o único argumento invocado. De um ponto de vista sistemático, é defendido que a “unificação do regime de imputação de direitos favorece a clareza aplicativa, facilita os modelos de decisão por parte dos investidores e torna a lei mais acessível e correctamente compreendida.”⁵³

Consideramos, este fundamento de maior importância do que o anteriormente referido, na medida em que, se partirmos do princípio que referimos anteriormente de acordo com o qual está aqui em causa o mesmo pressuposto base, independentemente da finalidade que se pretende prosseguir com a utilização deste método e, não havendo, em princípio, qualquer impedimento à unificação dos critérios de imputação de direitos de voto⁵⁴, então deve, por uma questão de clareza aplicativa, a imputação de direitos de voto estar consagrada num único artigo.

PAULA COSTA E SILVA adota, a este respeito, uma posição intermédia. Afirma a autora, em sentido favorável ao sistema presente no CVM que em ambos os casos (artigos 16º e 187º do CVM) o que se procura é ultrapassar a realidade formal para ver quem detém o controlo efectivo da sociedade em causa. Deste modo, também de acordo com a argumentação acima transposta da CMVM ambas as situações apesar dos seus diferentes objetivos assentam no mesmo pressuposto. No entanto, os deveres de informação também pretendem acautelar casos em que o domínio ainda não se efectivou mas que pode vir a haver, ao contrário do dever de lançamento de OPA que se baseia na aquisição de controlo. Deste modo, não deve haver constituição de um dever tão oneroso como é o lançamento de uma OPA, quando não há, pelo menos até ao momento, uma situação de domínio.

⁵³ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliário*, 2ª Edição, Coimbra: Almedina, 2011, pág. 525.

⁵⁴ JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, CadMVM, n.º 26, Abril de 2007, págs. 59-69, em especial, pág. 68

Conforme afirmado anteriormente o sistema em vigor na legislação portuguesa não encontra paralelo nos restantes Estados-Membros, pelo que exporemos de seguida, de uma forma sumária, a sua consagração em alguns ordenamentos jurídicos.

O sistema britânico consagra o dever de comunicação de participações qualificadas no *FCA's Handbook*, estando as regras de imputação de participação previstas na DTR (Disclosure and Transparency Rules) 5.2.1. Por sua vez, o cômputo de participações qualificadas para efeitos de lançamento de OPA obrigatória estão previstas na Rule 9 da *Section F* do *City Code* que parte da noção de atuação em concertação e que estabelece nas suas “Definitions” uma série de presunções de atuação concertada.⁵⁵ De acordo com RICCARDO GHETTI, o legislador britânico serve-se de uma abordagem, relativamente ao cômputo de participações cuja finalidade seja a constituição de obrigatoriedade de lançamento de OPA, orientada para o controlo da sociedade.⁵⁶ Após análise da lei inglesa concluímos no mesmo sentido do Autor. Enunciámos supra que a imputação de direitos de voto para este efeito parte da noção de atuação concertada. E nessa definição, aliás semelhantemente ao que afirmámos no âmbito da análise à Diretiva das OPAs, consagra-se como elemento de finalidade a obtenção ou a consolidação do controlo.

Também o ordenamento jurídico espanhol consagra um regime separado consoante a finalidade da imputação. Para efeitos de transparência veja-se o artigo 125º da *Ley del Mercado dos Valores*⁵⁷, em conjunto com os artigos 23º n.º 1 e 24º n.º 1 do Real Decreto 1362/2007. Por seu turno, para efeitos de dever de lançamento de OPA veja-se os artigos 128º da *Ley del Mercado de Valores* bem como o artigo 5º do Real Decreto 1066/2007, de 27 de Julho, também conhecido como Real Decreto das OPAs (veja-se ainda, a este propósito, os artigos 3º n.º 1, nº 3, 4º n.º 1)⁵⁸.

O único ordenamento jurídico que apresenta semelhanças, neste sentido, com o sistema português é o alemão. O legislador deste país, tal como o inglês e espanhol, consagrou os dois sistemas de imputação em dois artigos diferentes aliás, constantes em

⁵⁵ DANIELA FARTO BAPTISTA – *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto*, Porto: Universidade Católica Editora, 2016, págs 51-58, JOÃO SOARES DA SILVA – *Algumas Observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 26, Abril de 2007, págs. 47-58.

⁵⁶ RICCARDO GHETTI, *Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights*, 2014 in ssrn.com/abstract=2718516, págs. 594-632, em especial págs. 616-617.

⁵⁷ Esta lei foi recentemente alterada pelo Real Decreto Legislativo 4/2015, que entrou em vigor em 13 de Novembro de 2015. No entanto, o n.º 1 do artigo 125º mantém sem alterações o consagrado no n.º 1 do artigo 53º da anterior *Ley del Mercado de Valores*.

⁵⁸ DANIELA FARTO BAPTISTA – *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto*, Porto: Universidade Católica Editora, 2016, págs. 105-120,

dois diplomas autónomos. Veja-se o artigo § 22 da *Wertpapiershandelsgesetz* para efeitos de informação e o artigo §30 da *Wertpapiererwerbsund Übernahmegesetz*, para efeitos de dever de lançamento de OPA. Todavia, apesar de a sua separação formal, ambos os artigos apresentam uma redação idêntica, não obstante a solução consagrada não ser tão ampla como a portuguesa.⁵⁹

Afirma RICCARDO GHETTI⁶⁰, mais uma vez referindo-se à imputação para efeitos do dever de lançamento de OPA obrigatória, que o legislador alemão, optou pela adoção de uma política comum independentemente do recurso a este mecanismo com fins de constituição de dever de comunicação de participações qualificadas ou de lançamento de OPA. Acolheu para o efeito um sistema de imputações com clara inspiração no regime consagrado na Diretiva da Transparência. Considera este autor, no entanto que legislador alemão pretendendo abranger o maior número de casos possível, consagrou um método excessivamente inclusivo fundamentalmente quando ponderada a finalidade das OPAs.

À semelhança da Alemanha, também em Portugal, a norma é inspirada principalmente na Diretiva da Transparência, que permite uma maior abertura de critérios, e não na das OPAs.⁶¹

Analisados os vários argumentos apresentados, concluímos que de facto nenhuma razão ponderosa se opõe à unificação do sistema. Subscrevemos, deste modo, a argumentação da CMVM quando coloca o acento tónico da imputação dos direitos de voto na sua própria finalidade, e não nos objetivos dos regimes que para este remetem. Por outras palavras, o artigo 20º do CVM pretende ultrapassar as aparências criadas pela detenção formal de ações e aferir, em termos materiais, quais são os direitos de voto suscetíveis de influência de determinado participante. E só partindo desta base solidamente consagrada, se podem posteriormente considerar as diversas consequências que variam entre a constituição de deveres de comunicação nos termos do artigo 16º do

⁵⁹ DANIELA FARTO BAPTISTA – *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto*, Porto: Universidade Católica Editora, 2016, págs. 59-72, JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa: Universidade Católica Editora, 2010, págs. 42-46, JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, CadMVM, n.º 26, Abril de 2007, págs. 59-69, em especial, pág. 62, JOÃO SOARES DA SILVA – *Algumas Observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 26, Abril de 2007, págs. 47-58, em especial págs. 50-51.

⁶⁰ RICCARDO GHETTI, *Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights*, 2014 in ssrn.com/abstract=2718516, págs. 594-632, em especial págs. 614-615.

⁶¹ Analisaremos *infra* as consequências decorrentes desta consagração, bem como as dificuldades interpretativas invocadas pela doutrina.

CVM e o dever de lançamento de OPA nos termos do artigo 187º n.º 1, também do CVM.

3 A imputação de direitos de voto para efeitos de dever de informação e OPA obrigatória

Como já tivemos oportunidade de ver (e rever) *supra*, o artigo 20º do CVM tem uma funcionalização múltipla, ou seja, são legalmente retirados vários efeitos da aplicação do sistema de imputações. Conforme também já afirmámos, apenas nos iremos debruçar sobre aqueles que revestem maior importância, focando, por isso, o nosso estudo, na interpretação desta norma para efeitos de constituição do dever de lançamento de OPA, nos termos do artigo 187º do CVM e para cumprimento de constituição do dever de comunicação de participações qualificadas, previstas no artigo 16º, igualmente do CVM.

O tema é sensível e complexo pelo que nos propomos a abordá-lo de uma forma clara invocando os vários argumentos que surgem a propósito deste tema, fazendo uma apreciação crítica dos mesmos e concluindo com a solução que nos parece mais coerente.

Considera a doutrina majoritária⁶² que esta norma deve ser interpretada de acordo com a finalidade que se pretende atingir com o recurso ao mecanismo de imputação. Sendo assim, no entendimento destes autores, a interpretação será essencialmente diferente consoante esteja em causa a aplicação do artigo 16º do CVM ou do artigo 187º do mesmo código. Conclui, deste modo que, no caso de constituição de dever de lançamento de OPA necessitará de ser apreciada casuisticamente a existência efectiva de controlo, uma vez que os critérios previstos no artigo 20º do CVM não determinam a

⁶² VÍTOR PEREIRA NEVES – *A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação dos Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *AA.VV. – Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, Volume II, Coimbra: Almedina, págs. 507-541, 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, PAULA COSTA E SILVA – *Sociedade Aberta, Domínio e Influência Dominante*, in *AA.VV. – Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra: Coimbra Editora, 2008, págs. 541-571 JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa: Universidade Católica Editora, 2010, JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, *CadMVM*, n.º 26, Abril de 2007, págs. 59-69.

obtenção automática de domínio mas apenas vias abstractamente possíveis de o adquirir.

Por sua vez, a restante doutrina⁶³ defende uma interpretação unívoca da referida norma não sendo necessário, na aplicação do mecanismo de imputação, considerar para efeitos interpretativos se estamos perante o cômputo de participações com o objetivo de determinar a constituição do dever de lançamento de OPA, ou se está em causa constituição de deveres de informação de participações qualificadas. Desde já, adiantámos que nos parece ser esta a melhor opinião. Pretendemos, no entanto, ao longo da nossa exposição esclarecer o leitor relativamente a ambos os raciocínios subjacentes à conceção de uma e outra doutrina, bem como elucidar sobre a motivação que nos permite concluir deste modo.

Em primeiro lugar, fundamenta a doutrina que defende a natureza *transitiva* da norma, utilizando o elemento teleológico de interpretação que, o sistema de imputações a nível comunitário surge com a aprovação da Diretiva 88/627/CEE, o qual tem como objeto deveres de informação e não deveres de lançamento de OPA.

De facto, conforme por nós afirmado aquando a análise da unicidade do regime de imputação, o sistema português, à semelhança do alemão, atendeu aos critérios consagrados na Diretiva da Transparência para a criação do regime nacional. No entanto, não nos parece este um argumento decisivo, na medida em que, independentemente da inspiração legislativa e apesar de mais próximo daquele que regula a nível comunitário para efeitos informativos o CVM consagra um método unitário de imputação de direitos de voto.

Argumentam também que, segundo os bons cânones hermenêuticos, na interpretação de uma disposição normativa têm que ser considerados o fim e o contexto da norma.⁶⁴ E, se por um lado, a finalidade dos deveres de comunicação de participações qualificadas se prende com o facto de assegurar aos investidores um maior conhecimento relativamente à distribuição do capital societário para que estes possam

⁶³ DANIELA FARTO BAPTISTA – *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto*, Porto: Universidade Católica Editora, 2016, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO – *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 161-192, PAULO CÂMARA – *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 197-268, também in AA.VV. *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2000, págs. 203 a 284

⁶⁴ Neste mesmo sentido, mas a propósito da interpretação das normas de imputação de direitos de voto no ordenamento jurídico alemão, veja-se UWE H. SCHNEIDER – *The Computation of Qualified Participations According to the EU – Transparency Directive* in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra: Coimbra Editora, 2006, págs. 399-415.

tomar decisões de investimento e desinvestimento devidamente informados, o objetivo da constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição, prende-se com um direito de minoria, concedendo a esta um direito de saída e de distribuição do prémio de controlo.⁶⁵

A base deste argumento, apesar de verdadeira, não permite concluir pela interpretação casuística da norma do artigo 20º do CVM. Note-se que, também os autores que defendem a interpretação unívoca não negam a importância da finalidade de uma norma na sua interpretação. E não pretendemos negar que as finalidades são diferentes consoante estejamos perante a consagração de um dever de lançamento de OPA ou de comunicação de participações qualificadas. Vai contudo, esta doutrina, um pouco mais longe, não atribuindo importância exclusiva a este facto. Deste modo, a acrescer à finalidade da norma, dever-se-á, também, considerar o objeto da própria técnica legislativa utilizada. E, no caso em apreço, está em causa a utilização da figura da remissão, a qual é utilizada pelo legislador quando considera haver analogia entre dois institutos.⁶⁶ E partindo deste pressuposto, fá-lo com o sentido que ela tem no seu instituto de origem, sob pena de se repudiar a analogia proposta pela lei. Poderão ser feitos alguns ajustamentos necessários, no entanto estes ajustamentos nunca poderão alterar o sentido da norma. Veja-se, a este propósito Osório de Castro quando refere que “A remissão não é uma mera técnica de «cortar-e-colar»”.⁶⁷ Deste modo, não se adequaria com a utilização desta, a necessidade de criação de um esforço legislativo autónomo na sua aplicação no sistema jurídico para o qual se remete.

Veja-se, ainda a este propósito, o ponto 3 do preâmbulo do CVM. Segundo este, foram reduzidas “as remissões ao estritamente necessário”. Ora parece-nos que, procurando diminuir o recurso a esta técnica legislativa, apenas a irá consagrar em casos que considere haver uma verdadeira analogia. Por seu turno, o segundo parágrafo do mesmo ponto refere que “Como a simplificação não deve sacrificar o rigor, houve a preocupação de dar um sentido unívoco aos termos utilizados”.

⁶⁵ Note-se que, quando tratamos o dever de lançamento de OPA, e desenvolvemos, no seu enquadramento geral, as finalidades atinentes a este mecanismo, enunciámos um terceiro objetivo que se relacionava com a possibilidade de o acionista minoritário optar por manter ou alienar a sua participação de forma livre e não distorcida pela pressão da desvalorização das suas ações por se tornar m sócio minoritário numa sociedade controlada.

⁶⁶ JOÃO BAPTISTA MACHADO – *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Coimbra: Almedina, 1991, pág. 107.

⁶⁷ CARLOS OSÓRIO DE CASTRO – *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 161-192, em especial nota 6, pág. 164.

Afirma, por outro lado, a doutrina maioritária (aliás como já sumariamente abordamos *supra*) que quando está em causa o dever de lançamento de OPA tem que haver domínio⁶⁸ ou, pelo menos, disponibilidade para controlar direitos de voto que atribuam esta posição, uma vez que o domínio é exigido como requisito para este dever, quer do ponto de vista doutrinal, quer do ponto de vista comunitário. Há assim um duplo requisito. Em primeiro lugar, tem que haver detenção de direitos de voto que atinjam determinada fasquia (quer esta detenção surja da titularidade direta de participações, quer surja da imputação ao participante através do sistema previsto no artigo 20º do CVM). Em segundo lugar, terá que haver domínio. Já tratámos deste assunto relativamente à Diretiva das OPAs. No entanto, não é apenas a nível comunitário que se exige este controlo. Veja-se o ponto 12 do preâmbulo do CVM nos termos do qual: “O regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias assenta na ideia geral de que **os benefícios da aquisição de domínio** sobre uma sociedade aberta devem ser compartilhados pelos acionistas minoritários.” (negrito e sublinhado nosso).⁶⁹

Consideram ainda, os autores que invocam este argumento, que os efeitos de uma interpretação unívoca se agravam pela consagração no sistema jurídico português de um conceito bastante rigoroso e abrangente de imputação, mesmo para efeitos de transparência, uma vez que os critérios utilizados não traduzem necessariamente a disponibilidade atual e efectiva⁷⁰ dos direitos de voto, bastando-se com a possibilidade de abstratamente haver suscetibilidade de influência.⁷¹ Sendo assim, se para efeitos de informação se admite este excesso, o mesmo não se pode conceber quando se trate do dever de lançamento de OPA, tendo em conta a gravidade das suas consequências. E essa particular onerosidade surge na perspetiva de RICCARDO GHETTI⁷² por três factores.

⁶⁸ Veja-se a este respeito, na doutrina estrangeira, RICCARDO GHETTI, Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights, 2014 in ssrn.com/abstract=2718516, págs. 594-632, em especial págs. 600-601.

⁶⁹ Cfr. VÍTOR PEREIRA NEVES – *A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação dos Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *AA.VV. – Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, Volume II, Coimbra: Almedina, págs. 507-541, em especial pág. 531.

⁷⁰ Cfr. JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, CadMVM, n.º 26, Abril de 2007, págs. 59-69, em especial pág. 69.

⁷¹ VÍTOR PEREIRA NEVES – *A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação dos Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *AA.VV. – Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, Volume II, Coimbra: Almedina, págs. 507-541, em especial pág. 518.

⁷² RICCARDO GHETTI, Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights, 2014 in ssrn.com/abstract=2718516, págs. 594-632, em especial pág. 607.

Em primeiro lugar, para o controlo de uma determinada sociedade, não é usualmente necessária a aquisição da maioria dos direitos de voto. Isto sucede uma vez que é característica das Sociedades Abertas a dispersão do capital, o que proporciona a possibilidade de domínio com uma participação diminuta.

Por outro lado, destaca este autor (aliás nós próprios já o referimos anteriormente a propósito das finalidades do dever de lançamento de OPA) que o preço que o oferente paga, na sequência do cumprimento desta obrigação é, em regra, superior ao preço de mercado das ações adquiridas.

Por último, o número de ações sobre as quais o sujeito passivo do dever tem que lançar oferta é frequentemente superior ao dobro das ações adquiridas até ao momento. Vejamos no caso do exemplo português, que consagra no artigo 187º do CVM o dever de lançamento de OPA a partir da aquisição de um terço dos direitos de voto. Suponhamos que uma sociedade tem 900 000 000 ações.⁷³ Aquele que adquiriu um terço dos direitos de voto⁷⁴ tem 300 000 000 ações. Ora, lançando uma oferta pública de aquisição este poderá ver-se forçado a adquirir 600 000 000 ações, e com toda a probabilidade, conforme *supra* referido, a um preço superior ao preço de mercado.

Considerando a onerosidade, pelos motivos aqui referidos da consequência do dever de lançamento de OPA o facto de o nosso sistema consagrar o alargamento de este regime às OPAs sem qualquer limitação à sua aplicação nem apreciação de casuística do efetivo surgimento de uma posição de domínio cria, segundo estes autores, graves dificuldades na interpretação do regime.⁷⁵

No entanto, consideramos que o nosso Código não foi indiferente às questões indicadas criando, como tal, mecanismos que permitam obstar a estas consequências gravosas invocadas pela doutrina.

Vejamos, o artigo 187º do CVM que, no seu nº 2, que consagra os seguinte: “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 nem estar com esta em relação de grupo.” Podemos observar pela leitura do mesmo que o legislador considerou os resultados inoportáveis referidos pela doutrina criando a possibilidade de o participante provar que no caso em concreto detém o domínio da

⁷³ E partindo do princípio previsto do artigo 384º n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais de que a cada acção corresponde um voto.

⁷⁴ Para simplificação do exemplo, consideraremos que todas as ações foram adquiridas diretamente, ou seja, o participante é titular formal dos direitos de voto.

⁷⁵ Cfr. JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, CadMVM, n.º 26, Abril de 2007, págs. 59-69, em especial pág. 69

sociedade. No entanto, cria-se o problema de aparentemente este artigo se referir apenas à ultrapassagem do limiar de um terço (e o n.º 1 deste artigo constituir no dever de lançamento de OPA não só aquele que ultrapassar este patamar mas também quem adquira metade dos direitos de voto).

A este propósito veja-se o seguinte exemplo⁷⁶: A Sociedade A detém 25% dos direitos de voto da Sociedade X, e B, administrador da primeira, detém 15% também da Sociedade X. Neste caso, de acordo com o disposto na alínea d) do n.º 1 do artigo 20º do CVM⁷⁷, no cômputo dos direitos de voto que A tem em X devem também ser considerados os de B, perfazendo uma participação de 40%. No entanto, não tendo A qualquer influência sobre o sentido do voto de B, pode esta provar perante a CMVM, que, de acordo com o supra citado artigo 187º n.º 2 do CVM, não detém o controlo da sociedade e, conseqüentemente, afastando o dever de lançamento de OPA, naquilo a que a doutrina tem chamado de “prova negativa de domínio”⁷⁸. No entanto, se A tivesse a mesma participação mas B detivesse 25,1 % dos direitos de voto, sendo estes pelo mecanismo acima descritos imputados à Sociedade A, esta deteria 50,1 % dos direitos de voto, ultrapassando o limiar de metade do capital votante da Sociedade X. E é neste ponto que a doutrina se divide. De, de acordo com alguns autores⁷⁹, não teria possibilidade de provar que não detinha o domínio da mesma, vendo-se obrigada a lançar uma OPA mesmo sem deter qualquer poder de influência sobre o sentido do voto de B. No entanto, não consideramos ser este o sentido que o legislador pretendeu dar a esta norma.

⁷⁶ Inspirado no apresentado por VÍTOR PEREIRA NEVES – *A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação dos Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *AA.VV. – Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, Volume II, Coimbra: Almedina, págs. 507-541, em especial págs. 534-535.

⁷⁷ Segundo a qual devem ser imputados ao participante os direitos de voto “Detidos, se o participante for uma sociedade, pelos membros dos seus órgãos de administração e fiscalização;”.

⁷⁸ Veja-se, a este respeito DANIELA FARTO BAPTISTA – *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto*, Porto: Universidade Católica Editora, 2016, em especial pág. 589, PAULO CÂMARA – *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 197-268, em especial págs. 255-262, também in *AA.VV. Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2000, págs. 203 a 284.

⁷⁹ PAULO CÂMARA – *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 197-268, em especial págs. 255-258, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO – *OPAs obrigatórias: pressupostos e conseqüências da sua não-realização*, RDS, Número 4, Ano III, 2011, págs. 927-984, em especial pág. 969, JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, CadMVM, n.º 26, Abril de 2007, págs. 59-69, em especial pág. 60, VÍTOR PEREIRA NEVES – *A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação dos Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *AA.VV. – Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, Volume II, Coimbra: Almedina, págs. 507-541, em especial pág. 533.

Note-se, em primeira análise que apesar de o artigo se referir apenas à ultrapassagem do limiar de um terço dos direitos de voto, não se referindo ao limite de metade, também não o exclui.

Um segundo argumento será a análise ao n.º 3 do artigo 187º do CVM. Quando o participante prove a inexistência do domínio, fica sujeito a um “regime especial de vigilância”⁸⁰ que consiste “na comunicação à CMVM de qualquer alteração da percentagem de direitos de voto de que resulte aumento superior a 1% em relação à situação anteriormente comunicada”, e no lançamento de OPA “logo que adquira uma posição que lhe permita exercer influência dominante sobre a sociedade visada” (respetivamente alíneas a) e b) do artigo 187º n.º 2). Deste modo, permite a alínea b) que se lance OPA apenas quando adquira uma posição que lhe permita exercer influência dominante, não exigindo que com a aquisição de metade dos direitos de voto se constitua automaticamente no dever de lançamento de uma OPA. Ora, se quando esteja em causa um incremento da participação não se coloca esta limitação permitindo a constituição deste dever apenas quando haja efetivamente suscetibilidade de influência dominante sobre a maioria dos direitos de voto, cremos que, por maioria de razão, não deverá ser aplicado este limite à aquisição de essa maioria de uma só vez, na medida em que não há materialmente diferenças entre estas duas situações.⁸¹

Por último, consideramos que a interpretação do mesmo artigo de formas diferentes originaria um sistema dualista de critérios de imputação. Ou seja, apesar de formalmente a imputação de direitos de voto estar prevista num único artigo, ao interpretarmos de forma diversa consoante a finalidade que se pretende atingir com o recurso a este método, estaríamos, em última instância, a gerar dois mecanismos diferentes materialmente. Cremos não ter sido esta a intenção do legislador pois se fosse, este teria consagrado um regime dualista, criando critérios de imputação diferentes para cada um dos institutos, como acontecia no nosso anterior código ou como sucede nos restantes ordenamentos jurídicos.

Deste modo, e pelos argumentos supra explanados concluimos pela interpretação unívoca dos critérios de imputação, devendo o artigo 20º do CVM ser aplicado a ambos os casos uniformemente, apesar de sempre com as “devidas adaptações”, limitadas pela própria técnica de remissão legislativa.

⁸⁰ DANIELA FARTEO BAPTISTA – *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto*, Porto: Universidade Católica Editora, 2016, em especial pág. 591.

⁸¹ Cfr. DANIELA FARTEO BAPTISTA – *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto*, Porto: Universidade Católica Editora, 2016, em especial pág. 591-592.

A título de breve nota, veja-se a consideração de PAULA COSTA E SILVA⁸² nos termos da qual teria levado a melhores resultados o uso da técnica da presunção ilidível ao contrário da técnica legislativa utilizada de ficção ou presunção absoluta. De acordo com o entendimento desta autora deveriam os critérios presentes no artigo 20º n.º 1 do CVM constituir presunções e quando alguém ultrapassasse os limites previstos poderia ilidir a presunção de controlo.

3 A imputação em cadeia

Diz artigo 20º n.º 1 i) do CVM com a epígrafe “Imputação de Direitos de voto”:

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

(...) 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.

Parece-nos também que o artigo 10º da Diretiva da Transparência prevê esta cumulatividade de imputações quando no seu proémio diz que:

*Os requisitos de notificação definidos nos n.ºs 1 e 2 do artigo 9.º são igualmente aplicáveis às pessoas singulares ou coletivas que possam adquirir, alienar ou exercer direitos de voto em qualquer dos seguintes casos **ou através de uma combinação dos mesmos** (...) ⁸³ (negrito e sublinhado nosso).*

Não podemos deixar de concordar com JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE⁸⁴, quando refere que mesmo não estando prevista expressamente esta hipótese no nosso artigo 20º, teria que ser subentendida e retirada do próprio mecanismo de imputação uma vez que, sem esta possibilidade, se afiguraria extremamente fácil defraudar o sistema, perdendo este grande parte da sua eficácia.

⁸² PAULA COSTA E SILVA – *A imputação dos 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, também in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, págs. 403-441

⁸³ Neste sentido, também, PAULA COSTA E SILVA - *A imputação dos 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, também in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, págs. 403-441, 2007, em especial pág. 437

⁸⁴ JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa: Universidade Católica Editora, 2010, págs. 281-282

Cumpra-nos, após esta breve introdução levantar alguns dos problemas criados pela imputação em cadeia para tentarmos, ao longo do texto que segue perceber o que está em causa, analisar as várias hipóteses de resolução oferecidas pela doutrina e concluir qual dessas opções nos parece mais coerente.

Apesar de este não ser um problema específico da imputação em cadeia, traz consequências ao nível da interpretação de todas as alíneas do artigo o que o torna também relevante para o nosso objeto de estudo.

Esta questão constituirá assim o ponto de partida sem o qual não se conseguirá analisar convenientemente o nosso tema.

Chegados à questão específica da imputação em cadeia surgem-nos outras questões e problemas levantados pela doutrina que também pretendemos descortinar.

Em primeiro lugar, parte da doutrina considera que o legislador “*disse genericamente mais do que pretendia*”⁸⁵ sendo necessário interpretar este artigo de forma restritiva defendendo, nomeadamente, alguns autores que se terá que fazer uma avaliação casuística para aferir se o participante poderá ou não ter influência sobre o sentido do direito de voto.⁸⁶

Como referido supra, a alínea i) tem sido uma das mais criticadas pela doutrina que considera que a sua redação deixou muitas dúvidas interpretativas.

Alguns autores⁸⁷ acreditam, por isso, que é necessário proceder a uma interpretação restritiva da mesma para que a sua aplicação melhor se adapte ao espírito do sistema. Concordamos plenamente com esta solução.

Para o efeito, defendem, sendo OSÓRIO DE CASTRO o pioneiro desta interpretação, que as alíneas do artigo 20.º têm que ser divididas em três grupos:

⁸⁵ CARLOS OSÓRIO DE CASTRO – *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 161-192, em especial pág. 192

⁸⁶ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA – *Sociedades Abertas*, in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra: Coimbra Editora, 2006, págs. 9-49, em especial pág. 20.

⁸⁷ Veja-se, nesse sentido, PAULA COSTA E SILVA – *A imputação dos 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, também in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, págs. 403-441, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO – *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 161-192, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliário*, 2ª Edição, Coimbra: Almedina, 2011, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA – *Sociedades Abertas*, in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra: Coimbra Editora, 2006, págs. 9-49, JORGE ALVES MORAIS/ JOANA MATOS LIMA – *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, Lisboa: Quid Juris; 2015, JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa: Universidade Católica Editora, 2010

Um primeiro grupo onde constam as alíneas b) e d) que decorrem das relações de domínio ou de grupo ou de relações fundadas na detenção de participações por membros dos órgãos de administração da sociedade participante;

Um segundo grupo seria constituído pelas alíneas a) e f) estando aqui em causa os critérios de imputação baseados nas participações detidas por conta de outrem e pelas ações que tenham sido dadas em garantia com poderes discricionários para o exercício dos direitos de voto a elas inerente e, por último

Um grupo constituído pelas alíneas c) e e), referentes a imputações resultantes de acordo de voto ou acordo que atribui ao participante a faculdade de aquisição.⁸⁸

Efetuada este agrupamento deve, então, proceder-se a uma diferente aplicação do sistema consoante o grupo onde a alínea se enquadre.

Vejamos o caso das alíneas do primeiro grupo. Esta imputação justifica-se pela própria relação entre o imputante e o imputado, ou seja, estamos aqui perante um elemento pessoal de conexão entre ambos os sujeitos e não direitos associados a um conjunto de votos específicos. Parece-nos, portanto, lógico que se impute ao participante quaisquer votos detidos por essa outra pessoa, independentemente da causa de detenção dos mesmos. Assim, se por exemplo, A, administrador da Sociedade S, for titular de ações da Sociedade X correspondentes a 10% dos direitos de voto dessa sociedade, estes deverão ser imputados a S, pela aplicação do artigo 20 n.º 1 d) do CVM. No entanto, se B, titular de 5% das participações sociais da Sociedade X tiver atribuído a A poderes discricionários para o exercício dos direitos de voto correspondentes a essa participação, então, também estes 5% deverão ser imputados à Sociedade S, como consequência da conjugação das alíneas d), g) e i) do n.º 1 do artigo 20º do CVM.

Por outro lado, nos casos das restantes alíneas, estamos perante critérios de imputação que se referem e se esgotam em determinado conjunto de direitos de votos. Ora, não teria sentido, nesse caso, atribuir ao participante direitos de voto relativos à pessoa com que celebrou acordo, ou que lhe terá dado os votos em garantia permitindo o seu exercício discricionário, ou qualquer outra das situações previstas nas alíneas, que não sejam objeto da relação.

⁸⁸ Note-se que, na altura em que OSÓRIO DE CASTRO escreveu este artigo ainda estaria em vigor o regime anterior pelo que se justifica desta maneira a ausência das alíneas g) e h) nos grupos por este constituídos.

Relativamente ao terceiro grupo, OSÓRIO DE CASTRO faz, uma ressalva no que concerne às alíneas c) e e), referentes a acordos celebrados pelo participante quer no que diz respeito ao exercício de direitos de voto como relativamente à faculdade de aquisição posterior de participações. É que a “imputação não postula que os votos sejam detidos pela própria entidade que contrata com o participante, bastando que contem como dele nos termos do art. 20º, n.º 1 do CVM.”⁸⁹

O *City Code* evitou estas dúvidas no que ao dever de lançamento de OPAs diz respeito. Como foi supra referido, cômputo de participações para este efeito está previsto na *Rule 9 da Section F* deste código, que consagra um sistema assente na atuação concertada. É, então, previsto nas suas “Definitions” o conceito de atuação concertada, que é constituído por uma definição geral seguida de uma série de presunções de atuação em concertação previstas em várias alíneas. No entanto, o legislador britânico teve a preocupação de, antes de proceder à enumeração destas categorias, referir que apenas se presumem pessoas que atuam em concertação aquelas que se relacionem com outras pessoas na mesma categoria. Ou seja, não permite uma conjugação de factos com origem em critérios previstos em alíneas diferentes.

Uma última questão que iremos abordar relativamente ao fenómeno da imputação em cadeia será a de saber se poderá ser utilizado apenas uma vez esgotando-se com a sua utilização, ou se, por outro lado se poderá alongar por vários patamares. Para uma melhor compreensão da questão aqui levantada, imagine-se que a Sociedade A detém uma participação correspondente a 51 % dos direitos de voto da Sociedade B que por sua vez detém 51% dos direitos de voto da Sociedade C que deterá 51% dos direitos de voto da Sociedade D. Cada uma destas Sociedades detém 10% das participações da Sociedade X. A questão que se põe é: Qual a percentagem de direitos de voto da Sociedade X que deverá ser imputada à Sociedade A? De acordo com a doutrina que defende uma restrição da imputação em cadeia a um limite de dois patamares, deverão ser imputados à Sociedade A, através da conjugação das alíneas b) e i) do artigo 20º do CVM, 30% dos direitos de voto da Sociedade X (resultantes do cômputo de 10% correspondentes à titularidade de participações sociais por parte da Sociedade A, aos quais deverão acrescer 10% resultantes da imputação dos direitos de voto da Sociedade B à Sociedade A, pelo disposto da alínea b) do artigo 20º n.º 1 do CVM, somando-se por fim, pela combinação de critérios das alíneas b) e i) do n.º 1 do artigo 20º do CVM

⁸⁹ CARLOS OSÓRIO DE CASTRO – *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 161-192, em especial pág.192.

os 10% pertencentes à Sociedade C). Se, por outro lado, não for aplicada qualquer restrição deste tipo, deverão ser imputados à Sociedade A 40% dos direitos de voto da Sociedade X (aos 30% detidos pela hipótese anterior, somar-se-iam os 10% detidos pela Sociedade D).

Desde já adiantamos que nos parece a doutrina que não impõe qualquer limitação ao número de patamares, aquela que melhor se adequará ao sistema e permitirá aferir quem será o verdadeiro participante, pelos motivos *infra* explanados.

Alega, quem considera que a imputação deverá ascender apenas a um segundo patamar⁹⁰, que a própria redação desta regra no nosso artigo 20º do CVM quando consagra “alguma das outras alíneas” exclui a possibilidade que se ascenda a mais do que o segundo patamar. Argumenta, por outro lado, que, se assim não fosse, levaria a cadeias de imputações “labirínticas e inextricáveis”.

Não podemos concordar com esta interpretação⁹¹, uma vez que o objetivo da criação desta alínea seria precisamente o de ver através destas cadeias de imputações sob pena de o regime em causa, que tem como finalidade aferir quem é o verdadeiro titular do domínio, perder a sua eficácia. Assim sendo, caso se limitasse esta eficácia a dois patamares, bastaria interpor uma pessoa na cadeia para que os votos já não pudessem ser imputados ao real participante, frustrando-se assim o objetivo do artigo.

Nos restantes ordenamentos jurídicos europeus, como já vimos, difere o regime consoante se trate de informação para efeitos de deveres de informação ou para efeitos do dever de lançamento de OPA.

Veja-se, para o primeiro caso, a Diretiva da Transparência que no seu artigo 10º atribui o dever de comunicação “às pessoas singulares ou coletivas que possam adquirir, alienar ou exercer direitos de voto em qualquer dos seguintes casos ou através de uma combinação dos mesmos” (sublinhado nosso). Não resulta, assim, desta redação qualquer limite de imputação. Apresenta construção idêntica o sistema jurídico britânico na DTR 5.2.1 do FCA’s Handbook.

Também no direito espanhol, no artigo 24º n.º 1 do Real Decreto 1362/2007 parece permitir-se uma imputação em cadeia sem quaisquer limitações de patamares, uma vez

⁹⁰ CARLOS OSÓRIO DE CASTRO – *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 161-192, em especial pág. 192.

⁹¹ Veja-se, neste sentido, PAULA COSTA E SILVA – *A imputação dos 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, também in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, págs. 403-441, JOÃO DE MATTAMOUROS RESENDE – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa: Universidade Católica Editora, 2010

que, permite imputações que sejam consequência de uma ou de várias das atuações previstas nas várias alíneas deste artigo.

Diferentes soluções têm sido consagradas quando se trate do dever de lançamento de OPA obrigatória.

Apesar de a definição geral de atuação em concertação prevista no *City Code* não prever nada a respeito da imputação em cadeia, nas várias alíneas que constituem presunção deste fenómeno, esta é muitas vezes consagrada. No entanto, é a própria alínea que prevê os limites à atuação da cadeia de imputações.

Já vimos supra, no entanto que não será possível a junção de vários critérios num só, na medida a que se refere apenas a pessoas que se encaixem nas situações da mesma alínea.

Por sua vez, em Espanha, a imputação de direitos de voto como instrumento de alcance de participações que constituem dever de lançamento de OPAs, não consagra sequer imputação em cadeia. No entanto, uma parte da doutrina considera que esta é permitida pelo sistema.⁹²

⁹² DAVID PÉREZ MILLÁN – *Pactos parasociales, actuación en concierto e OPA obligatória*, in AA.VV. – *Derecho De OPAs: Estudio Sistemático del Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español*

4 Conclusão

Terminado o estudo cumpre-nos referir as principais conclusões retiradas da pesquisa e da exposição sistemática que aqui fizemos.

Em primeiro lugar, concluímos não haver impedimentos à unificação dos critérios de imputação de direitos de voto, pelo contrário, consideramos que esta técnica permite uma maior clareza na aplicação dos mesmos.

Concluimos, ainda, que estando previsto este sistema unitário em Portugal a norma deve ser interpretada de forma unívoca quando estejam em causa o dever de comunicar a aquisição ou alienação de participações qualificadas ou o dever de lançamento de OPA, sem prejuízo de algumas adaptações que se insiram no escopo da figura da remissão. Não concordamos, portanto, com a doutrina que defende a natureza transitiva desta norma e, conseqüentemente a sua aplicação casuística quando esteja em causa a constituição do dever de lançamento de OPA. Mais do que uma unificação formal do sistema de imputação de direitos de voto, somos do entender que, está aqui em causa uma unificação material. Por outro lado, entendemos que as conseqüências gravosas que decorreriam de uma interpretação unívoca estão acauteladas pelo artigo 187º n.º 2 do CVM, quando interpretado no sentido de que permite a prova negativa do domínio independentemente da ultrapassagem ser do limite de um terço ou de metade dos direitos de voto.

Quanto à imputação em cadeia acreditamos que para uma correta aplicação da mesma será necessário distinguir caso se trate de um caso de imputação pela qualidade do sujeito ou se, por outro lado, a computação apenas se aplica a determinados direitos de voto. Ora, só no primeiro caso se deverá usar a imputação em cadeia, na medida em que só neste caso, o participante terá efetivamente possibilidade de influenciar o sentido dos direitos de voto. Por fim, não concordámos com aqueles que defendem que a interpretação deverá atingir um máximo de 2 patamares, uma vez que esta interpretação restringiria completamente o objetivo para o qual a norma foi criada.

5 Bibliografia

ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE – *Sociedades Abertas*, in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra: Coimbra Editora, 2006;

BAPTISTA, DANIELA FARTO – *A actuação concertada como fundamento de imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Porto: Universidade Católica, 2016;

BÖCKLI, PETER et al. – *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*, in *Legal Studies Research Paper Series*, paper n.º 5/2014, January 2014, University of Cambridge: Faculty of Law, in <http://www.law.cam.ac.uk/ssrn/>;

CALERO, FERNANDO SÁNCHEZ – *Líneas generales del nuevo régimen sobre las OPAs*, in RDBB, Anõ XVI, Mayo-Junio 2007, págs 9-40;

CÂMARA, PAULO – *Manual de Direito dos Valores Mobiliário*, 2ª Edição, Coimbra: Almedina, 2011;

CÂMARA, PAULO – *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 197-268, também in AA.VV. *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra: Coimbra Editora, 2000, págs. 203 a 284;

CARRIGY, CELINA / DIAS, CRISTINA SOFIA – *A Diretiva da Transparência*, CadMVM, n.º 25, Dezembro de 2006, págs. 79-93, em especial pág.87;

CASTELLS, ANDRÉS RECALDE – *Régimen Jurídico de las OPAs: Concepto, función económica y principios de la ordenación*, in AA.VV. – *Derecho de OPAs: Estudio Sistemático del Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español*, Valencia: Tirant Lo Blanch, 2010, págs. 27-57

CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE - *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 7, Abril de 2000, págs. 161-192;

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização*, RDS, Número 4, Ano III, 2011, págs. 927-984;

CMVM – *Relatório Final da Consulta Pública n.º 11/2005 sobre o Anteprojeto de Diploma de Transposição da Diretiva das OPA*, in www.cmvm.pt;

FERREIRA, EDUARDO PAZ – *A informação no mercado de valores mobiliários*, in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra: Coimbra Editora, 2001, págs. 137-159;

GHETTI, RICCARDO – *Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights*, 2014 in ssrn.com/abstract=2718516, págs. 594-632;

HOPT, KLAUS J. – *A Harmonização do Regime das Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) na Europa*, in AA.VV. *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume V, Coimbra: Coimbra Editora, 2004, págs. 215-239;

MACHADO, JOÃO BAPTISTA – *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Coimbra: Almedina, 1991;

MARTIN, GUILLERMO GUERRA – *Comentarios Al Proyecto de ley, de 13 de octubre de 2006, de la reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores: La transposición al Derecho Español de la Directiva sobre OPAS* (El Proyecto de Ley, de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley de Mercado de Valores), in *Rds*, 27, 2006, págs. 161-178;

MILLÁN, DAVID PÉREZ – *Pactos parasociales, actuación en concierto e OPA obligatoria*, in AA.VV. – *Derecho De OPAs: Estudio Sistemático Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español*, Valencia: Tirant Lo Blanch, 2010, págs. 27-57;

MORAIS, JORGE ALVES / LIMA, JOANA MATOS – *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, Lisboa: Quid Juris 2015;

NEVES, VÍTOR PEREIRA – *A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação dos Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in AA.VV. – *Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, Volume II, Coimbra: Almedina, págs. 507-541;

NEVES, VÍTOR PEREIRA – *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;

PAPADOPOULOS, THOMAS – *The mandatory provisions of the EU Takeover Bid Directive and their deficiencies*, *Law and Financial Markets Review*, Vol. I, n.º 6, November 2007, págs. 525-533, in <http://ssrn.com/abstract=1088894>;

RESENDE, JOÃO DE MATTAMOUROS – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, *CadMVM*, n.º 26, Abril de 2007, págs. 59-69;

RESENDE, JOÃO DE MATTAMOUROS – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa: Universidade Católica Editora, 2010;

RUIZ, FERNANDO VICES – *Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades*, in AA.VV. – *La Sociedad Cotizada*, Madrid: Marcial Pons, 2006, págs. 606-729;

SCHNEIDER, UWE H. – *The Computation of Qualified Participations According to the EU – Transparency Directive* in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra: Coimbra Editora, 2006, págs. 399-415

SILVA, JOÃO SOARES DA – *Algumas Observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM, n.º 26, Abril de 2007, págs. 47-58;

SILVA, PAULA COSTA – *A imputação dos 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, também in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VII, Coimbra: Coimbra Editora, 2007, págs. 403-441, 2007;

SILVA, PAULA COSTA E – *Sociedade Aberta, Domínio e Influência Dominante*, in AA.VV. – *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra: Coimbra Editora, 2008, págs. 541-571;