

Universidade Católica Portuguesa

Mestrado em Direito e Gestão

## **O PENHOR FINANCEIRO**

---

Dos Deveres de Comunicação em Participações Oneradas em Especial

Sébastien Joaquim François Coquard

N.º de Aluno – 142711047

DISSERTAÇÃO APRESENTADA COMO REQUISITO PARA A OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE  
SOB A ORIENTAÇÃO DO MESTRE JORGE BRITO PEREIRA

Lisboa, Maio de 2013



## Nota prévia

O primeiro agradecimento é devido ao Mestre Jorge Brito Pereira, não só por me ter dado a honra de me conceder a sua orientação como também por, num momento prévio, me ter permitido, através das aulas da disciplina de Mercado de Capitais, dar os primeiros passos neste mundo dos Valores Mobiliários. Pelo seu apoio, disponibilidade, motivação e dedicação, o meu mais sentido obrigado.

Não posso deixar igualmente de transmitir o meu reconhecimento ao Lourenço, ao Miguel e ao Pedro, pelo importante papel que tiveram na elaboração deste trabalho, graças aos seus comentários sempre construtivos e ao debate de ideias que me permitiu delimitar o objecto do mesmo.

Finalmente, exprimo a minha gratidão à Maria João, pelo apoio incondicional e pela paciência, a quem dedico este trabalho, bem como aos meus pais.

Mais ainda, serve esta nota para referir que a presente dissertação não se encontra redigida ao abrigo do segundo protocolo modificativo ao acordo ortográfico de língua portuguesa.

Por fim, no cabendo no escopo deste trabalho a tarefa de comparação jurídica e dada a economia do presente texto, optámos por não estudar a questão ao abrigo de outros ordenamentos jurídicos. No entanto, tendo plena consciência de que a problemática aqui suscitada se levanta também noutros países, a comparação com outros ordenamentos jurídicos, sobretudo comunitários, tornou-se inevitável. Para melhor fluência do texto, as referidas comparações são objecto de notas de rodapé, quando assim se julgar pertinente.

## Índice

INTRODUÇÃO .....	5
1. Justificação pela adopção do tema .....	5
2. Delimitação do objecto e estrutura da exposição .....	6
CAPÍTULO I – O PENHOR FINANCEIRO NO QUADRO DAS GARANTIAS FINANCEIRAS .....	8
1. Considerações gerais .....	8
1.1 A Directiva 2002/47/CE.....	8
1.2 O Decreto-Lei 105/2004.....	9
2. O regime jurídico do penhor financeiro .....	13
2.1 Desapossamento .....	14
2.2 Prova e formalidades .....	15
2.3 O direito de disposição.....	16
2.4 Do Pacto Comissório.....	18
CAPÍTULO II – OS DEVERES DE COMUNICAÇÃO NAS SOCIEDADES ABERTAS .....	20
1. Razão da existência dos deveres de informação .....	20
2. Participações qualificadas no Direito do Mercado de Capitais .....	21
2.1 A informação no quadro das participações qualificadas .....	21
2.2 Regime jurídico do dever de comunicação de participações qualificadas .....	22
3. A imputação dos direitos de voto .....	25
3.1 A dupla (ou tripla) funcionalidade da imputação dos direitos de voto.....	26
3.2 Características da imputação dos direitos de voto.....	28
4. Conclusão.....	29
CAPÍTULO III – DO DEVER DE COMUNICAÇÃO NA AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÕES QUALIFICADAS ONERADAS COM UM PENHOR FINANCEIRO .....	31
1. Enquadramento geral.....	31
2. Efeitos do penhor financeiro .....	31
2.1 Direito aos lucros .....	32
2.2 Os direitos de voto.....	33
3. Tomada de posição.....	38
CONCLUSÃO .....	41
BIBLIOGRAFIA.....	43



## INTRODUÇÃO

### 1. Justificação pela adopção do tema

A sofisticação e complexidade dos instrumentos financeiros tornaram os participantes nos mercados mais susceptíveis ao risco financeiro e às consequências que daí decorrem. O Autor americano CHRISTIAN A. JOHNSON identifica quatro factores fundamentais como sendo as principais causas deste fenómeno.<sup>1</sup> Por um lado, o crescimento exponencial do mercado de instrumentos financeiros que é avaliado, hoje em dia, em biliões de dólares. Por outro, a volatilidade das transacções de instrumentos financeiros, que alteram as posições de risco em segundos. Em terceiro lugar, a cada vez mais baixa qualidade creditícia e credibilidade das partes que são atraídas para os mercados. Finalmente, o Autor refere os sucessivos falhanços que têm acontecido na área financeira como derradeiro exemplo para justificar a susceptibilidade ao risco de crédito<sup>2</sup>.

A referida complexidade dos instrumentos financeiros e a necessidade de encontrar soluções comuns, a nível comunitário, relativamente à crescente utilização de garantias financeiras nos mercados obrigaram as instituições europeias a implementar medidas no sentido de harmonizar estas práticas, por forma a acautelar a segurança jurídica, permitindo assim uma diminuição dos custos das operações transnacionais. Essa necessidade legislativa culminou na Directiva 2002/47/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Junho de 2002 relativa aos acordos de garantia financeira (doravante denominada Directiva).

A Directiva, que foi posteriormente transposta<sup>3</sup> para o ordenamento jurídico português pelo Decreto-Lei n.º105/2004, de 8 de Maio (doravante denominado Decreto-Lei n.º105/2004) veio não só facilitar e simplificar a constituição de garantias financeiras ao nível comunitário, como também permitir uma maior liquidez nos mercados através da introdução de instrumentos jurídicos inovadores, como o direito de disposição no caso de acordos de garantia financeira com constituição de penhor<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> CHRISTIAN A. JOHNSON, *Derivatives and Rehypothecation Failure – It's 3.00p.m. Do You Know Where Your Collateral Is?*, pp. 18 e ss.

<sup>2</sup> Vejam-se os exemplos da falência dos Bancos Lehman Brothers, Northern Rock e, em última instância, a crise do subprime em 2008.

<sup>3</sup> De forma tardia, uma vez que a data limite para a transposição da mesma era dia 27 de Dezembro de 2003, prazo apenas respeitado pelo Reino Unido e pela Dinamarca.

<sup>4</sup> É o que é referido no considerando 19 da Directiva

No entanto e apesar da “revolução” em matéria de garantias que estes diplomas apresentam, a recepção dos mesmos nos meios académicos e doutrinários bem como no exercício prático da advocacia de negócios e pelas Autoridades Reguladoras foi relativamente modesta. Tais faltas de iniciativa não se compreendem dado o teor sensível das matérias que neles são tratadas, tanto no sentido de articulação com regimes pré-existentes, como pela constituição de instrumentos novos que levantam sérias dúvidas quanto aos efeitos e consequências que a sua aplicação implica.

Nos termos dos artigos 16.º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários (doravante denominado CVM), a titularidade de participações sociais em empresas com capital aberto ao investimento do público está sujeita a um sistema de informação obrigatória perante a Autoridade Reguladora, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante abreviadamente denominada CMVM)<sup>5</sup>. Esses deveres de comunicação estão sujeitos a regras e condições específicas, instituídos com vista a melhorar a transparência e consequente eficácia dos mercados. No entanto, o âmbito de aplicação desses mesmos deveres está sujeita a condições tão amplas que são várias as situações que podem levantar dúvidas susceptíveis de gerarem dificuldades a nível prático. É esse o caso a que se assiste na aplicação do Decreto-Lei nº105/2004. Com efeito, dúvidas levantam-se no caso da aquisição de participações qualificadas oneradas com um penhor financeiro. Estarão estas participações sujeitas aos deveres de comunicação previstos no artigo 16º do CVM? É esta a questão fundamental sobre a qual procuraremos promover reflexões no presente estudo.

## **2. Delimitação do objecto e estrutura da exposição**

O presente texto terá como objecto principal a análise do penhor financeiro e do seu regime jurídico, assim como dos deveres de comunicação estatuídos nos artigos do CVM tentando, posteriormente, enquadrar as duas matérias com o intuito de responder à supracitada problemática.

Para responder à questão em apreço será necessário fazer uma análise da figura do penhor financeiro, no quadro das garantias financeiras, analisando o respectivo regime jurídico assim como as suas especificidades, nomeadamente o direito de disposição que lhe assiste, tema desenvolvido no Capítulo I.

---

<sup>5</sup> ENGRÁCIA ANTUNES, *Participações qualificadas e domínio de conjunto*, Universidade Católica Editora, 2000, pp. 29 e ss.

Seguidamente, no Capítulo II, será feita uma análise dos deveres de comunicação, tentando explicar as razões da sua existência, assim como o âmbito desses deveres no que à aquisição de participações sociais diz respeito, na perspectiva dos preceitos que regem a matéria no CVM. Finalmente, tentar-se-á desenvolver a questão da imputação dos direitos de voto, problema fulcral para a resolução da problemática escolhida.

Por último, o Capítulo III destinar-se-á a enquadrar as duas temáticas, com o intuito de dar uma resposta ao tema central do nosso estudo, *i.e.*, saber se, estando em causa participações qualificadas oneradas com um penhor financeiro, a sua aquisição/alienação estará sujeita aos deveres de comunicação previstos no artigo 20º do CVM.

Com base nas conclusões obtidas nos diversos pontos acima assinalados, tentaremos tomar uma posição sobre a questão de saber se existe ou não um dever de comunicação, aquando da aquisição de participações sociais, oneradas com um penhor financeiro. Para tal, serão analisadas as consequências jurídicas inerentes aos efeitos do penhor financeiro que permitirão arquitectar a argumentação necessária à defesa da posição adoptada. Será, para o efeito, dada especial relevância às questões do direito aos lucros, e dos direitos de voto previstos no artigo 20º do CVM.

# CAPÍTULO I – O PENHOR FINANCEIRO NO QUADRO DAS GARANTIAS FINANCEIRAS

## 1. Considerações gerais

### 1.1 A Directiva 2002/47/CE

Os acordos de garantia financeira têm origem no “Direito bancário europeu”<sup>6</sup> onde a Directiva nasce como uma das componentes principais da Estratégia de Lisboa – implementada a partir do ano 2000<sup>7</sup>. O legislador comunitário inspirou-se no direito anglo-saxónico para a redacção da Directiva tendo retirado o seu conteúdo do *Uniform Commercial Code*<sup>8</sup> norte-americano, uma vez que, por um lado, é este o direito que rege os principais contratos típicos de instrumentos financeiros (por exemplo, *ISDA Credit Support Deed* e *ISDA Credit Support Annex*), por outro, porque os principais pólos financeiros estão localizados em cidades inglesas ou americanas (nomeadamente, Londres e Nova Iorque) e a sua influência é, por conseguinte, notória na elaboração deste tipo de contratos<sup>9</sup>.

A Directiva relaciona-se e complementa a Directiva 98/26/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Maio de 1998, relativa ao carácter definitivo da liquidação nos sistemas de pagamentos e de liquidação de valores mobiliários. As duas Directivas inserem-se assim no âmbito de criação de um processo de consolidação relativamente às matérias que versa.

Em termos gerais, a adopção da Directiva surge para permitir uma melhor e mais segura forma de transaccionar instrumentos financeiros dentro da União Europeia, reduzindo assim os riscos e, por consequente, os custos associados a este tipo de operações.<sup>10</sup>

---

<sup>6</sup> Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito bancário*, 3ª Edição, Almedina, Coimbra, p. 614.

<sup>7</sup> Que tinha como principal objectivo fazer da União Europeia o centro económico mais dinâmico e competitivo do mundo, capaz de viver através de uma economia sustentável e de crescimento segundo LOOK CHAN HO, *The Financial Collateral Directive's Practice in England*, *Journal of International Banking Law and Regulation*, 151, p. 1.

<sup>8</sup> No regime americano, o regime das garantias financeiras consta do artigo 9º do *Uniform Commercial Code*.

<sup>9</sup> REINOUT WIBIER, *Financial Collateral in the Netherlands, England and Under the EU Collateral Directive*, – *Traditional and Novel Ways of Taking Security over Cash and Securities*, disponível em [ssrn.com/abstract=1287095](http://ssrn.com/abstract=1287095), pp. 31 e ss.

<sup>10</sup> Nas palavras de DIOGO MACEDO GRAÇA, *Os Contratos de Garantia Financeira*, Almedina, Coimbra, 2010, p. 12, “a DAGF releva, em primeiro lugar, como instrumento de limitação dos riscos sistémicos inerentes ao funcionamento de regimes jurídicos díspares no seio da União Europeia.”

A Directiva instituiu “processos de execução rápidos e não formalistas que permitem salvaguardar a estabilidade financeira e limitar efeitos de contágio em caso de incumprimento de uma das partes num acordo de garantia financeira”<sup>11</sup>. É essa uma das principais características implementadas: a simplificação e desburocratização deste tipo de acordos de garantia. A Directiva representa assim o culminar de um esforço conjunto no sentido de harmonização dos sujeitos e dos objectos a que o regime jurídico das garantias financeiras pode ser aplicado.

A Directiva define e regula dois dos principais acordos de garantia financeira: o acordo de garantia financeira com transferência de titularidade e o acordo de garantia financeira com constituição de penhor. A alínea b) do artigo 2º da Directiva define o primeiro como “um acordo, incluindo os acordos de recompra, ao abrigo do qual o prestador da garantia transfere a propriedade da garantia financeira para o beneficiário da garantia a fim de assegurar a execução das obrigações financeiras cobertas ou de as cobrir de outra forma. Por seu lado, a alínea c) do mesmo artigo define o segundo como “um acordo ao abrigo do qual o prestador da garantia constitui a favor do beneficiário da garantia ou presta a este uma garantia financeira a título de penhor, conservando o prestador da garantia a plena propriedade da garantia quando é estabelecido o direito de penhor”. De acordo com estas definições, existem, na base destes acordos, as mesmas partes contratuais – um *collateral provider* (*secured debtor*) e um *collateral taker* (*secured creditor*). Por outro lado, estes acordos são verdadeiros contratos na sua essência, uma vez que o colateral deve ser entregue, transferido, detido, registado ou por qualquer outra forma designado como estando na posse ou sob o controlo do *collateral taker*<sup>12 13</sup>.

## 1.2 O Decreto-Lei 105/2004

---

<sup>11</sup> Considerando 17 da Directiva.

<sup>12</sup> Cfr. IVAN P. MANGATCHEV, *Financial Collateral Arrangements Under Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1126662>

<sup>13</sup> Para mais informações sobre a Directiva cfr. GUY MORTON, *Modernization of Eu Financial Law: The Directive on Financial Collateral Arrangements*, *European Banking & Financial Law Journal*, nº1, Bruylant, Brussels, 2003, pp. 11-39; FRANÇOIS T’KINT/WERNER DERIJCKE, *La Directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés*, *European Banking & Financial Law Review*, nº1, Bruylant, Brussels, 2003, pp. 41-57

A Directiva foi posteriormente transposta para o ordenamento jurídico interno pelo Decreto-Lei nº105/2004, de 8 de Maio, em termos, por vezes, pouco rigorosos<sup>14</sup>, entrando em vigor no dia 4 de Junho do mesmo ano. Este diploma prevê, como modalidades primordiais de acordos de garantia financeira<sup>15</sup>, o penhor financeiro e a alienação fiduciária em garantia (artigo 2º, nº2). Não fazendo contudo parte do escopo deste trabalho a análise do regime da alienação fiduciária em garantia, mas tão-só o do penhor financeiro, diga-se, desde já que em benefício de uma análise integrada do regime, far-se-á a alusão àquela quando tal se manifestar essencial ao estudo.

### ***1.2.1 Sujeitos***

O artigo 3º do Decreto-Lei nº105/2004 procede à tipificação dos sujeitos a que os acordos de garantia nele previstos estão acessíveis, a saber: (i) entidades públicas, (ii) Banco de Portugal e outros bancos centrais, (iii) instituições sujeitas a supervisão prudencial, (iv) uma contraparte central, agente de liquidação ou câmara de compensação, (v) uma pessoa que não seja pessoa singular<sup>16</sup>, que actue na qualidade de fiduciário ou representante por conta de uma ou mais pessoas, incluindo quaisquer detentores de obrigações ou outras formas de títulos de dívida e (vi) pessoas colectivas desde que a outra parte pertença a alguma das categorias referidas de (i) a (vi), com

---

<sup>14</sup> Os termos da Directiva e a forma como a mesma foi transposta pelo Decreto-Lei 105/2004 de 8 de Maio, levantam várias dúvidas, não só a nível teórico, como também a nível prático. Com efeito, o seu campo de aplicação foi consideravelmente alargado, permitindo que o mesmo abranja relações jurídicas que se constituem fora dos aludidos sistemas. É o que sucede, por exemplo, na escolha do legislador em não usar a faculdade consagrada no nº3 do artigo 1º da Directiva de excluir, dos sujeitos com acesso a este tipo de acordos, as pessoas colectivas desde que a outra parte pertença a alguma das categorias elencadas no artigo. Suscita-se também a dúvida de saber se, pela redacção do DL, é possível celebrar acordos de garantia financeira sobre acções que não sejam admitidas a negociação num determinado mercado, como mais tarde veremos.

<sup>15</sup> Se o legislador português não definiu expressamente o que eram contratos de garantia financeira, esse não foi a opção do legislador italiano que define o contrato de garantia financeira, no artigo 1º, nº1 do decreto legislativo de 21º de Maio de 2004, nº 170 como o contrato de penhor, de cessão de créditos ou de transferência de titularidade de actividades financeiras com escopo de garantia, incluindo o contrato de recompra, e qualquer outro contrato de garantia real que tenha por objecto numerário ou um instrumento financeiro, a fim de assegurar o cumprimento de obrigações financeiras, e desde que as partes se incluam numa das categorias elencadas pela mesma lei.

<sup>16</sup> As pessoas singulares não podem ser parte no contrato de garantia financeira porque, em termos gerais, as suas actividades não são relevantes para a estabilidade do sistema financeiro Europeu, não comportando assim, riscos sistémicos. Cfr. FILIPO SARTORI, *Il contratti di garanzia finanziaria nel D.lgs 21 maggio 2004, n.170: primi riflessioni*, Atti del Convegno II Pegno e le Garanzie Finanziarie, Milão, 2005

excepção da enunciada em (v).<sup>17</sup> Deste elenco se conclui, de forma geral, que as entidades previstas estão, na sua maioria, ligadas ao sector financeiro.

### ***1.2.2 Obrigações garantidas e Objecto das garantias financeiras***

O artigo 4º do Decreto-Lei nº105/2004 delimita as obrigações garantidas. São estas as que têm por objecto a entrega em numerário bem como aquelas cuja prestação consista na entrega de instrumentos financeiros. Por outro lado, o objecto das garantias vem previsto no artigo 5º segundo o qual este deve consistir em numerário (dinheiro em forma escritural, como refere a alínea d) do nº1 do artigo 2º da Directiva, encontrando-se excluídas as notas e as moedas) ou em instrumentos financeiros. Este último conceito é o que suscita maiores dúvidas por ser o mais abrangente e menos concreto. A alínea b) do artigo 5º define instrumentos financeiros<sup>18</sup> como “*valores mobiliários, instrumentos do mercado monetário e crédito ou direitos relativos a quaisquer dos instrumentos financeiros referidos*”. Destes, compreende-se, em primeiro lugar, as acções. As acções representativas do capital de uma sociedade cotada em bolsa são susceptíveis de estarem sujeitas a um acordo de garantia financeira, cabendo assim no artigo supracitado.<sup>19</sup> Cabem também no referido artigo, não só os empréstimos bancários e interbancários, como também os créditos concedidos para a realização de transacções incidentes sobre valores mobiliários e empréstimos de valores mobiliários.

---

<sup>17</sup> É interessante salientar que o legislador português não usou a faculdade consagrada no nº 3 do artigo 1º da Directiva de excluir as pessoas colectivas referidas em (vi) do âmbito subjectivo do diploma. Como refere PATRÍCIA FONSECA, *O Penhor Financeiro – Contributo para o Estudo do seu Regime Jurídico*, relatório de mestrado, pp. 8 e 9, “*A opção do legislador português, em permitir que uma das partes seja uma pessoa colectiva, representa, sem dúvida, um importante passo na aplicação prática deste regime porquanto apenas ficam excluídas do âmbito de aplicação prática deste regime porquanto apenas ficam excluídas do âmbito de aplicação do diploma as situações em que uma pessoa singular intervenha como parte num contrato de garantia financeira, o que facilmente se compreende na medida em que, podendo ser considerado um consumidor nos termos da legislação nacional e comunitária, outros factores teriam que ser equacionados como é o caso do direito à informação e das especiais cautelas que a execução da garantia devia revestir*. No que a esta decisão diz respeito é possível dividir os Estados-Membros em três categorias: os que decidiram não exercer o referido *opt-out* (Portugal e Itália); os que além de não o terem exercido alargaram o âmbito a todos os sujeitos excepto às pessoas singulares (Reino Unido); e os que optaram por um meio-termo, não se fechando a possibilidade de os sujeitos referidos na alínea e) do nº2 do artigo 1º da Directiva recorrerem ao regime de contratos de garantia financeira. Para mais desenvolvimentos cfr. PESTANA DE VASCONCELOS, *Os Contratos de Garantia Financeira. O Dealbar do Direito Europeu das Garantias*, em António Menezes Cordeiro et al. (org.), *Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 1281 e ss.

<sup>18</sup> Para mais desenvolvimentos sobre o conceito de instrumentos financeiros, Cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2009.

<sup>19</sup> É aliás o que se retira do artigo 2º, n.º 1, alínea e) da Directiva que refere as acções como instrumentos financeiros.

Questão fundamental na elaboração do nosso tema é a de saber se este tipo de garantias é admissível no caso de estarmos perante valores mobiliários não admitidos à negociação em mercado. Com efeito, o Decreto-Lei nº105/2004 não apresenta especificamente como condição de elegibilidade dos instrumentos financeiros a respectiva admissão à negociação num determinado mercado, o que não se coaduna com a definição prevista na já referida alínea e) do nº1 do artigo 2º da Directiva, segundo o qual são instrumentos financeiros “*acções e outros valores mobiliários [...] se forem negociáveis no mercado de capitais e quaisquer outros valores mobiliários habitualmente negociados...*”. Assim, seguimos a posição de ALEXANDRE JARDIM<sup>20</sup>, segundo o qual o legislador português foi mais longe do que o permitido pela Directiva, alargando em demasia o âmbito de aplicação da norma em causa. Para este Autor, os acordos de garantia financeira pressupõem que o objecto dos mesmos sejam um bem líquido ou liquidável<sup>21</sup> e sobretudo facilmente transaccionável por forma a determinar com segurança e objectividade o respectivo valor de tal obrigação. No entanto, parece que a *ratio* subjacente a tal raciocínio encontra-se gravemente lesada quando o objecto da garantia em causa não esteja sujeito à negociação em mercados, beneficiando assim da maior segurança e transparência que daí advém. Mais ainda, esta lógica ganha maior expressão quando estiverem em causa acções, também não admitidas a mercado, que representem o controlo de determinada empresa. Pelo exposto, resulta claro que o objectivo do legislador comunitário era delimitar o recurso a este tipo de acordos apenas no caso em que as acções em causa fossem admitidas à negociação em mercado, beneficiando assim da segurança e transparência que daí resulta<sup>22</sup>. Esta lógica não foi, no entanto, seguida pelo legislador.

Ainda na órbita do que escreve ALEXANDRE JARDIM<sup>23</sup>, a Directiva pronunciou-se sobre o assunto ao referir na alínea b) do nº 4 do artigo 1.º que “*os Estados Membros podem excluir do âmbito da directiva a garantia financeira que consista em acções próprias do prestador da garantia, em acções em empresas associadas na acepção da*

---

<sup>20</sup> Cfr. *Acordo De Garantia Financeira: O Respectivo Regime Jurídico Face Ao Decreto – Lei 105/2004, De 8 De Maio. Algumas Questões*, 2007, pp. 161 e 164

<sup>21</sup> Nos mesmos termos, também MENEZES CORDEIRO, op. cit. p. 620, segundo o qual “O objecto da garantia financeira cifra-se, ainda em realidades líquidas ou liquidáveis, com valor objectivo de mercado e de rápida circulação. O objecto das garantias é, assim, específico, justificando o enérgico regime que depois encontraremos.”

<sup>22</sup> Segurança que se traduz também, nestes casos, na determinação objectiva do valor do objecto da garantia. Se a avaliação do valor objecto da garantia é, desde já, um tema sensível e bastante discutido devido aos vários problemas que daí decorrem, maior ainda seria o problema, caso fosse possível celebrar este tipo de acordos sobre acções que não sejam admitidas à negociação em mercado.

<sup>23</sup> *Ibidem*.

*Directiva 82/349/CEE do Conselho de 13 de Junho de 1983, relativas as contas consolidadas, e em acções em empresas cujo objectivo exclusivo consista em ser titular de meios de produção essenciais para a actividade empresarial do prestador de garantia ou de bens imóveis*". No entanto, o legislador português não exerceu a opção dada pela Directiva, de onde se conclui a possibilidade de os contratos de garantia financeira terem por objecto acções não admitidas em mercados.<sup>24 25</sup>

Por último, é ainda de realçar a alteração levada a cabo pela Directiva 2009/44/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Maio de 2009, transposta para o ordenamento jurídico português pelo Decreto-Lei nº85/2011, de 29 de Junho, que veio modificar a alínea c) do n.º 1 do artigo 5º da Decreto-Lei nº105/2004, passando este a prever *créditos sobre terceiros*, sendo o mesmo definidos como "*créditos pecuniários decorrentes de um acordo mediante o qual uma instituição de crédito concede um crédito sob a forma de empréstimo*". Esta alteração obrigou à introdução de outras disposições, nomeadamente quanto às formalidades, previstas como se verá mais à frente, no artigo 8º do Decreto-Lei nº105/2004, ao qual foi aditado um novo número, que prevê agora que, nos casos em que sejam utilizados créditos sobre terceiros como garantia financeira, estes possam ficar sujeitos à existência e validade de regimes de registo e notificação, para efeitos de conclusão, prioridade, execução ou admissibilidade enquanto prova contra o devedor ou terceiros.

## **2. O regime jurídico do penhor financeiro**

Como dissemos, são várias as inovações introduzidas pelo Decreto-Lei nº105/2004. Como tal, cabe aqui identificar quais os elementos diferenciadores do regime do penhor financeiro, comparando-o quando necessário, com os princípios gerais consagrados no ordenamento jurídico português.

---

<sup>24</sup> Coloca-se aqui ainda o problema da avaliação do objecto da garantia, sendo praticamente impossível determinar com rigor um objecto equivalente, como mais tarde se desenvolverá.

<sup>25</sup> Partilhando a mesma ideia, mas de forma já mais mitigada, cfr. DIOGO MACEDO GRAÇA, op. cit., p. 33, "*Saliente-se, no entanto, que consideramos que esta posição surge apaziguada se compreendermos os instrumentos financeiros, não pelos termos utilizados pelo legislador nacional mas pela nossa doutrina, tal como faz Engrácia Antunes, que inclui intrinsecamente na sua definição a característica da negociabilidade – designam-se genericamente por instrumentos financeiros (...) um conjunto de instrumentos juscomerciais heterogéneos, susceptíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que tem por finalidade primordial o financiamento e/ou a cobertura do risco da actividade económica das empresas*", cfr. ENGRÁCIA ANTUNES, op. cit., p. 7. Pelo nosso lado, tendemos a concordar mais com ALEXANDRE JARDIM, uma vez que, em última análise, a definição que faz fé é, não a invocada por ENGRÁCIA ANTUNES mas sim a que vem prevista na lei.

## 2.1 Desapossamento

É também de referir a questão do desapossamento, previsto no artigo 6º do Decreto-Lei nº105/2004, segundo o qual a garantia apenas se considera prestada quando *“o objecto tenha sido entregue, transferido, registado ou que de outro modo se encontre na posse ou sob o controlo do beneficiário da garantia ou de uma pessoa que actue em nome deste, incluindo a comosse e o controlo conjunto com o proprietário”*.

Para que os contratos de garantia financeira sejam válidos, o bem objecto da garantia deve ser *“efectivamente prestado”*. É isso que consta do referido nº1 do artigo 6º do Decreto-Lei nº105/2004.<sup>26</sup> Assim, a entrega do objecto é um elemento constitutivo do contrato, tratando-se assim de um contrato *real quoad constitutionem*. De facto, como refere MARGARIDA COSTA ANDRADE<sup>27</sup>, este requisito visa resolver um dos principais problemas nas técnicas de redução de risco: a sua constituição implica custos elevados e as partes têm sérias dificuldades em identificar os requisitos exigidos pelos ordenamentos jurídicos que regem determinado contrato. É nesse sentido que deve ser lido o nono considerando da Directiva que rege: *“a fim de limitar as formalidades administrativas a cumprir pelas partes que utilizam a garantia financeira prevista na presente directiva, a única condição de validade susceptível de ser imposta pelo direito nacional relativamente à garantia financeira deve ser a entrega, a transferência, a detenção, o registo ou a designação dos títulos fornecidos a título dessa garantia por forma a que estejam na posse ou sob o controlo do beneficiário da garantia ou de uma pessoa que actue em nome do beneficiário da garantia”*.

É necessário referir, que o termo *“desapossamento”* utilizado pelo legislador não pode ser interpretado unicamente em sentido técnico-jurídico, uma vez que os objectos sujeitos a acordos de garantia financeira são, na sua grande maioria, coisas corpóreas. Assim, o conceito de desapossamento deve ser interpretado, neste caso, na sua acepção funcional ou, como refere ALEXANDRE JARDIM, como *“um meio instrumental para assegurar o correcto exercício dos poderes de disposição”*.<sup>28</sup> Por poder tratar-se de uma entrega simbólica, o conceito de desapossamento deve ser alargado.

---

<sup>26</sup> O n.º 2 do mesmo artigo realça esta noção ao referir que se considera prestada a garantia financeira cujo objecto tenha sido entregue, transferido, registado ou que de outro modo se encontre na posse ou sob o controlo do beneficiário da garantia ou de uma pessoa que actue em nome deste, incluindo a comosse ou o controlo conjunto com o proprietário.

<sup>27</sup> Cfr. MARGARIDA COSTA ANDRADE, *O Penhor Financeiro com Direito de Disposição de Valores Mobiliários*, p.7, disponível em <https://estudogeral.sib.uc.pt/bitstream/10316/13012/1>

<sup>28</sup> ALEXANDRE JARDIM, op.cit. p. 147: *“não obstante o carácter financeiro do penhor financeiro, que à partida levaria à adopção de uma solução mais flexível e mais adaptada às exigências típicas do*

## 2.2 Prova e formalidades

Como foi já referido, uma das principais características do regime dos acordos de garantia financeira diz respeito à simplificação das formalidades que implicam tais acordos, quer quanto à sua celebração, quer quanto à forma e às exigências de prova. É esta a regra que se prevê no já referido nono considerando da directiva que foi, como vimos, posteriormente alterado pela Directiva 2009/44/CE determinando agora que *a presente Directiva não obsta a que os Estados-Membros exijam a prestação de créditos sobre terceiros mediante a inclusão numa lista de créditos sobre terceiros*. Esta ideia é enfatizada no preâmbulo do Decreto-Lei nº104/2004 onde se refere que um dos objectivos deste novo regime passa é o da simplificação do processo de celebração deste tipo de contratos, assim como a celeridade a conferir à execução da garantia numa perspectiva através da qual é sempre ressalvada a segurança jurídica.

No que à prova diz respeito, o referido diploma não faz referência a qualquer forma especial, não obstante o facto de impor que a celebração e prestação dos acordos de garantia financeira sejam susceptíveis de prova por documento escrito ou forma juridicamente equivalente (nº1 do artigo 7º), sendo assim admissível o registo em suporte electrónico ou em outro suporte duradouro equivalente (nº2 do referido artigo). Justifica-se essa necessidade por uma questão de segurança jurídica, de protecção do credor e de terceiros, permitindo assim a rastreabilidade da garantia.

A prova da prestação da garantia financeira deve permitir a identificação do objecto correspondente, como consta do nº4 do artigo 7º. Para tal, basta (i) o registo na conta do prestador, nas garantias financeiras sobre numerário, (ii) o registo na conta do titular nas garantias sobre valores mobiliários<sup>29</sup> ou (iii) a inclusão numa lista de créditos apresentada ao beneficiário da garantia por escrito ou de forma juridicamente equivalente nas garantias que tenham por objecto créditos sobre terceiros.<sup>30</sup>

Como temos vindo a ver, as alterações levadas a cabo pela Directiva 2009/44/CE (através do Decreto-Lei nº8/2011) influenciaram principalmente as regras sobre formalidades no que aos créditos sobre terceiros diz respeito. O referido diploma veio

---

*comércio bancário e financeiro, o desapossamento como requisito constitutivo aparece como essencial à constituição deste contrato” e “o legislador viu no desapossamento um meio instrumental necessário para assegurar o correcto exercício dos poderes de disposição e de o credor fazer sua a coisa, pois que, para que estes possam efectivamente ser exercidos, torna-se necessário que o credor disponha de antemão da posse do objecto da garantia”.*

<sup>29</sup> Em conformidade com o artigo 81º, nº2 do CVM, que regula os casos em que o direito de voto tenha sido atribuído ao credor pignoratício.

<sup>30</sup> Segundo a redacção da alínea c) do nº4 do artigo 7º do Decreto-Lei, introduzida pelo Decreto-Lei nº85/2011, de 29 de Junho.

aditar o artigo 8º-A que prevê a possibilidade de os devedores de créditos sobre terceiros renunciarem validamente *aos direitos de compensação perante os respectivos credores e pessoas ou entidades a favor das quais os credores tenham prestado em garantia os créditos sobre terceiros*; ou *aos direitos decorrentes das regras de segredo bancário que, caso contrário, impediriam ou restringiriam a possibilidade de o credor do crédito sobre terceiros prestar informações, sobre o crédito ou sobre o devedor, para efeitos de utilização do crédito a título de garantia*.<sup>31</sup>

Assim, o legislador português acolheu a opinião do Banco Central Europeu e da Comissão Europeia no sentido de que, ao integrar os créditos sobre terceiros no âmbito das garantias financeiras, iria permitir uma harmonização dos sistemas de pagamento e de liquidação de valores mobiliários.

### **2.3 O direito de disposição**

O artigo 9º do Decreto-Lei nº105/2004 consagra o elemento essencial que caracteriza o penhor financeiro: o direito de disposição sobre o objecto da garantia.<sup>32</sup> Este direito confere ao beneficiário da garantia financeira os poderes de alienar ou onerar o objecto dado em garantia prestada como se fosse seu proprietário (nº2 do artigo 9º).

Este direito é atribuído ao credor com vista a incrementar a liquidez nos mercados financeiros, permitindo àquele a possibilidade de retirar vantagens com a utilização dos instrumentos financeiros penhorados, facilitando o incremento da circulação dos títulos de mercado. A livre disposição dos instrumentos financeiros dados em garantia permite ao credor gozar de uma maior margem operativa, ao poder reutilizar os instrumentos, não só para o financiamento de operações próprias, como também na medida em que a

---

<sup>31</sup> Alíneas a) e b) do artigo 8-A do Decreto-Lei nº105/2004

<sup>32</sup> Em sentido contrário, ou pelo menos, mitigado, CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros - Direito Europeu e Português, tomo I, Parte Geral*, Almedina, Coimbra, 2001, segundo o qual o direito de disposição não seria uma verdadeira novidade no direito português. O artigo 671º do Código Civil prevê a possibilidade de o credor utilizar a coisa empenhada sem o consentimento do autor do penhor, com o limite de que esse uso teria de ser indispensável à conservação da coisa, determinando outrossim, que o credor poderia usar a coisa empenhada desde que com o consentimento do prestador da garantia. Por outro lado, invoca o autor o dever de administração da coisa que recai sobre o credor pignoratício por força da alínea a) do mesmo artigo. Não concordamos no entanto, na totalidade com o Autor, uma vez que, mesmo existindo um direito de uso e de disposição da coisa consagrado no Direito Português, este impera em condições fundamentalmente diferentes no que toca ao penhor financeiro. O regime jurídico indicado no Código Civil não permite o direito de alienar ou onerar a coisa empenhada, sob pena de violação do princípio da tipicidade dos direitos reais. Já o direito de disposição relativamente ao penhor financeiro determina a permanência da obrigação de reconstruir a garantia equivalente em substituição da primeira garantia antes da data de vencimento da obrigação garantida.

alienação daqueles pode servir ao financiamento de investimentos no seu interesse. Por sua vez, o devedor beneficia também do direito de disposição uma vez que este permite um menor custo de financiamento.

Do nº2 do artigo 9º decorre não só o facto de direito de disposição não operar automaticamente, tendo de ser alvo de um pacto específico entre as partes que fixará todas as condições e os termos do exercício de tal direito; como também o facto de este direito estar limitado aos “termos previstos no contrato”. Esta liberdade contratual visa, em teoria, proteger o devedor, evitando uma posição de desequilíbrio contratual entre as partes. É esta a posição da maioria dos Autores<sup>33</sup>. No entanto parece-nos que analisadas as vantagens do direito de disposição para o devedor, esse reequilíbrio contratual acaba por ser grandemente limitado. De facto, a flexibilidade concedida ao credor de dispor livremente do objecto da garantia financeira permite mitigar os riscos inerentes à reutilização do colateral, reduzindo assim os custos de financiamento do devedor. Assim, na prática, o credor terá sempre uma enorme vantagem negocial, sendo deveras complicado para o devedor evitar o direito de disposição, por uma questão de custos.

Os efeitos inerentes ao direito de disposição constam do artigo 10º, segundo o qual, até à data convencionada para o cumprimento da obrigação deve o beneficiário da garantia, restituir ao prestador objecto equivalente (definidos nos termos do artigo 13º<sup>34</sup>) em caso de cumprimento das obrigações financeiras garantidas por parte deste. Essa restituição pode, porém, em caso de acordo entre as partes, ser feita em numerário, pela entrega em dinheiro correspondente ao valor que o objecto da garantia tem no momento do vencimento das obrigações de restituição, segundo critérios comerciais razoáveis. Em último lugar, se previsto no contrato, a restituição do objecto pode dar-se por meio de compensação. Se, em teoria esta regra não suscita muitas dúvidas, o mesmo já não se poderá dizer da sua aplicação prática. A ela voltaremos quando analisarmos a questão do pacto comissório previsto no artigo 11º e mais detalhadamente, no momento de analisar os efeitos do penhor financeiro para a exposição da posição defendida.

Por último, resta referir a questão da “transferência de propriedade” que opera no direito de disposição. Foram vários os Autores que se pronunciaram sobre a matéria e todos concluíram que o legislador português se precipitou no uso de tal expressão. Se

---

<sup>33</sup> Cfr. MARGARIDA COSTA ANDRADE, ob. cit., p. 15

<sup>34</sup> Objecto equivalente serão “instrumentos financeiros do mesmo emitente ou devedor, que façam parte da mesma emissão ou categoria e tenham o mesmo valor nominal, sejam expressos na mesma moeda e tenham a mesma denominação, ou outros instrumentos financeiros, quando o contrato de garantia financeira o preveja, na ocorrência de um facto respeitante ou relacionado com os instrumentos financeiros prestados enquanto garantia financeira original.”

assim fosse, não se perceberia a diferença entre a alienação fiduciária em garantia e o penhor financeiro que, como é aliás explanado pelo legislador, diferem precisamente por existir, na primeira figura, uma real transferência de propriedade. Não é esse o fim ou a natureza do penhor financeiro. Assim, para a maioria dos autores, o credor pignoratício age como mandatário e não como proprietário.<sup>35</sup> Como refere PESTANA DE VASCONCELOS, “melhor teria ido o legislador se tivesse dito “titular” em lugar de “proprietário”, uma vez que o objecto do penhor são na maior parte das vezes direitos, nomeadamente de crédito”.<sup>36</sup>

## 2.4 Do Pacto Comissório

O último aspecto fundamental consagrado no Decreto-Lei nº105/2004 diz respeito à legitimação do pacto comissório, previsto no artigo 11º do Decreto-Lei nº105/2004. Este preceito faz o elenco das situações em que o beneficiário da garantia pode proceder à sua execução, fazendo seus os instrumentos financeiros dados em garantia. Encontra-se mais uma vez previsto neste diploma uma excepção às regras gerais consagradas no Código Civil. O próprio preâmbulo do Decreto-Lei nº105/2004 refere a “novidade” que é consagrada, ao permitir que o beneficiário da garantia a execute, por apropriação do objecto desta, ficando obrigado a restituir o montante correspondente à diferença entre o valor do objecto da garantia e o montante da dívida. Este direito de apropriação visa dar resposta à necessidade de existência de mecanismos de execução das garantias sobre activos financeiros que, não pressupondo a venda destes, permitam ver reduzidos os riscos inerentes à desvalorização do bem. Houve assim uma clara preferência pela tutela da celeridade e a redução de formalidades. Vários foram os Autores que se debruçaram sobre a legalidade do pacto comissório e sobre a consequente natureza excepcional do artigo 11º do Decreto-Lei nº105/2004, sendo este tema já pacificamente aceite na doutrina.<sup>37</sup> Com efeito, o diploma não prevê um verdadeiro pacto comissório mas sim um pacto marciano. O legislador consagrou o direito de aquisição do objecto dado em garantia pelo seu beneficiário, mas fê-lo em termos moderados. Este só poderá reclamar

---

<sup>35</sup> Seguindo esta linha de pensamento cfr. DIOGO MACEDO GRAÇA, op. cit., pp. 51-52 e PATRÍCIA FONSECA, op.cit., p. 29

<sup>36</sup> Cfr. PESTANA DE VASCONCELOS, op. cit. p. 1287

<sup>37</sup> Sobre esta questão ver, a título exemplificativo, MANUEL JANUÁRIO DA COSTA GOMES, *Assunção Fidejussória de Dívida – Sobre o Sentido e o Âmbito da Vinculação como Fiador*, Almedina, Coimbra, 2000, PEDRO ROMANO MARTINEZ e PEDRO FUZETA DA FONTE, *Garantias de Cumprimento*, 4ª Edição, Almedina, Coimbra, 2003, ISABEL ANDRADE DE MATOS, *O pacto Comissório – Contributo para o Estudo do Âmbito da sua Proibição*, Almedina, Coimbra, 2006.

os instrumentos financeiros dados em garantia se o devedor tiver dado, previamente, o seu consentimento e após uma avaliação cuidada dessas garantias com vista à restituição da diferença entre o valor do objecto da garantia e o montante das obrigações financeiras garantidas. Estes aspectos afastam-se da definição legal de pacto comissório, uma vez que o Código Civil não faz qualquer referência à avaliação do bem ou à necessidade de o credor pignoratício restituir o excesso de valor relativamente ao montante de crédito garantido.

Como tal, afigura-se claro, em nosso entender e no seguimento da maioria da doutrina que se pronunciou sobre o assunto, que a figura que tem hoje consagração legal no novo regime jurídico sobre contratos de garantia financeira é efectivamente um pacto marciano, estando por isso errada a proclamação do legislador, no preâmbulo do diploma, ao pregoar a licitude de pacto comissório no caso do penhor financeiro. Parece-nos, outrossim, que a redacção daquele não previu as consequências de tal proclamação, não tendo o legislador querido tomar posição sobre a *vexata questio* da validade ou invalidade do pacto marciano mas que a alteração operada pelo Decreto-Lei nº85/2011 de 29 de Junho, quanto à epígrafe do artigo 11º, que passou de “pacto comissório” para “execução dos acordos de penhor financeiro” reflectem uma sensibilidade do legislador quanto à questão.

## CAPÍTULO II – OS DEVERES DE COMUNICAÇÃO NAS SOCIEDADES ABERTAS

### 1. Razão da existência dos deveres de informação

A importância dada à informação levou vários autores a considerá-la como “*o bem mais relevante em mercado mobiliário*”<sup>38</sup> ou como um pilar fundamental sobre o qual repousa o direito dos valores mobiliários. A crescente complexidade dos mercados financeiros aliada à necessidade de regulação e transparência dos mesmos levaram à implementação da obrigatoriedade da comunicação de informações relevantes para o bom funcionamento do mercado. A obrigatoriedade da informação é um tema fulcral do Direito dos Valores Mobiliários, por estar presente em todos os aspectos desta matéria. A constante inovação dos produtos financeiros, juntamente com a intensa necessidade que os investidores sentem em tomar decisões com base numa recolha meticulosa de informação sobre os seus investimentos fazem com que o regulador seja obrigado a impor regras sobre os fluxos de informação que circulam nos mercados.

A regulação dos deveres de informação no contexto do Direito dos Valores Mobiliários não é nova e a matéria em questão foi largamente desenvolvida no contexto Europeu. Já a Directiva 88/627/EEC, de 12 de Dezembro impunha regras sobre *as informações a publicar por ocasião da aquisição ou alienação de uma participação importante numa sociedade cotada em bolsa*. A Directiva foi posteriormente modificada pela Directiva 2001/34/CE e finalmente pela Directiva 2004/109/CE de 15 de Dezembro de 2004 (de ora em diante denominada Directiva da Transparência), relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado.

O Direito nacional viu-se obrigado a adaptar-se a estas novas regras, transpondo os novos mandamentos para o CVM. É nesta medida que surge o capítulo III do Código – precisamente com a epígrafe *Informação* – no qual estão enunciados os traços gerais e os moldes que esses deveres de informação devem respeitar.

O referido capítulo inicia-se elencando, no artigo 7º, as principais características que qualquer comunicação transmitida ao Regulador deve conter. A informação deve ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita. Estes critérios foram

---

<sup>38</sup> PAULA COSTA E SILVA, *Direito dos Valores Mobiliários – Relatório*, Coimbra Editora, Coimbra, 2005, p. 202

consagrados por forma a permitir aos investidores tomarem decisões esclarecidas, baseadas nas informações que estão ao seu alcance. É esta a principal premissa e o principal objectivo da obrigatoriedade de transmissão de determinadas informações: a transparência das operações subjacentes, com vista à protecção dos investidores e, em última instância a segurança e melhor funcionamento dos mercados<sup>39</sup>.

## **2. Participações qualificadas no Direito do Mercado de Capitais**

### **2.1 A informação no quadro das participações qualificadas**

Como vimos, a informação é fundamental para a transparência e para o bom funcionamento do mercado. Essa informação deve ser regular e constante, na medida em que as informações que devem ser transmitidas surgem como peça fundamental para o bom funcionamento dos mercados. No entanto, é necessário distinguir entre a informação periódica e a informação contínua a prestar pela sociedade ou pelos accionistas no caso de aquisição ou alienação de participações qualificadas.

MENEZES CORDEIRO afirma que a participação social “diz-se qualificada quando ela contenha um predicado que lhe acarrete a aplicação de um regime diferenciado, regime esse que se venha a aditar ao que resultaria de uma participação comum”<sup>40</sup>. A aquisição ou alienação de tais participações são um marco importante da vida das sociedades e tanto os accionistas como o público em geral deve ter a possibilidade de ser informado sobre a aquisição significativa dos direitos de voto, de maneira a poderem gerir os seus investimentos de forma clara e elucidada.

É nesta medida que a informação sobre participações qualificadas tem uma natureza diferente face a outros tipos informativos. Quanto ao sujeito passivo, o dever de informar afecta quem detém os votos associados à participação social. Só quem venha a adquirir uma participação significativa dos direitos de voto é que está sujeito à

---

<sup>39</sup> É o que refere, por outras palavras, o primeiro considerando da Directiva da Transparência: *A existência de mercados de valores mobiliários eficientes, transparentes e integrados contribui para um mercado único genuíno na Comunidade e promove o crescimento e a criação de emprego através de uma melhor afectação dos capitais e de uma redução dos custos. A publicação de informações exactas, completas e oportunas sobre os emitentes de valores mobiliários reforça a confiança dos investidores e permite-lhes formarem um juízo fundamentado sobre o seu desempenho empresarial e o seu património, promovendo assim tanto a protecção dos investidores como a eficiência do mercado.*

<sup>40</sup> MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, vol II (Das sociedades em especial), 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2007, p. 145

obrigação de comunicar; quanto ao destinatário, a informação é dirigida aos outros accionistas e ao mercado em geral.<sup>41</sup>

Em suma, as regras sobre informação permitem, não só ter uma noção concreta de quem tem influência e quem controla a sociedade como também ajuda a proteger os órgãos de administração da sociedade, por haver uma divulgação da informação sempre que determinado participante decida ter uma posição de controlo<sup>42</sup> na sociedade.

## **2.2 Regime jurídico do dever de comunicação de participações qualificadas**

Não permitindo a economia deste texto fazer uma análise detalhada do regime jurídico do artigo 16º do CVM, tentaremos chamar à atenção dos pontos que nos parecem mais importantes para a análise do tema discutido.

A matéria dos deveres de informação toma especial relevo quando estão em causa vicissitudes na estrutura accionista de sociedades abertas, tendo sede normativa no já citado artigo 16º do CVM, que impõe o dever de comunicação quando estiverem reunidas um conjunto de condições que envolvam a aquisição de uma participação significativa do capital social de uma sociedade aberta. O artigo em apreço impõe a obrigatoriedade de comunicação relativamente à detenção de participações definidas como “qualificadas”. Assim, *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, e quem reduza a sua participação para valor inferior a qualquer daqueles limites deve*, não só informar a entidade de tutela do respectivo mercado – neste caso a CMVM – como também a sociedade participada em causa.

Podem outrossim ser consideradas participações qualificadas, estando por conseguinte também sujeitas aos deveres de comunicação o accionista que *atinga ou ultrapasse participação de 5 %, 15 % e 25 % dos direitos de voto correspondentes ao capital social e quem reduza a sua participação para valor inferior a qualquer daqueles limites*, no caso de sociedades abertas, sociedades com sede estatutária noutro Estado membro, sociedades cuja sede social se situe fora da União Europeia e quem atinja ou ultrapasse participação de 2 % e quem reduza a sua participação para valor

---

<sup>41</sup> Nas palavras de HUGO MOREDO DOS SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e imputação dos direitos de voto*, Coimbra, 2011, p. 55, “Em conformidade, a informação sobre participações qualificadas é uma área onde os pequenos investidores podem ter muito pouco para oferecer, mas muito a ganhar.”

<sup>42</sup> Para mais informações sobre as posições de controlo e mais particularmente sobre a temática dos Benefícios Privados de Controlo *vide* MIGUEL CANCELA DE ABREU, *Os Benefícios Privados de Controlo*, inédito

inferior àquela percentagem dos direitos de voto correspondentes ao capital social de sociedade aberta.

Em suma, e nas palavras de HUGO MOREDO DOS SANTOS, o dever estatuído no referido artigo obriga, “quem adquirir, reforçar ou reduzir o seu poder de voto em sociedade aberta em medida que atinja, supere ou se torne inferior a certa fasquia da totalidade de cotos fica adstrito a comunicar, em determinado prazo, tal facto aos investidores, através da sociedade emitente.”<sup>43</sup>

São várias as razões que justificam a *ratio* desta norma, *maxime* a obrigatoriedade de comunicação de aquisição de participações relevantes em sociedades abertas. No entanto, não se afastando consideravelmente umas das outras, é necessário distinguir as razões inerentes à comunicação à CMVM e as razões do dever de comunicação à sociedade participada. Por um lado, e seguindo a mesma ordem de ideias de PAULO CÂMARA<sup>44</sup>, em primeiro lugar está em causa o poder na gestão da sociedade que é concedido a um accionista que detém uma participação qualificada. Quanto maior é a participação, maior será, em regra<sup>45</sup>, a influência que o accionista em causa terá na sociedade. Com efeito, a comunicação de participações qualificadas deve ser feita para bem da estrutura accionista, uma vez que a aquisição deste tipo de participações permite influenciar a gestão da sociedade e, em consequência, o preço dos valores em mercado. Por outro lado, permite um melhor funcionamento da sociedade no sentido em que a gestão desta, i.e., a actuação da administração, deve reger-se pelos interesses e motivações dos sócios<sup>46</sup> e o exercício de alguns direitos sociais dependem da percentagem detida pelo accionista. Destina-se, em suma, a proteger os interesses dos outros accionistas e até mesmo do mercado em geral ao evitar assimetrias de informação, permitindo a divulgação, por parte da sociedade participada, das participações qualificadas no seu capital.

Finalmente mas não menos relevante, o dever de comunicação de participações qualificadas permite ajudar a fiscalização de outras normas que lhe são adjacentes, como é o caso do dever de lançamento de OPA e a proibição de abuso de informação privilegiada<sup>47</sup>. Assim, quando relevante, a titularidade da participação deve ser

---

<sup>43</sup> HUGO MOREDO DOS SANTOS, op. cit. p. 102.

<sup>44</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2011

<sup>45</sup> Existem realmente exceções uma vez que a regra de contabilização de votos não é sempre proporcional à percentagem de acções detidas

<sup>46</sup> Alínea b) do nº1 do artigo 64 do Código das Sociedades Comerciais

<sup>47</sup> *Ibidem*

obrigatoriamente conhecida para bem de toda a estrutura accionista e para um melhor funcionamento da sociedade.

Quanto ao dever de comunicação à CMVM, a razão essencial não se afasta de forma significativa das razões já elencadas: visa garantir a integridade e actualidade de informação prestada à supervisão.

Em suma, a aquisição, alienação ou mesmo redução de uma participação qualificada, definida nos termos do artigo 16º do CVM acarreta dois deveres distintos: (i) o dever de comunicação à CMVM e (ii) o dever de comunicação à entidade participada.<sup>48</sup>

É necessário estarem reunidas duas condições para que o dever de comunicação se constitua, nos termos do artigo 16º do CVM: estar em causa uma sociedade emitente relevante, e o participante deter participação à qual sejam inerentes direitos de voto que atinjam ou ultrapassem determinadas percentagens desses direitos, correspondentes ao capital social da sociedade, ou ter havido uma redução da participação para valores inferiores àquelas percentagens. Independentemente das percentagens desses dos direitos de voto existem dois tipos distintos de factos comunicáveis. Por um lado, a participação adquirida ou alienada ultrapassar um dos limites fixados; por outro, a participação ser reduzida para valores inferiores a esses limites.

No que ao cômputo dos direitos de voto diz respeito, “a percentagem de direitos de voto inerentes à participação numa sociedade é o coeficiente que resulta de uma divisão que tem como numerador os direitos de voto inerentes às acções que constituem a participação e como denominador a totalidade dos direitos de voto inerentes às acções emitidas pela sociedade que se integrem na mesma categoria que aquelas”.<sup>49</sup> Neste cálculo deveria ter-se em conta determinadas situações que possam interferir no cômputo dos direitos de voto, tais como, por exemplo, a aquisição de acções próprias pela sociedade ou casos de conflitos de interesses ou o incumprimento dos deveres de lançamento de uma OPA, casos esses em que os direitos de votos são suspensos. Assim, pode suceder que os direitos de voto de um accionista aumentem sem que para tal, este tenha adquirido novas participações, bastando para o efeito, que alguns dos direitos de voto se encontrem suspensos, por exemplo. No entanto, o artigo 16º, n.º 3, alínea b),

---

<sup>48</sup> PEDRO BULLOZA GONZALEZ, “Deveres de Comunicação de Participações Qualificadas” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 34, Dezembro 2009, e também CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril 2000, pp. 163-189 (2000)

<sup>49</sup> A expressão é de HUGO MOREDO DOS SANTOS, op. cit. p. 120

introduzido com a alteração ao CVM, desconsiderou os efeitos da suspensão das acções com direitos de voto, ao afirmar que os mesmos eram calculados na sua totalidade. Esta regra permite ter uma ideia precisa do universo total de direitos de voto que devem ser considerados simplificando bastante o cálculo das acções com direito de voto detidas por cada accionista<sup>50</sup>.

Finalmente, interessa saber qual o conteúdo do dever de realizar uma comunicação de participação qualificada. Resumidamente, este passa pelo “envio, para determinados destinatários e dentro de certo prazo após a aquisição ou reforço, redução ou perda de participação qualificada, de comunicação com um teor mínimo sobre a operação e o respectivo impacto em termos de capital e direito de voto”.<sup>51</sup>

A divulgação de informações sobre participações qualificadas tem, em suma, como principal função ajudar os participantes no mercado a saberem quem são os principais actores no governo da sociedade, qual o poder que cada accionista tem, permitindo a todos os *stakeholders* acompanhar os movimentos de quem tem influência para tomar as decisões, de quem tem o verdadeiro poder na sociedade em questão.

### **3. A imputação dos direitos de voto**

Outra matéria interligada à questão dos deveres de comunicação e indispensável à compreensão da matéria em apreço diz respeito à imputação dos direitos de voto que vem previsto no artigo 20º do CVM.

Os desenvolvimentos e a cada vez maior complexidade que se podem identificar nas estruturas das sociedades abertas nos nossos tempos, obrigaram o regulador a encontrar soluções, não só para permitir um maior controlo das estruturas accionistas que têm vindo a intensificar-se consideravelmente, como também garantir que essas vicissitudes – quando relevantes - sejam adequadamente transmitidas às partes interessadas. É nesta óptica que surge o referido artigo e que deve ser analisado, para melhor identificação da problemática deste texto, à luz do supracitado artigo 16º do CVM. Com efeito, a já referida complexidade, tanto das estruturas accionistas, como das estratégias societárias para adquirir o controlo de uma sociedade podem não implicar o exercício directo dos direitos sociais sobre a sociedade visada ou mesmo a titularidade das acções. Esta influência pode manifestar-se de diversas formas –

---

<sup>50</sup> Para mais detalhes sobre as consequências do artigo 16º, nº3, alínea b) *vide* HUGO MOREDO DOS SANTOS, op. cit. pp. 127-128

<sup>51</sup> *Ibidem*, p. 145.

influência do exercício de direitos sociais, nomeação dos órgãos de gestão, mas também através de coligações de grupos ou da celebração de acordos parassociais. É com vista a controlar a evolução da influência societária que o artigo 20º do CVM estatui que *no cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às acções de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto* directa ou indirectamente. O sentido e alcance deste artigo são, nas palavras de OSÓRIO DE CASTRO, as de imputar ao participante os direitos de voto cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou influenciável<sup>52</sup>. É assim que também consideramos a questão, uma vez que, como veremos mais detalhadamente, o preceito consagra precisamente situações em que os direitos de voto correspondente a determinada participação numa sociedade poderão ser utilizados com o fim de prosseguir interesses que não sejam directamente dos titulares ou usufrutuários das mesmas. Neste caso, os direitos de voto poderão ser imputados tanto ao titular efectivo das acções, como ao usufrutuário. No entanto, esta situação não impede que os votos inerentes ao usufrutuário possam ser deduzidas à participação do seu efectivo titular, nos termos do artigo 16º. Em suma, mesmo se, em teoria, os direitos de voto forem contabilizados a favor do titular da participação social em causa – aquele que é titular, exerce os respectivos direitos de voto – é cada vez mais frequente a situação em que o verdadeiro titular da participação não corresponde àquele que assume a qualidade de sócio perante a sociedade e terceiros e, nesta situação, a disponibilidade dos direitos de voto pertence, de pleno direito, ao participante<sup>53</sup>.

### **3.1 A dupla (ou tripla) funcionalidade da imputação dos direitos de voto**

A imputação dos direitos de voto prevista no sistema nacional diverge consideravelmente da dos regimes previstos noutros sistemas europeus.<sup>54</sup> A grande

---

<sup>52</sup> OSÓRIO DE CASTRO, op.cit., p.167.

<sup>53</sup> JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, “A imputação de direitos de voto no mercado de capitais” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº26, Abril 2007, pp. 59-69

<sup>54</sup> No direito comparado existem vários regimes que divergem significativamente. Por um lado, o sistema francês, que utiliza o conceito de actuação em concertação para efeito de oferta obrigatória, juntando-lhe outras situações relevantes se em causa estiver a comunicação de participações qualificadas. Por outro, o sistema alemão, à semelhança do português, tem um catálogo único que usam para ambas as finalidades. Finalmente, entre os dois sistemas encontram-se o italiano, o espanhol e mesmo o inglês, que apresentam duas listas de situações, uma para efeito de comunicações relativas a participações qualificadas, outra para a opa obrigatória. Cfr. HUBERT DE VAUPLANE/JEAN-PIERRE BORNET, *Droit des marchés financiers*, Litec, Paris, 2001; JAIME ZURITA E SÁENZ DE NAVARRETE, *Cómputo de la participación significativa, Regimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, vol. I, dir. Fernando Sánchez Calero, Centro de Documentación Bancária y Bursátil, Madrid, 1993, pp. 292 e ss.; UWE SCHNEIDER, *The computation of*

diferença reside não só no conteúdo material do regime em si mas também de se ter consagrado um regime unificado para a imputação de direitos de voto, que é instrumental seja do regime de comunicação de participações qualificadas, como do regime das OPAs obrigatórias<sup>55</sup>. A esta característica original a doutrina maioritária deu o nome de dupla funcionalidade da imputação de votos<sup>56</sup> segundo a qual o artigo 20º, nº1 pode e deve ter uma interpretação uniforme independentemente da disposição que convoca a imputação de direitos de voto.

JOÃO SOARES DA SILVA vai mais longe, ao referir que não se trata apenas de uma dupla mas sim de uma tripla funcionalidade<sup>57</sup>. Nas suas palavras, “após consumados os efeitos da segunda utilização funcional – ou seja, após determinado se resulta constituído ou não, o dever de lançamento de oferta pública – a nossa lei volta a lançar mão da invocação do artigo 20º para criar, disciplinar, ampliar ou restringir uma série de efeitos jurídicos acessórios ou subsequentes.”

Do nosso lado questionamos, como HUGO MOREDO DOS SANTOS, se o artigo 20º, nº1 pode efectivamente ser interpretado de forma unitária ou se, pelo contrário, é necessário adaptar o artigo em função dos casos concretos, não tendo a norma autonomia suficiente para ser interpretada de forma unitária. O legislador atribuiu ao artigo 20º, nº1, a finalidade de determinar o poder de voto nos casos de comunicação de participações qualificadas e de OPA obrigatória. No entanto, é verdade também que o artigo abrange um enorme leque de situações, não facilitando a interpretação do mesmo e que põe em causa o seu âmbito de aplicação.

Devido à economia do presente texto, não nos é possível detalhar a extrema complexidade do artigo 20º, nº1, que abarca uma multitude de situações. Tentaremos apenas referir as principais características da imputação dos direitos de voto, retendo como ideia principal que, subjacente a este artigo está a ideia de que ao participante se

---

*qualified participations according to the EU-Transparency Directive*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 407-408.

<sup>55</sup> PAULO CÂMARA, op.cit. p. 528. O Autor refere duas razões essenciais pela opção tomada pelo legislador – uma de ordem histórica – uma crítica à experiência falhada no Código do Mercado de Valores Mobiliários, que separa a imputação de direitos de voto sobre transparência da técnica da imputação de direitos de voto para efeitos de OPA o que se revelou extremamente penalizador para os aplicadores do Código - e a segunda de ordem sistemática – uma unificação do regime da imputação dos direitos de voto permite a clareza aplicativa tornando a lei mais acessível e correctamente compreendida.

<sup>56</sup> A expressão é, mais concretamente, de PAULA COSTA E SILVA, *A imputação dos direitos de voto no oferta pública de aquisição*, in *Jornadas sobre Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, Coimbra, 2000,

<sup>57</sup> JOÃO SOARES DA SILVA, “Algumas observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Código dos Valores Mobiliários” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26 - 2007-04, pp. 47-58

imputam “os direitos de voto cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou influenciável”.<sup>58 59</sup>

### 3.2 Características da imputação dos direitos de voto

O sistema de imputação dos direitos de voto possui várias características que devem ser analisadas para uma melhor delimitação da matéria em causa. A primeira característica que pode ser elencada é a da sua *rigidez* uma vez que apenas as situações elencadas no artigo 20º compreendem situações de imputação dos direitos de voto. Trata-se de uma norma taxativa, na qual não existe espaço à integração de situações diversas.

Em segundo lugar, o sistema de imputação dos direitos de voto goza de uma grande *selectividade*. Selectividade que pode ser dividida em selectividade por motivos objectivos – em função dos valores mobiliários atingidos, ou subjectivos – atendendo à qualidade da pessoa que determina a imputação e selectividade unidireccional ou bidireccional. Unidireccional porque, na maioria das situações, não existe reciprocidade na imputação dos direitos de voto. É precisamente esse o caso o que consta da alínea f) do nº1 do artigo 20º do CVM. É também a essa conclusão que chega OSÓRIO DE CASTRO<sup>60</sup>, ao utilizar como exemplo um cliente de um banco que, no âmbito de um financiamento, dá de penhor ao banco 1000 acções, de uma sociedade aberta, representando 1% do respectivo social, conferindo o penhor poderes para o exercício do direito de voto. Os direitos de voto passam indiscutivelmente a pertencer ao banco, nos termos da referida alínea f) do nº1 do artigo 20 do CVM, no entanto, a imputação é unidireccional no sentido em que os direitos de voto das acções que o banco porventura detenha não serão imputados ao cliente. Bidireccional nos casos em que se assentar em juízos relacionais, como vem, por exemplo, previsto na alínea c) do nº1 do artigo 20º, que prevê a celebração de acordos de voto, nos quais o sentido de voto é decidido antecipadamente.

Em terceiro lugar, o sistema da imputação dos direitos de voto caracteriza-se pela sua *cumulatividade*. É essa a consequência que se retira, nomeadamente da alínea i) do

---

<sup>58</sup> PAULO CÂMARA, “O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº7, 2000 (Abril) p. 200

<sup>59</sup> Para mais desenvolvimentos sobre a questão do artigo 20º do CVM *vide* HUGO MOREDO DOS SANTOS, *op. cit.*, pp. 327 e ss.

<sup>60</sup> CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários” in *Cadernos dos Valores Mobiliários*, nº7, Lisboa, Abril de 2000, pp. 191 e ss.

n.º 1 do artigo 20 do CVM que considera que a aplicação de um dos critérios de imputação não exclui a aplicação de outros. Do exposto conclui novamente OSÓRIO DE CASTRO<sup>61</sup> que é a soma dos votos imputáveis a todos os participantes excederá, na grande maioria dos casos, 100% dos votos inerentes ao capital social da sociedade em causa.

Finalmente, pode-se dizer que o título da imputação é *alterável*. É possível proceder-se à alteração da causa de imputação dos direitos de voto, se, por exemplo, o participante adquirir as acções cujos votos já lhe eram imputáveis a outro título.<sup>62</sup>

#### 4. Conclusão

Em conclusão pode dizer-se que a comunicação de determinados elementos ou determinadas situações são, hoje em dia, imprescindíveis para o bom funcionamento do mercado de capitais, devido à complexidade e à sofisticação, tanto dos instrumentos financeiros, como das técnicas de estruturação societária.

O artigo 16º do CVM define os limites de participação numa sociedade a partir dos quais essas mesmas participações passam a ter relevância suficiente para deverem ser comunicadas. O preceito em causa define assim o que devem ser consideradas participações qualificadas para efeitos de informação à entidade reguladora e à sociedade participada. No entanto, a já referida especial complexidade da estrutura accionista que as sociedades abertas podem possuir, hoje em dia, assim como a influência que determinado participante possa ter, em função dos direitos de votos que detém ou dos quais dispõe, obrigaram o legislador a elencar as diversas situações em que os direitos de voto detidos devem ser computados, atendendo ao conceito de participações qualificadas. Foi o que fez, ao equiparar, aos votos inerentes às acções de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os votos inerentes a acções detidas por outras entidades, que com o participante apresentem determinadas conexões. É assim que as várias alíneas do artigo 20º do CVM constituem um elenco taxativo de situações onde a disponibilidade de direitos de voto se dissocia da titularidade da participação social.

Finalmente, as características referidas permitem constatar que o sistema previsto no artigo 20º acaba por minorar a relevância da posição do sócio, na medida em que o

---

<sup>61</sup> *Ibidem*.

<sup>62</sup> As características elencadas são da autoria de PAULO CÂMARA, op.cit, pp. 525 e ss., para onde se remete para informações mais detalhadas sobre o exposto.

titular da participação qualificada pode não ser, formalmente, titular de qualquer participação social mas tal consequência deve ser mitigada pelo facto de que as regras sobre imputação não têm grande influência a nível societário, uma vez que apenas as acções que conferem direito de voto são utilizadas para efeitos de imputação.<sup>63</sup>

---

<sup>63</sup> *Ibidem.*, p. 527.

## **CAPÍTULO III – DO DEVER DE COMUNICAÇÃO NA AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÕES QUALIFICADAS ONERADAS COM UM PENHOR FINANCEIRO**

### **1. Enquadramento geral**

A análise detalhada dos regimes do penhor financeiro e dos deveres de comunicação previstos no artigo 20º do CVM permitem enquadrar a questão fundamental do tema em apreço e é baseado nessa mesma análise que se fundamentará a posição adoptada sobre mesma.

A principal justificação para a nossa posição centra-se principalmente nos efeitos que decorrem do penhor financeiro, conciliados com o escopo das regras previstas no artigo 20º do CVM, já devidamente analisadas.

Assim, o presente capítulo tratará, em primeira instância, dos principais efeitos inerentes ao penhor financeiro, centrando-se principalmente na questão do direito de disposição, essencial para a compreensão do problema. De seguida será feita a ligação dos efeitos estudados com o alcance e os objectivos das regras previstas no artigo 20º do CVM para que no final possamos expor a nossa posição.

### **2. Efeitos do penhor financeiro**

A análise dos efeitos do penhor financeiro em geral, e especialmente do penhor financeiro como direito de disposição, é essencial para a compreensão do problema em causa. Conforme vimos, o beneficiário da garantia prestada tem três alternativas relativamente ao procedimento a adoptar: i) restituir ao prestador objecto equivalente ao objecto da garantia original; ii) entregar a quantia em dinheiro correspondente ao valor do objecto da garantia, caso esteja previsto no contrato de penhor; e iii) o poder do credor de afastar a obrigação de restituir por meio de compensação. São estes os efeitos definidos na lei, nos termos do artigo 10º do Decreto-Lei nº105/2004. No entanto, existem outros efeitos que devem ser analisados com vista a um mais aprofundado âmbito do tema em questão. A questão do direito aos lucros e, mais importante ainda, dos direitos de voto são, a nosso ver, os efeitos que melhor permitem explicar e justificar a posição adoptada neste estudo.

## 2.1 Direito aos lucros

O Código das Sociedades Comerciais estatui, no artigo 21º, nº1, alínea a), que qualquer sócio tem direito a quinhão nos lucros da sociedade. Este direito será, salvo estipulação em contrário, segundo a proporção do valor nominal da respectiva participação no capital.

Levanta-se, no entanto, a questão de saber se esse direito pertence, no caso em que esteja em causa um penhor financeiro, ao credor pignoratício ou ao titular das acções, quando esteja em causa um penhor de acções. O mesmo código refere, no n.º 4 do artigo 23º, que os direitos inerentes à participação, e, em especial, o direito aos lucros, só podem ser exercidos pelo credor pignoratício quando assim for convencionado pelas partes, de onde se conclui que, em regra, o direito aos dividendos pertenceria ao titular das acções. No entanto, esta regra não se coaduna, nem com os preceitos do Código Civil que regem o penhor – artigos 672º e 679º - nem à luz do bom funcionamento dos mercados. Com efeito, a regra prevista no n.º 1 do artigo 672º prevê o chamado pacto anticrético<sup>64</sup> segundo o qual, salvo disposição em contrário, os frutos da coisa empenhada devem ser imputados, em primeiro lugar, às despesas e aos juros arcados, e só depois ao capital em dívida. Em sentido contrário, não se presume a existência desse pacto quando a coisa empenhada não é por natureza frutífera, sendo necessário o acordo expresso das partes para que o credor possa usufruir dos frutos da coisa, pagando-se assim com os rendimentos obtidos. Assim, na ausência de acordo em contrário, os frutos não se devem considerar abrangidos pelo penhor. Ora, como refere TIAGO SOARES DA FONSECA<sup>65</sup>, se estas palavras fazem sentido no penhor civil, ao nível do penhor de acções, tendencialmente mercantil, mais sentido fazem enquanto forma de possibilitar uma satisfação rápida do crédito. Se a *ratio* do preceito é favorecer o credor pignoratício, assegurando-lhe parcialmente a satisfação do seu crédito, o mesmo deve suceder também no penhor de acções. Pela nossa parte, não só concordamos com o Autor como vamos mais longe, uma vez que nos parece que, não só faz sentido para o penhor civil e o penhor de acções, como também relativamente ao penhor financeiro, englobando assim não só o penhor de acções como os vários instrumentos financeiros previstos no artigo 5º do Decreto-Lei n.º 105/2004. Nesta linha de raciocínio, sempre

---

<sup>64</sup> VAZ SERRA, *O penhor de Coisas – Penhor de Direitos*, p. 19 (relativamente ao penhor de coisas) e p. 471 (relativamente ao penhor de direitos); PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA –*Código Civil Anotado*, Volume I, 4ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, 1987, p. 692

<sup>65</sup> TIAGO SOARES DA FONSECA, *O penhor de Acções, 2ª Edição aumentada e revista*, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 88 e ss..

que o penhor incida sobre coisas frutíferas, o credor terá direito aos frutos que a coisa produzir e, uma vez que o dividendo é considerado como um fruto civil da acção<sup>66</sup>, o credor terá direito aos mesmos.

A regra ganha, a nosso ver, ainda mais importância no caso do penhor financeiro, uma vez que o objecto do penhor pode consistir em numerário, podendo haver lugar ao vencimento de juros das respectivas contas - ou instrumentos financeiros - onde os frutos inerentes ao crédito empenhado podem ter origem nos juros no caso de *warrants*<sup>67</sup>, ou de dividendos nos casos em que sejam dadas em penhor acções de sociedade. Por outro lado, os direitos objecto do penhor financeiro são, em regra, frutíferos por natureza. Assim sendo, deve considerar-se que esses frutos devem ser afectos à satisfação do crédito pignoratício. Aplicar-se-á aqui também a regra estabelecida no artigo 683º do Código Civil, estando o credor pignoratício obrigado a cobrar os juros, dividendos ou quaisquer outras prestações periódicas que possam ser devidas, devendo esses montantes imputados às despesas, aos juros e ao capital garantido<sup>68</sup>.

## 2.2 Os direitos de voto

A questão fundamental que resta analisar para a problemática em causa é a de perceber qual o impacto dos acordos de garantia financeira na imputação dos direitos de voto, sobretudo quando se tratem de participações detidas em sociedades abertas, uma vez que é esse o escopo do presente estudo. Igualmente, a questão em apreço surge como central no desenvolvimento do nosso estudo quando em causa estiverem participações qualificadas, nos termos do artigo 16º do CVM, ou quando essas participações somadas com outras, imputadas ao credor nos termos do artigo 20º do CVM, levem a que se atinja o limites fixados no artigo 187º do CVM, obrigando o lançamento de uma oferta pública de aquisição.

---

<sup>66</sup> Vide FRANCESCO MESSINEO, *Il Dividendo Come Frutto Dell'azione di Società*, Riv. Dir. Comm., anno 46, anno 46, n°3-4 (Marzo-Aprile), Parte Prima, 1948, Milão, pp. 101-108

<sup>67</sup> Para mais desenvolvimentos sobre a noção de *warrant* e o seu regime jurídico, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2009. Estes constituem um tipo de valor mobiliário que, em relação a um activo subjacente, conferem um dos direitos seguintes: direito a subscrever valores mobiliários, direito a adquirir ou alienar o activo subjacente, ou o direito a exigir a diferença entre dois preços de referência.

<sup>68</sup> Tendo o credor pignoratício direito a receber os frutos civis do direito dado em penhor, tal compreenderá todos aqueles que derivem de relações jurídicas existentes à data de constituição do penhor e que se vençam durante a sua vigência.

Sendo este o argumento principal para a defesa da nossa posição, parece-nos relevante, para melhor perceber a questão, fazer a distinção entre a alienação fiduciária em garantia e o penhor financeiro, sobretudo quando a este seja concedido o direito de disposição.

### ***2.2.1 Alienação fiduciária em garantia***

Não sendo esta garantia financeira o tema central do trabalho é, no entanto, necessário referir as suas principais características para melhor perceber a questão<sup>69</sup>.

A alienação fiduciária em garantia é, em traços gerais, o contrato pelo qual o devedor transfere a propriedade de um bem para o credor, mantendo a sua posse ou mera detenção, com a finalidade de garantir o cumprimento de uma obrigação, vinculando, por seu turno, o credor a retransmitir a propriedade do bem em caso de cumprimento da obrigação garantida e a não usar o bem transmitido com uma finalidade diversa da de garantia<sup>70</sup>. A sua legalidade foi, em tempos, largamente contestada na doutrina<sup>71</sup>, mas o Decreto-Lei nº105/2004 veio regular o instituto e, assim, acabar com as querelas sobre a sua licitude.

Segundo a definição de MANUEL JANUÁRIO DA COSTA GOMES a alienação em garantia "traduz-se num contrato construído através da adjunção ao negócio de alienação de um pacto fiduciário, que disciplina os termos em que o fiduciante - alienante e o fiduciário-adquirente adaptam a operação realizada aos fins da garantia"<sup>72</sup>. Assim, a alienação fiduciária em garantia é um acordo de garantia financeira com transferência da titularidade do objecto da garantia (numerário ou instrumentos financeiros) para o beneficiário, colimada à garantia do cumprimento das obrigações

---

<sup>69</sup> Para maiores desenvolvimentos sobre o tema, vide JANUÁRIO DA COSTA GOMES, *Assunção Fidejussória de Dívida – Sobre o Sentido e o Âmbito da Vinculação como Fiador*, Almedina, Coimbra, 2000; ISABEL ANDRADE DE MATOS, *O Pacto Comissório- Contributo para o Estudo do Âmbito da sua Proibição*, Almedina, Coimbra, 2006; GONÇALO VEIGA DE MACEDO, *Transmissão fiduciária do direito de propriedade em garantia*, Relatório apresentado na Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, 2003; LUÍS MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS, *A Directiva 2002/47/CE do Parlamento e do Conselho de 6/6/02 (alterada pela directiva 2009/44/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 6/5/09), relativa aos acordos de garantia financeira ou os primeiros passos na harmonização do direito europeu das garantias mobiliárias*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Volume 85, 2010, pp. 693-725

<sup>70</sup> PATRÍCIA FONSECA, op. cit., pp. 38 e ss..

<sup>71</sup> No sentido da ilegalidade do instituto pronunciaram-se CALVÃO DA SILVA, *Banca, Bolsa e Seguros - Direito Europeu e Português, tomo I, Parte Geral*, Almedina, Coimbra, 2001; INOCÊNCIO GALVÃO TELLES, *Manual dos Contratos em Geral*, 4ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, 2002; FERNANDO PESSOA JORGE, *O Mandato sem Representação*, Almedina, Coimbra, 2001

<sup>72</sup> JANUÁRIO DA COSTA GOMES, *Assunção Fidejussória de Dívida – Sobre o Sentido e o Âmbito da Vinculação como Fiador*, Almedina, Coimbra, 2000, p. 223

cobertas. Deste modo, distingue-se do penhor financeiro, fundamentalmente, pela identificação da esfera jurídica em que se encontra o direito de propriedade sobre o objecto da garantia, pois, mantendo-se a propriedade com o prestador, estar-se-á perante um penhor financeiro; se, por outro lado, a propriedade se transferir para o beneficiário, estará em causa uma alienação fiduciária em garantia.

Como vimos, no caso da alienação fiduciária dá-se a transmissão da propriedade para o credor. Note-se que, neste caso a propriedade é plena, mesmo que por tempo limitado. Assim, para todos os efeitos, o credor é o verdadeiro dono das acções. Como tal, nos termos do n.º 1 do artigo 20º do CVM, os direitos de voto inerentes às acções que o credor adquire em garantia são a este imputáveis. O mesmo ocorre no caso em que, por acordo das partes, os direitos de voto permaneçam sob a alçada do prestador da garantia. Neste caso, os direitos de voto, além de imputáveis ao proprietário, sê-lo-ão também ao prestador da garantia, nos termos da alínea c) do nº1 do artigo 20º. Esta é, indiscutivelmente, uma das situações em que, como vimos no momento da análise do regime da imputação dos direitos de voto, a lei permite a imputação dos mesmos votos a pessoas diferentes.

A lei foi, no entanto, alterada pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que procedeu à transposição da Directiva 2004/25 CE, do Parlamento e do Conselho de 21 de Abril relativa às ofertas públicas de aquisição. Da alínea f) passou a constar e expressão “detidas em garantia” substituindo a prévia referência a “dadas em garantia”. Segundo ALEXANDRE JARDIM<sup>73</sup>, com o qual concordamos, a alteração é intencional, tendo em vista precisamente os casos de alienação fiduciária em garantia. Nestes casos, a imputação dos direitos de voto ao proprietário passa assim a depender da atribuição do respectivo exercício. O Autor tece críticas ao novo regime que nos parecem sensatas, tendo em conta a *ratio* do artigo 20º do CVM. Por um lado, conforme refere o Autor, a expressão “acções dadas em garantia” deveria manter-se no actual quadro normativo por se tratar de situações diferentes, com regimes jurídicos diversos e que justificam assim uma terminologia específica para cada uma delas. Por outro lado, e segundo o raciocínio lógico do artigo 20º do CVM, a titularidade deve sempre gerar a imputação. Esta dá ao proprietário a possibilidade de influenciar o exercício do direito de voto e na propriedade em garantia a regra deve ser a mesma uma vez que o credor terá sempre de se preocupar com as acções que adquiriu e com o exercício de voto a elas inerentes. No

---

<sup>73</sup> ALEXANDRE JARDIM, op. cit., p. 167

entanto, a lógica do artigo 20º pressupõe precisamente a capacidade de influenciar ou poder influenciar os direitos de voto que constituem situações geradoras de imputação<sup>74</sup>.

Como tal, do exposto claramente se retira que, nos termos da nova alínea f) do n.º 1 do artigo 20º, se os direitos de voto tiverem sido atribuídos ao participante proprietário de acções detidas em garantia, essas acções serão computadas para efeitos de participações qualificadas e, como tal, se estiverem ultrapassados os valores previstos no artigo 16º do CVM, a comunicação da aquisição de tais participações serão obrigatórias.

### ***2.2.2 Penhor financeiro com direito de disposição***

Analisada a alienação fiduciária em garantia e as consequências inerentes à mesma no que às regras de imputação de votos diz respeito, podemos agora interpretar a questão do ponto de vista que mais nos interessa – o penhor financeiro.

Em primeiro lugar, é necessário responder à questão de saber se, tendo recaído o penhor sobre acções, as mesmas conferem ou não direito de voto e, no caso afirmativo, se esses mesmos direitos pertencem ao titular das acções ou ao credor pignoratício.

A regra é a de que as acções empenhadas conferem o direito de voto<sup>75</sup>. Apenas não será assim, no caso em que estejam em causa acções privilegiadas sem direito de voto<sup>76</sup>, previstas nos artigos 341º a 344º do Código das Sociedades Comerciais. Esta regra parece ser a que melhor se coaduna com os efeitos do penhor uma vez que, ao conceder o direito de voto ao credor pignoratício, os interesses dos restantes sócios

---

<sup>74</sup> *Idem.*

<sup>75</sup> Uma breve nota apenas para referir que não foi essa a posição adoptada em todos os países de cunho romanístico, nomeadamente em Itália, onde salvo convenção em contrário, o direito de voto é atribuído ao credor pignoratício. Esta diferença releva tendo em conta os argumentos apresentados pela doutrina italiana que afirma que esta solução tem por fim permitir ao credor pignoratício cumprir a sua obrigação de custódia da coisa dada em penhor. Justificam-na, outrossim, por questões de ordem prática, uma vez que o exercício do direito de voto, no caso de acções tituladas ao portador, apenas é possível para quem tiver as acções em sua posse, e uma vez que a constituição do penhor implica a sua entrega, o sócio não poderia exercer o seu direito de voto, por não as ter em sua posse. Para mais desenvolvimentos *vide* GIAN CARLO RIVOLTA, *Pegno ed Usufrutto di quote di Società a Responsabilità Limitata e Diritto di Voto*, Riv. Dir. Comm., Parte Prima, anno 59, n.º5-6, Maggio-Giugno 1961, Padova, pp. 205 e ss..

<sup>76</sup> Estas acções têm como principal característica a atribuição de um direito a uma satisfação prioritária com a contrapartida de não atribuírem o direito de voto. É o caso das acções preferenciais sem voto, nos termos das quais o sócio abdica do seu direito de voto, beneficiando, em contrapartida, de uma posição mais vantajosa na repartição do lucro e no reembolso do valor nominal da sociedade em caso de liquidação da sociedade.

poderiam ver-se ameaçados pela difícil conciliação dos interesses do credor pignoratício quando comparados com os dos sócios.<sup>77</sup>

Por outro lado, no caso do penhor financeiro de uma forma ampla, a questão central é a de saber de o poder de disposição, por si só, gera imputação dos direitos de voto. A regra, prevista no nº 2 do artigo 9 do Decreto-Lei nº105/2004 é a de que *o direito de disposição confere ao beneficiário da garantia financeira os poderes de alienar ou onerar o objecto da garantia prestada, nos termos previstos no contrato, como se fosse seu proprietário.*<sup>78</sup> Daqui não se conclui que o credor pignoratício passa a ser proprietário do objecto dado em garantia, mas tão só que a este é concedido o poder de dispor do objecto empenhado, como se fosse proprietário. O credor actua, neste caso, como se fosse legítimo proprietário da garantia não o sendo na realidade, usufruindo dela e actuando exclusivamente por sua conta e no seu interesse, contrariamente ao que ocorre no caso da alienação fiduciária em garantia, onde o credor pignoratício passa a ter o direito de propriedade sobre o objecto empenhado.

No seguimento da análise em causa e tendo em conta as várias alíneas do artigo 20º, não é fácil associar o direito de disposição a qualquer uma delas. A que melhor se poderia coadunar com a situação em apreço é a alínea h), onde se lê que são também relevantes para efeitos de imputação de direito de voto os *detidos por pessoas que tenham celebrado algum acordo com o participante que vise adquirir o domínio da sociedade ou frustrar a alteração de domínio ou que, de outro modo, constitua um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada.* Ora, não parece que se possa considerar que o acordo subjacente ao penhor financeiro seja subsumível nesta alínea, uma vez que nela se enquadram acordos com um fim totalmente diverso tais como as acções de venda<sup>79</sup> ou os pactos de preferência e os direitos de acompanhamento, só no caso em que constituam instrumentos de exercício de influência dominante sobre a sociedade participada é que é possível falar do direito

---

<sup>77</sup> O mesmo afirma TIAGO SOARES DA FONSECA, op.cit., p. 92.

<sup>78</sup> A questão do direito de disposição (*rehypothcation* em inglês) foi muito contestada ao início tanto em Portugal, como na Europa. A fundamentação recaía na noção de propriedade, muito diferente no direito civilístico quando comparado com o direito anglo-saxónico. No direito civil, o devedor pode reclamar a coisa dada em garantia, após o cumprimento da obrigação, por ser ele o pleno proprietário da coisa. Não há, por conseguinte, qualquer protecção ao segundo credor, caso o objecto dado em garantia tenha sido cedido novamente pelo credor pignoratício, nem com base na boa-fé. Em oposição, no direito anglo-saxónico, o credor tem poder suficiente para dar em garantia a coisa que lhe foi dada em garantia. O proprietário original não pode reclamar a sua propriedade enquanto o direito de disposição não tiver cessado. Para maiores desenvolvimentos *vide* J.H. DALHUISEN, *Dalhuisen on Transnational and Comparative, Commercial, Financial and Trade Law*, Third Edition, Hart Publishing, 2007

<sup>79</sup> As chamadas “call options”

de disposição. Porém, não é esse o objectivo do direito de disposição que apenas visa permitir ao credor a possibilidade de realizar antecipadamente o valor da coisa que recebe em garantia.<sup>80</sup> Assim, a conclusão a que se deve chegar é que o direito de disposição por si só não gera a imputação do direito de voto, nos termos e para os efeitos do disposto no artigo 20º do CVM.<sup>81</sup> Apesar de não ser um entendimento partilhado por todos, é esta a situação que parece coadunar-se melhor, tanto com o regime do penhor financeiro com direito de disposição (que como vimos, visa apenas dar a possibilidade ao credor a possibilidade de realizar antecipadamente o valor da coisa que dá em garantia), como com *ratio* do artigo 20º do CVM. Como vimos, uma das mais difíceis tarefas no que à imputação de direitos de voto diz respeito, consiste em identificar as situações relevantes através das quais uma determinada pessoa, a quem os direitos de voto são imputados, pode influenciar uma sociedade. É por essa razão que o elenco do artigo 20º do CVM é tao extenso e é alvo de tanta discussão. Existem um sem número de situações através das quais é possível influenciar os direitos de voto e como tal, o estudo de cada caso requer uma análise aprofundada, tanto da situação em concreto, como da razão de ser do artigo 20º e da lógica por detrás da imputação dos direitos de voto. No entanto, não nos parece que o direito de disposição no penhor financeiro configure uma destas situações. Com efeito, este direito enquadra-se numa perspectiva de eficiência dos mercados, tendo assim como objectivo o aumento da liquidez dos mesmos em função da reutilização dos títulos dados em penhor. O credor tem assim a possibilidade de realizar o valor da coisa que dá em garantia, o que não significa porém, que este direito constitui um instrumento de exercício de influência dominante sobre a sociedade participada, não havendo assim razão para que a atribuição deste deva gerar, por si só, imputação dos direitos de voto.

### **3. Tomada de posição**

Como vimos, são dois os principais efeitos do penhor financeiro que permitem compreender o problema em causa – o direito aos lucros e os direitos de voto - e justificar a posição que agora se retira.

Por um lado, tanto as regras gerais sobre o penhor civil, como as regras respeitantes ao penhor comercial e, mais concretamente, ao penhor financeiro, fazem

---

<sup>80</sup> Seguindo esta ordem de ideias DIOGO MACEDO GRAÇA, op. cit., p. 57 e ALEXANDRE JARDIM, op. cit., pp. 168-169.

crer que tendo o penhor por objecto uma coisa frutífera (que, como vimos, é a regra no penhor financeiro) o credor pignoratício tem efectivamente direito aos frutos e a usá-los na amortização parcial da dívida, sem que para isso tenha de executar a coisa. O credor está mesmo obrigado, como vimos, a cobrar os juros, dividendos ou quaisquer outras prestações periódicas que possam ser devidas, nos termos do artigo 683º do Código Civil. Assim, a nosso ver, esta situação pode ser um argumento para defender a posição de que, sendo o objecto da garantia uma participação de uma empresa cotada em mercado, que atinja os limites fixados no artigo 16º do CVM, a aquisição dessa participação encontra-se assim sujeita aos deveres de comunicação impostos pelo referido artigo. Com efeito, se um dos efeitos inerentes ao penhor financeiro é o de o credor pignoratício poder quinhonar nos lucros, faz sentido que a aquisição de tal participação, mesmo que não definitiva, esteja sujeita aos deveres impostos pelo legislador, quando ultrapassados determinados limites.

Por outro lado, como vimos, é nosso entender que o direito de disposição atribuível ao penhor financeiro não gera, por si só, a imputação dos direitos de voto nos termos do artigo 20º do CVM, uma vez que o direito de disposição não constitui um instrumento de exercício de influência dominante sobre a sociedade participada e como tal, não deve caber na *ratio* do referido artigo 20º. Ora, se assim é, a oneração de uma participação social com um penhor financeiro não entra, também ela, para a computação dos direitos de voto e, por conseguinte, não será computada para efeitos do artigo 16º do CVM, no sentido de saber se está em causa uma participação qualificada. Apenas haverá imputação se ao credor for atribuído o exercício do direito de voto nos termos da alínea f) do n.º 1 do artigo 20º do CVM: *consideram-se os direitos de voto inerentes a acções detidas em garantia pelo participante ou por este administradas ou depositadas junto dele, se os direitos de voto lhe tiverem sido atribuídos*. Mas neste caso, esta imputação nasce precisamente da atribuição do direito dos direitos de voto e não da atribuição do direito de disposição em si. Este visa, não tanto permitir ao credor ter alguma influência sobre o exercício dos direitos de voto inerentes às acções objecto da garantia, mas sobretudo atribuir ao credor um meio mais célere para realizar o valor desse objecto, aumentando assim o grau de segurança do seu crédito.<sup>82</sup> Assim, e uma vez que o direito de disposição não gera, necessariamente a imputação de direitos de voto, não parece defensável que às participações oneradas com um penhor financeiro

---

<sup>82</sup> *Ibidem*.

com direito de disposição seja imposto um dever de comunicação. Para que isso tenha de acontecer, os direitos de voto deverão ser atribuídos ao credor, por acordo celebrado previamente, conforme estatuído na alínea f) do n.º 1 do artigo 20.

## CONCLUSÃO

Com este estudo pretendemos abordar um tema que, embora pouco desenvolvido pela doutrina, tem suscitado várias questões de ordem prática. A regulamentação dos acordos de garantia financeira em Portugal tem já cerca de dez anos e correspondeu a uma verdadeira revolução no ordenamento jurídico, tanto pela sua inovação, como pelo seu crescente interesse prático principalmente no sector bancário e financeiro. Estes acordos contribuíram não só para aumentar a liquidez dos mercados, como para o aumento da confiança na concessão do crédito, graças à facilidade de ressarcimento do credor. No entanto, algumas das consequências que estes acarretam não foram ainda totalmente ultrapassadas e várias questões restam ainda por analisar.

O nosso estudo, devido à economia do presente texto, limita-se a tentar explorar uma dessas problemáticas que nos parece de grande relevo, não só pelos argumentos já invocados, mas também pela interligação com outras noções fundamentais do Direito dos Valores Mobiliários, nomeadamente a de participações qualificadas e da imputação dos direitos de voto.

Com efeito, no cômputo das referidas participações qualificadas, o legislador atribuiu uma relevância significativa à titularidade indirecta através da equiparação aos direitos de voto que são detidos directamente pelo titular, daqueles que o são por terceiros por conta do participante, por terceiro com o qual tenha celebrado acordo parassocial relativo ao seu exercício, entre outras situações, como prevê o artigo 20º do CVM<sup>83</sup>. Tentámos, neste estudo, perceber e justificar se o penhor financeiro, pelas suas características e pelos efeitos que produz, pode ou não ser abrangido pelo referido artigo. Não é, como vimos, matéria clara que permita dar uma resposta unívoca. Tanto assim é, que a CMVM, questionada por várias vezes sobre a questão, nunca se pronunciou sobre a matéria de forma definitiva. É nossa opinião que o penhor financeiro (com direito de disposição) apenas poderia caber na alínea f) do artigo 20º do CVM e, nesses termos, apenas com o acordo das partes, existiria imputação dos deveres de voto ao credor. Assim, a imputação nasce da atribuição do exercício dos direitos de voto, por acordo das partes, e não pela atribuição do direito de disposição. Como tal, não havendo acordo, as acções tidas em garantia pelo credor não entrarão para o cômputo das participações qualificadas previstas no artigo 16º, não existindo, por conseguinte,

---

<sup>83</sup> Vide o comentário de ENGRÁCIA ANTUNES, op. cit., p. 30.

deveres de comunicação obrigatórios. Esta obrigação apenas existirá, em caso de acordo das partes relativamente à imputação dos direitos de voto.

Finalmente, resta-nos apenas referir que a importância da europeização destes conceitos, que surgem cada vez mais no contexto de operações financeiras transnacionais, exige um esforço redobrado na regulamentação e definição dos mesmos, tanto pelo legislador, como pela doutrina especializada, por forma a não constituírem um entrave às transacções comerciais que neles se apoiam. É, desta forma, imperativo que os mesmos sejam mais aprofundados, com a finalidade de pôr fim às dúvidas que invariavelmente suscitam.

## BIBLIOGRAFIA

- ABREU, Miguel Cancela de - *Benefícios Privados de Controlo Societário*, inédito
- ANDRADE, Margarida Costa, *O penhor financeiro com Direito de Disposição de Valores Mobiliários*, disponível em <https://estudogeral.sib.uc.pt/bitstream/10316/13012/1>
- ANTUNES, José Engrácia - *Participações Qualificadas e Domínio de Conjunto*, Universidade Católica Editora, 2000
- *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2009
- ANTUNES, Ana Filipa Morais – *O Contrato de Locação Financeira Restitutiva*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2008
- BORGES, Sofia Leite/ LOUREIRO, Catarina Tavares - *Liquidação Transfronteiriça de Valores Mobiliários: Desenvolvimentos Recentes no Espaço Europeu*, in *Caderno dos Mercados dos Valores Mobiliários*, n.º 25, Dezembro 2006, pp.61-69
- BULLOZA GONZALEZ, Pedro, “Deveres de Comunicação de Participações Qualificadas” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 34, Dezembro 2009
- CÂMARA, Paulo - *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2011
- “O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários” in *Cadernos dos Mercados de Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril 2000, pp. 196-268
- CASTRO, Carlos Osório – “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários” in *Cadernos dos Mercados de Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril 2000, pp.163-189
- CMVM, Projecto de Regulamento sobre deveres de comunicação, disponível em [http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Pages/reg\\_2004\\_deveres\\_informacao.aspx](http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Pages/reg_2004_deveres_informacao.aspx) (Consultado a 19.04.2013)
- CORDEIRO, António de Menezes – *Direito das Obrigações*, Vol. I, AAFDL, Lisboa
- *Manual de Direito Bancário*, 5ª Edição, Almedina, Coimbra, 2011

- *Manual de Direito das Sociedades - Das sociedades em Especial*, vol. II, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2007

COSTA, Mário Júlio de Almeida - *Direito das Obrigações*, 9ª Edição, Almedina, Coimbra, 2004

DALHUISEN, J.H. - *Dalhuisen on Transnational and Comparative, Commercial, Financial and Trade Law*, Third Edition, Hart Publishing, 2007

FONSECA, Patrícia - *O Penhor Financeiro – Contributo para o Estudo do seu Regime Jurídico*, Relatório de Mestrado apresentado na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, no ano lectivo 2004/2005, inédito

FERNANDES, Luís A. Carvalho – “A Admissibilidade Do Negócio Fiduciário Português” in *Estudos sobre a simulação*, Quid Iuris? Sociedade Editora, Lisboa, 2004

FONSECA, Tiago Soares - *O Penhor De Acções*, Almedina, Coimbra, 2005

GIBSON, Rajna / MURAWSKI, Cartren - *Default Risk Mitigation Mechanisms in Derivatives Markets*, disponível em [ssrn.com/abstract=1279459](http://ssrn.com/abstract=1279459) (Consultado a 19.04.2013)

GIAN, Carlo Rivolta - “Pegno ed Usufrutto di quote di Società a Responsabilità Limitata e Diritto di Voto” in *Riv. Dir. Comm., Parte Prima*, anno 59, n.º 5-6, Maggio-Giugno, 1961, pp.158-183

GOMES, Manuel Januário da Costa - *Assunção Fidejussória de Dívida – Sobre o Sentido e o Âmbito da Vinculação como Fiador*, Almedina, Coimbra, 2000

GRAÇA, Diogo Macedo - *Os Contratos De Garantia Financeira*, Almedina, Coimbra, 2010

HO, Chan Look – “The Financial Collateral Directive’s Practice in England” in *Journal of International Banking Law and Regulations*, n. º151, 2011, disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1789701](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1789701)

HUERTAS, Michael - *Hedge Funds, Master Netting Arrangements and Rehypothecation: Limiting Systemic Risk Through Increased Transparency*, BPP Law School, 2009

JARDIM, Alexandre - “Acordo De Garantia Financeira: O Respectivo Regime Jurídico Face Ao Decreto – Lei 105/2004, De 8 De Maio. Algumas Questões” in Revista da Banca, n.º 62, Julho/Dezembro 2006, pp.141-170

JOHNSON, Christian A. – “Derivatives and Rehypothecation Failure – It’s 3.00p.m. Do You Know Where Your Collateral Is” in 30 Arizona Law Review, Fall 1997, disponível em [ssrn.com/abstract = 584102](https://ssrn.com/abstract=584102) (Consultado a 19.04.2013)

JORGE, Fernando Pessoa, *O Mandato sem Representação*, Almedina, Coimbra, 2001

MACHADO, Sofia Santos – “Netting and collateral under the law of Portugal” in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 29, 2008, pp. 17-29

MARTINEZ, Pedro Romano / FONTE, Pedro Fuzeta da - *Garantias de Cumprimento*, 4ª Edição, Almedina, Coimbra, 2003

MATOS, Isabel Andrade de - *O pacto Comissório – Contributo para o Estudo do Âmbito da sua Proibição*, Almedina, Coimbra, 2006

MCGRATH, Noel - *The Financial Collateral Directive: Perfection perspective*, disponível em [https://ssrn.com/abstract = 1596572](https://ssrn.com/abstract=1596572) (Consultado a 19.04.2013)

MORTON, Guy, *Modernization of EU Financial Law: The Directive on Financial Collateral Arrangements*, European Banking & Financial Law Journal, nº1, Bruylant, Brussels, 2003, pp. 11-39

REINOUT, Wibier - *Financial Collateral in the Netherlands, England and under the EU Collateral Directive – Traditional and Novel Ways of Taking Security over Cash and Securities*, disponível em [ssrn.com/abstract = 1287095](https://ssrn.com/abstract=1287095) (Consultado a 19.04.2013)

- “Financial Collateral Arrangements and Party Autonomy” in *TISCO Working Paper Series on Banking, Finance and Services, Working Paper No. 02/2010*, disponível em [ssrn.com/abstract = 1604573](https://ssrn.com/abstract=1604573) (Consultado a 19.04.2013)

RESENDE, João Mattamouros, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Nº26, Abril 2007, pp.59-69

RUSEN, Gulenay – “Financial Collateral Arrangements” in *Journal of International Commercial Law and Technology*, n. º4, 2007, pp.250-258

SANTOS, Hugo Moredo dos - *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011

SÁENZ DE NAVARRETE, Jaime Zurita e, *Cómputo de la participación significativa, Regimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, vol. I, dir. Fernando Sánchez Calero, Centro de Documentación Bancária y Bursátil, Madrid, 1993

SARTORI, Filippo – “Il contratti di garanzia finanziaria nel D.lgs 21 maggio 2004”, n.170: primi riflessioni, *Atti del Convegno II Pegno e le Garanzie Finanziarie*, Milão, 2005, disponível em [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it) (Consultado a 19.04.2013)

SCHNEIDER, Uwe, *The computation of qualified participations according to the EU-Transparency Directive*, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2007

SILVA, Paula Costa e - *Direito dos Valores Mobiliários – Relatório*, Coimbra Editora, Coimbra, 2005

- “A imputação dos direitos de voto na oferta pública de aquisição” in *Jornadas sobre Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, Coimbra, 2000,

SILVA, João Calvão da - *Banca, Bolsa e Seguros - Direito Europeu e Português, tomo I, Parte Geral*, 3ª Edição, Almedina, Coimbra, 2001

SILVA, João Soares da - “Algumas observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Código dos Valores Mobiliários” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26 - 2007-04, pp. 47-58

TADDEI, Filippo, *Credit, Collateral and Financial Arrangements, School of Advanced International Studies (SAIS)*, The Johns Hopkins University, disponível em [ssrn.com/abstract=755206](http://ssrn.com/abstract=755206) (Consultado a 19.04.2013)

T’KINT, François / DERIJCKE, Werner, *La Directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés*, *European Banking & Financial Law Review*, nº1, Bruylant, Brussels, 2003, pp. 41-57

VASCONCELOS, Luís Miguel Pestana de – “A Directiva 2002/47/CE do Parlamento e do Conselho de 6/6/02 (alterada pela directiva 2009/44/CE do Parlamento Europeu e do

Conselho de 6/5/09), relativa aos acordos de garantia financeira ou os primeiros passos na harmonização do direito europeu das garantias mobiliárias” in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, Vol. 85, 2009, pp. 693-725

- “Os Contratos de Garantia Financeira. O Dealbar do Direito Europeu das Garantias”, em António Menezes Cordeiro et al. (org.), *Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2008

VASCONCELOS, Pedro Pais - *Teoria Geral do Direito Civil*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2003

VAUPLANE, Hubert de / BORNET, Jean-Pierre, *Droit des marchés financiers*, Litec, Paris, 2001