



PAULA COSTA E SILVA¹

Professora Catedrática da FDUL. Investigadora do CIDP.
Presidente do Instituto dos Valores Mobiliários

A constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição no Direito português: a inequívoca opção por um novo paradigma

The constitution of the duty to launch a takeover bid in Portuguese Law: the unequivocal option for a new paradigm

RESUMO: O presente artigo analisa as alterações introduzidas em dezembro de 2021 no regime português das ofertas públicas obrigatórias de aquisição. Porque a posição da autora é a de que as ofertas públicas obrigatórias de aquisição pressupõem o domínio efectivo de direitos de voto, louva-se a nova solução que o legislador consagrou, não deixando de se tomar posição crítica acerca da técnica legislativa seguida.

Palavras-chave: (i) oferta pública obrigatória; (ii) direitos de voto.

ABSTRACT: This paper discusses the changes introduced in December 2021 in the Portuguese regime of mandatory takeover bids. As the author's position is that mandatory takeover bids presuppose the effective control of voting rights, the new solution enshrined by the legislator is to be praised, although a critical position is taken regarding the legislative technique followed.

¹ Agradece-se a colaboração de Gonçalo Pacheco Vilela na ultimateção do texto que se publica.

Keywords: (i) mandatory takeover bids; (ii) voting rights.

SUMÁRIO: 1. Longo percurso para chegar ao problema; 2. A oferta pública de aquisição no direito português: traços gerais da evolução da tipologia de casos; 3. A constituição da obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição: a técnica da imputação; 4. Transparência e Domínio: aparência, realidade e a técnica imputação de direitos de voto no Direito Europeu; 5. As técnicas de transposição das Directivas da Transparência e das Ofertas e sua repercussão na interpretação das regras de imputação; 6. Uma conclusão.

1. Longo percurso para chegar ao problema

I. Com a entrada em vigor da Lei n.º 99-A/2021, de 31 de Dezembro, o Código dos Valores Mobiliários português² passa a dispor, com absoluta clareza³, que a obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição de acções pressupõe que aquele que a ela está vinculado domina efectivamente a sociedade ou, na expressão da lei, que a obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição vincula aquele que “[puder] exercer influência dominante sobre a sociedade visada.”

Poderá estranhar-se que esta regra seja registada como uma alteração do regime português. Se a oferta pública de aquisição puder ser considerada como o melhor instrumento jurídico quer para a partilha do prémio de aquisição do domínio⁴, quer para o acautelamento do direito de saída daqueles que não querem perma-

² Doravante, CVM.

³ Esta necessidade de clareza é exigida pelos interesses em causa, apresentando-se como uma preocupação transversal a todos os ordenamentos jurídicos que estabelecem a existência de obrigatoriedade de lançamento de oferta pública de aquisição. Cfr. Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 713.

⁴ Cfr. Paulo Câmara, *Manual de cit.*, 724; José Ferreira Gomes/Diogo Costa Gonçalves, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, I, AAFDL Editora: Lisboa (2018), 126; A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed. atualizada, Almedina: Coimbra (2019), 378-379; Hugo Moredo Santos, *Transparência, Opa Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra Editora: Coimbra (2011), 199-206.

necer numa sociedade em que se instalou um novo domínio⁵, como é possível dissociar a constituição desta obrigação de um domínio?

Porque, afinal, tudo acaba por se jogar no modo como se concretiza o conceito de domínio ou, dito de outra forma, como se determina a existência de uma posição de domínio. Estes modos são essencialmente dois. Um desinteressa-se das percentagens de direitos de voto susceptíveis de exercício discricionário por determinado accionista, fixando-se o domínio a partir da efectiva possibilidade de determinação da vontade juridicamente relevante da sociedade. Um segundo parte da presunção de que certas percentagens de direitos de voto em sociedade com capital disperso pelo público permitem dominar a sociedade. Se aquele primeiro método permite atingir as situações reais de domínio, sendo muito relevante em sociedades de capital intensamente disperso e em que accionistas de referência, aos quais se conferem direitos especiais como, *v. g.*, *L-shares* ou *L-warrants*, conseguem dominar a sociedade com baixas percentagens de capital e de direitos de voto⁶, este segundo dará maior certeza, nomeadamente às autoridades de supervisão, quando estas

⁵ Assim, Nelson Eizirik, *A Lei das S/A comentada*, IV, 3.^a ed. revista e ampliada, Quartier Latin: São Paulo (2021), *sub* artigo 254.º, 367. Em sentido semelhante Paulo Câmara, *Manual de cit.*, 723, assumindo que os interesses que são tutelados pela obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição são os dos acionistas minoritários e dos titulares de valores mobiliários que atribuam o direito à subscrição ou à aquisição de ações visadas. Moredo Santos, *Transparência*, *Opa cit.*, 189-198 e 207-210; Miguel Rodrigues Leal/Miguel Stokes, *A prova negativa de domínio no regime português da OPA obrigatória*, *Direito das Sociedades em Revista*, Ano 10, Vol. 20 (2018), 123-147, 127-130.

⁶ Sobre estes instrumentos financeiros e o seu impacto no domínio, escreve Madalena Perestrelo de Oliveira, *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-shares*, *RDS*, VII, 2 (2015), 435-470, 464: “Note-se que não ignoramos que, em geral, os Control Enhancement Mechanisms (CEMs) podem gerar problemas a nível de equilíbrio de interesses entre acionistas controladores e minoritários. Por isso, a sua introdução terá sempre de incluir a implementação de medidas, por exemplo, de transparência e de limites máximos de direitos de voto. Essa implementação deve ser feita, idealmente, por via legislativa, mas, enquanto não se avançar nesse plano, deverão ser as próprias sociedades a prever mecanismos de tutela dos minoritários. Esta solução não deverá espantar. Por exemplo, na Alemanha, a Volkswagen AG é controlada por uma família, que detém apenas 9,44% do *cash flow* da sociedade, mas com recurso a CEMs detém 25,1% dos direitos de voto.”

declaram ter sido violada a obrigação de lançamento de oferta, provocando-se as consequências que a lei faz aderir à violação desta obrigação⁷.

Porém, e para que o segundo método atinja as finalidades que presidem à determinação do domínio, é fundamental que ele possa ser corrigido, admitindo-se que um accionista com uma participação relevante ou maioritária ilida a presunção de domínio acoplada a certas percentagens de capital e de direitos de voto. Ora, era exactamente aqui que residia uma ambiguidade da Lei portuguesa. Esta permitia que se defendesse que um domínio meramente potencial impusesse já a constituição da obrigação de lançamento de oferta pública e geral de aquisição de acções – numa leitura do Sistema que sempre rejeitámos⁸ porquanto se subvertia o brocardo: havia *inutilia* sem *utilia*.

II. Mas como se chegava àquela resposta? Porque era possível aceitar-se que se constituía a obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição sem domínio efectivo?

⁷ Sobre este ponto, para o direito português, Paula Costa e Silva, “A Matemática de Uma Ideia do Direito Português: Percentagem de votos Societária e Mobiliariamente Relevantes”, em *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas. Homenagem a Nelson Eizirik*, 2, Quartier Latin: São Paulo (2021), 145-152.

⁸ “O domínio da sociedade aberta”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, V, Coimbra Editora: Coimbra (2004), 325-342; “A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição”, em *Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira, Porto, Portugal, 26 de Janeiro de 2007 – Jornadas*, Almedina: Coimbra (2007), 243-282 [= *Direito dos Valores Mobiliários*, VII, Coimbra Editora: Coimbra (2007), 403-441]; *Organismos de Investimento Colectivo e imputação de direitos de voto*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 26 – Abril (2007), 70-81; “Sociedade aberta, domínio e influência dominante”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, VIII, Coimbra Editora: Coimbra (2008), 541-571 [= RFDUL, XLVIII (2007), 39-66]; em co-autoria com NUNO TRIGO DOS REIS, *A perda da qualidade de “sociedade aberta” em consequência de oferta pública de aquisição. O modelo de concordância prática de interesses no direito mobiliário português*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, Ensaios de homenagem a Amadeu Ferreira, I, Número Especial – Agosto (2015), 45-80; “Ofertas públicas”, em *Direito dos Valores Mobiliários e dos Mercados de Capitais – Angola, Brasil e Portugal*, Almedina: Coimbra (2019), 157-184; “A Matemática” cit., 145-152; “Percentagens de votos societária e mobiliariamente relevantes: a matemática da ideia”, em *Estudos em Honra de João Soares da Silva*, Almedina: Coimbra (2021), 677-686.

Porque se aceitava que pudessem ser imputados ao oferente, para efeitos de determinação da existência de uma posição de domínio e, conseqüentemente, para a constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição de ações, direitos de voto que este não podia exercer.⁹ De tão perturbadora ou contra-intuitiva, esta conclusão tem de ser justificada. Fazê-lo requer que nos fixemos na regra que determina os casos em que há obrigação de lançamento de oferta pública geral de aquisição de ações para que tudo se torne mais claro.

III. Na sua versão anterior à reforma, dizia a regra:

ARTIGO 187.º

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

IV. No ponto agora sensível, a regra mantém-se exactamente igual após a entrada em vigor da Lei n.º 99-A/2021, de 31 de Dezembro. O artigo 187.º, n.º 1, continua a dispor que “[a]quele cuja participação em sociedade emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado referida no n.º 1 do artigo 13.º-B ultrapasse, ***diretamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º***, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar imediatamente oferta pública de aquisição sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.”¹⁰

⁹ Ainda recentemente, aceitando como boa a conclusão de que basta o domínio presumido ou potencial para que se constitua o dever de lançar uma oferta geral de aquisição, von Bülow/Schwarz, in Hirte/Mock/Schwarz/Seibt, *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 3. Auflage, Heymanns Verlag: Köln (2022), sub § 30.

¹⁰ Itálico nosso.

Toda a divergência doutrinária se situava – e continuará a situar, atendendo à metodologia escolhida pelo legislador para determinar os pressupostos da obrigação de lançamento de oferta pública geral de aquisição de acções – no modo como se entendia dever proceder-se à aplicação do artigo 20.º, n.º 1, do CVM em conexão com o artigo 187.º, n.º 1, do mesmo Código. O artigo 20.º, que o artigo 187.º, n.º 1, manda aplicar no cálculo das percentagens de direitos de voto, prevê um conjunto de situações em que o voto se dissocia da titularidade. E a pergunta chave que havia que colocar – e que deverá continuar a colocar-se em face da técnica seguida pelo legislador na reforma – era esta: atendendo a que a técnica da imputação segue múltiplas finalidades¹¹, entre as quais a captação do domínio substancial é apenas uma, pode esta regra ser aplicada quando se procede ao cômputo das percentagens de direitos de voto pressupostas pelos diferentes regimes sem que se ponderem as razões desses regimes? A imputação é cega ou, ao invés, sensível às finalidades da regra que recorre à técnica da imputação?

V. Este o problema que nos ocupará ao longo deste texto. Já por diversas vezes sobre ele nos pronunciámos, concluindo sempre que a imputação não é cega ou neutra, devendo acompanhar as razões dos regimes que a determinam¹².

A justificação para regressarmos a este – para nós, velho – tema está na alteração de um outro ponto do Sistema, provocada pela Lei n.º 99-A/2021.

Não obstante continuar a Lei a dispor, como já vimos, que as percentagens de direitos de voto relevantes, para efeito de constitui-

¹¹ Cfr. Paula Costa e Silva, “Sociedade aberta” cit., 541-571. Este modo de entender o artigo 20.º do CVM veio a ser perfilhado pela doutrina posterior. A título de exemplo, Paulo Câmara, *Manual de cit.*, 612-613.

¹² Apesar da repetição de nota anterior, damos conta dos diversos estudos em que os problemas acoplados à técnica da imputação sempre ressoaram. “O domínio” cit., 325-342; “A imputação...” cit., 243-282 [= *Direito dos Valores Mobiliários*, VII, Coimbra Editora: Coimbra (2007), 403-441]; *Organismos de cit.*, 70-81; “Sociedade aberta” cit., 541-571 [= *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, volume XLVIII (2007), 39-66]; em co-autoria com NUNO TRIGO DOS REIS, *A perda* cit., 45-80; “Ofertas públicas” cit., 157-184; “A Matemática” cit., 145-152; “Percentagens de” cit., 677-686.

ção do dever de lançamento de oferta pública de aquisição, se calculam por aplicação do artigo 20.º, n.º 1, no CVM, passou a prever-se que “[n]ão é exigível o lançamento da oferta quando a pessoa que a ela estaria obrigada **prove perante a CMVM não poder exercer influência dominante sobre a sociedade visada** (artigo 187.º, n.º 2). Até à alteração do CVM, a Lei determinava não ser “exigível o lançamento da oferta quando, **ultrapassado o limite de um terço**, a pessoa que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com esta em relação de grupo” (anterior artigo 187.º, n.º 2)¹³.

Ainda que, segundo o sentido literal da regra, nada tenha mudado no plano da imputação, modificaram-se as suas consequências no que respeita à constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição. Isto ocorreu com a introdução de duas alterações no artigo 187.º, n.º 2. Por um lado, sendo a obrigação de lançamento de uma oferta constituída quando sejam superadas as fasquias de $\frac{1}{3}$ ou $\frac{1}{2}$ dos direitos de voto, passa a permitir-se que, seja qual for a percentagem de direitos de voto imputáveis ao potencial oferente, ele possa demonstrar que não pode exercer uma influência dominante sobre a sociedade. Por outro, fica explícito que a obrigação de lançamento de oferta depende da possibilidade de alguém exercer influência dominante sobre a sociedade visada. Quer isto dizer, em primeira linha, que a lei determina a constituição da obrigação de lançar a oferta quando alguém superar certas fasquias de direitos de voto. Mas o cumprimento desta obrigação é inexigível se não verificado o pressuposto substantivo *exercício de influência dominante*.

VI. Se a conclusão é boa, resta a perplexidade, subjacente à construção. Mas como pode alguém, a quem são imputáveis mais de 50% dos direitos de voto, destronar a presunção de domínio da sociedade visada? Se alguém pode exercer mais de 50% dos direitos

¹³ Alertámos para o funcionamento deste esquema de presunções em “O domínio” cit., 336-337. Com esta redação, a ultrapassagem do limite de detenção de $\frac{1}{2}$ equivaleria a uma verdadeira presunção inilidível de domínio. No mesmo sentido, Ferreira Gomes/Costa Gonçalves, *Manual de cit.*, 128.

de voto, descontando as deliberações que requerem maiorias qualificadas, não será a sociedade dominada por ele?

A dúvida é absolutamente legítima e a raiz do problema está exactamente na técnica seguida no direito português para se computarem as participações relevantes para efeitos de constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição. Uma solução como aquela que o CVM acolheu no seu novo artigo 187.º, n.º 2, pressupõe que se continue a aceitar que a imputação de direitos de voto é cega ou agnóstica. Isto porque só se pode compreender que se considere inexigível o cumprimento da obrigação de lançar a oferta se a obrigação se tiver constituído. E, no caso, só se aceita que seja inexigível o cumprimento da obrigação de lançar a oferta por aquele a quem são imputados mais de 50% dos direitos de voto se este provar que, apesar desta circunstância, não domina a sociedade. Supomos que este resultado só se atinge se forem imputados votos que não são dominados por aquele a quem são imputados.

Não será este pressuposto um contrassenso? Se o dever de lançar uma oferta tem como pressuposto o domínio como pode constituir-se o dever sem domínio? Afinal, como se justifica uma regra que determine a imputação do que se não controla?

Só há, para nós, uma resposta: não se justifica¹⁴. E porque se não justifica, entendemos que as alterações introduzidas no artigo 187.º, n.º 2, do CVM, se visam impedir explicitamente o desastroso resultado de se impor a obrigação de lançar oferta geral de aquisição a quem não domina uma sociedade, acabam por ser apenas um *topos* de reforço da solução que nos parece como a metodologicamente mais correcta: é na aplicação da regra da imputação que tudo se joga, logo aí se operando uma distinção das finalidades dessa mesma imputação. Não há que considerar inexigível uma obrigação que se não pode ter constituído. E não pode ter-se constituído uma

¹⁴ Não nos parece que nos encontramos isolados nesta nossa posição, já tendo outros autores tecido críticas à metodologia adotada pelo CVM, na senda do caminho que iniciámos em 2004 com o estudo “O domínio” cit., 325-342. Cfr. Ferreira Gomes/Costa Gonçalves, *Manual de cit.*, 129. Posição metodológica diversa pode ser encontrada em Juliano Ferreira, *Atuação em concertação entre acionistas- o modelo português de supervisão*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 6, Vol. 12 (2014), 213-215, mormente nota de rodapé n.º 23.

obrigação quando falha o seu pressuposto, no caso, o domínio do voto.

Justificaremos estas asserções já em seguida. Antes, porém, e atendendo à relativa disparidade das regras que prevêm genericamente a oferta pública de aquisição e, muito em especial, a oferta pública geral e obrigatória de aquisição de acções, nos direitos brasileiro e português¹⁵, enuncia-se, com a brevidade que esta análise requer, a evolução desta figura no direito português para, captados os casos de oferta obrigatória, nos determos na técnica de imputação.

2. A oferta pública de aquisição no direito português: traços gerais da evolução da tipologia de casos

I. As ofertas públicas de aquisição são uma figura muito recente no direito português. Previstas, pela primeira vez, no Código das Sociedades Comerciais, datado de 1986¹⁶, o seu regime não surgiu do nada¹⁷. Sendo provavelmente uma das áreas do direito financeiro que mais dividia os Estados Membros das, então, Comunidades Europeias – enquanto, no direito inglês, o domínio, fundado num *acting in concert*, despertava imediatamente a atenção do supervisor, no direito alemão, hostil à compra de capital social em empresas tipicamente familiares, o controlo e o domínio eram concebidos com problemas estritamente societários e não mobiliários, aos quais se poderia reagir através de figuras gerais como a da administração de facto – o direito europeu das ofertas obrigatórias de aquisição foi negociado no plano institucional durante décadas. Basta recordar que o primeiro documento relevante nesta matéria data de 1974 (Relatório *Pennington*, onde se sugeria uma regulamentação euro-

¹⁵ Para um breve estudo comparatístico cfr. Pedro Cordelli Alves, *A oferta pública de aquisição obrigatória nos ordenamentos jurídicos brasileiro e português*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 7, Vol. 14 (2015), 199-232.

¹⁶ Cfr. os entretanto revogados artigos 306.º a 315.º do Código das Sociedades Comerciais, tendo estes sido posteriormente regulamentados pela portaria n.º 422-A/88, de 4 de julho.

¹⁷ A propósito das diversas etapas da evolução das ofertas públicas de aquisição, tal como relatadas no presente texto, vide Paulo Câmara, *Manual de cit.*, 666-670.

peia relativa à reorganização societária e à aquisição de controlo, inspirado nas práticas do *Panel on Takeovers and Mergers* e no *City Code*¹⁸⁾ e que apenas em 2004 foi possível aprovar um texto – a Directiva 2004/25/CE, de 21 de Abril – que deixa uma tão ampla margem de conformação dos regimes nacional na sequência da sua transposição que se costuma afirmar ser a Directiva do possível [Directiva de conteúdo mínimo; cfr. artigo 3.º, n.º 2, b), da Directiva 2004/25/CE], não a do conteúdo desejável.

Consequentemente, quando o Código das Sociedades Comerciais consagra a figura da oferta pública de aquisição, ainda que não houvesse experiência nacional pretérita, nem legislação aprovada no plano europeu, havia intensa experiência – e casuística relevante na concretização do conceito de domínio e nas formas de lhe reagir em homenagem à tutela dos sócios minoritários – em outros espaços jurídicos. Não obstante estar todo o regime das ofertas coberto por 10 artigos – actualmente, são aproximadamente 27 artigos, com uma miríade a de regras dispersas por números e alíneas – nele encontrava o aplicador as coordenadas relevantes. Numa técnica legislativa muito límpida, ficavam para regulamento da autoridade de supervisão os desenvolvimentos necessários. No Código das Sociedades Comerciais, apenas havia ofertas prévias facultativas e ofertas obrigatórias. Estas últimas seriam prévias, se através da aquisição o oferente viesse a deter o domínio de sociedade de subscrição pública¹⁹⁾ ou pelo menos 20% dos direitos de voto numa sociedade deste tipo; estava, ainda, sujeita a aquisição através de oferta pública qualquer aquisição de acções pelo sócio dominante, sendo que, nesta última hipótese, o oferente deveria lançar oferta de compra sobre acções correspondentes a, pelo menos, 5% do capital da sociedade.

¹⁸⁾ Para um breve conhecimento das regras aí inseridas, bem como experiências de outros quadrantes, *vide* Raúl Ventura, “Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários”, em *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Manuel Gomes da Silva*, Coimbra Editora: Coimbra (2001), 265-455, 366-369; Paulo Câmara, *Manual de cit.*, 716.

¹⁹⁾ A definição deste conceito era dada pelo então artigo 284.º do Código das Sociedades Comerciais. Com a entrada em vigor do Código do Mercado dos Valores Mobiliários, o artigo 527.º desse diploma alargou a definição legal, contemplando hipóteses não previstas no Código das Sociedades Comerciais.

Em 1991 entrava em vigor o Código do Mercado dos Valores Mobiliários²⁰. Com uma técnica legislativa densa, este diploma regulava a matéria das ofertas de aquisição entre os artigos 523.º e 584.º. Sendo concretizado através de uma série de Regulamentos, o Código do Mercado dos Valores Mobiliários criava uma enorme dificuldade, da qual o legislador não podia ter deixado de se aperceber: nas suas normas revogatórias, o Código do Mercado dos Valores Mobiliários nada dizia quanto ao regime das ofertas públicas de aquisição previsto no Código das Sociedades Comerciais²¹. Sendo tais regras revogadas apenas em 1995 (Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro), durante um longo período de 4 anos alguns foram os casos que, por sobreposição não total de previsões, geraram grandes problemas.

No Código do Mercado dos Valores Mobiliários, passaram a prever-se ofertas públicas de aquisição voluntárias e obrigatórias, prévias e subsequentes, totais e parciais. Numa contraposição central, o Código impunha o lançamento de oferta pública de aquisição prévia quando o adquirente visasse obter uma posição relevante ou o domínio da sociedade. Nestes casos, a oferta pública era a forma da aquisição imposta por lei. O adquirente só estava obrigado a lançar mão do tipo oferta pública porque queria adquirir uma posição dominante. Mas não se lhe impunha que adquirisse todos os valores que os accionistas estivessem dispostos a alienar, a oferta não era geral, pois que o adquirente podia limitar a percentagem de capital social que queria adquirir. Inversamente, quando o sócio tivesse adquirido uma posição de domínio, estava obrigado a lançar uma oferta pública de aquisição subsequente e geral.

²⁰ Neste diploma a oferta pública de aquisição circunscrevia-se à aquisição, mediata ou imediata, de direitos de voto (artigo 523.º, n.º 1, do Código do Mercado dos Valores Mobiliários). Esta solução deixou, entretanto, de vigorar entre nós, estabelecendo-se um *princípio de liberdade do objeto* das ofertas públicas de aquisição.

²¹ Tais dificuldades sentiram-se, por exemplo, na harmonização entre o direito de preferência dos acionistas relativamente à compra ou troca de ações e a obrigatoriedade de lançamento de OPA. A regulação foi repartida pelos dois diplomas legais em questão, tendo sido necessário o recurso a remissões como modo de coordenar a vigência dos dois diplomas de modo simultâneo. Cfr. Raúl Ventura, “Ofertas Públicas” cit., 364-365.

Com a publicação do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, é aprovado o Código dos Valores Mobiliários, diploma que veio simplificar a matéria das ofertas. As ofertas públicas de aquisição continuam a ser facultativas ou obrigatórias. Mas as ofertas obrigatórias são apenas subsequentes. Isto significa que um adquirente pode adquirir qualquer percentagem de capital social, seja através de oferta pública que decidiu lançar, seja através de aquisições em mercado secundário. A opção por uma ou outra forma de aquisição depende de uma quantidade infinita de factores; mas há dois determinantes: a quantidade de acções a adquirir e o tempo em que o adquirente quer fechar a sua posição. Atrás do tempo, virá o preço a pagar pelos valores mobiliários a adquirir: a aquisição de uma posição relevante em mercado secundário durante um lapso temporal prolongado, revelando o interesse num certo valor mobiliário, gera tipicamente uma subida da cotação. A aquisição de posições relevantes através de oferta dirigida aos accionistas, porque fixa o preço, se estimula eventuais ofertas concorrentes, tende a estabilizar o preço.

Por sua vez as ofertas públicas de aquisição obrigatórias são subsequentes à instalação de posições relevantes ou de domínio. Nestes dois casos (para o direito português, respectivamente, $\frac{1}{3}$ ou 50% dos direitos de voto), o accionista tem de lançar oferta pública e esta é necessariamente geral.

II. Atendendo às finalidades que serve uma oferta pública de aquisição geral e obrigatória, as acções que são objecto potencial deste tipo de oferta podiam, até há pouco, ser referidas por acções emitidas por sociedades abertas. Esta formulação foi, com a entrada em vigor da Lei n.º 99-A/2021, substituída pela expressão *acções emitidas por sociedade com acções admitidas à negociação em mercado regulamentado* é complexa e podia, ainda que com perda de rigor face ao direito português vigente até à entrada em vigor da nova Lei²², ser substituída por *constituição da obrigação de lança-*

²² A qualificação de uma sociedade como aberta abrangia uma quantidade de casos que iam muito para além da verificação do índice *admissão de valores mobiliários à negociação em mercado regulamentado*. Esta matéria estava regulada pelo artigo 13.º, que dispunha:

mento de oferta pública de aquisição de ações emitidas por sociedade aberta. Porém, e porque foi suprimida, pela Lei n.º 99-A/2021, a contraposição entre sociedades abertas e sociedades fechadas, não será mais possível, salvo com aceitação de convenção linguística nesse sentido, usar aquela expressão. Na exposição de motivos da Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.^a, afirma-se que “[a] figura da sociedade aberta não encontra paralelo em outros ordenamentos jurídicos e a sua aplicação tem-se revelado um factor gerador de incerteza nos agentes económicos, nomeadamente quanto aos critérios de qualificação, âmbito do regime e requisitos para a perda de qualidade de sociedade aberta.” Se é facto que a aplicação da figura da sociedade aberta tinha gerado certa perturbação²³, o artigo 4.º da Lei 6.404, de 15 de Dezembro de 1976, mostra como o conceito encontrava paralelo em outros sistemas.

III. Apenas mais três breves indicações que poderão ser relevantes, uma relativa ao universo de direitos de voto a ponderar na relação entre participação e totalidade, outra, relacionada com a introdução do voto plural no Direito português e, a última, com os valores mobiliários que serão objecto da oferta.

“ARTIGO 13.º

1 – Considera-se sociedade com o capital aberto ao investimento do público, abreviadamente designada neste Código «sociedade aberta»:

- a) A sociedade que se tenha constituído através de oferta pública de subscrição dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal;
- b) A sociedade emitente de ações ou de outros valores mobiliários que confiram direito à subscrição ou à aquisição de ações que tenham sido objeto de oferta pública de subscrição dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal;
- c) A sociedade emitente de ações ou de outros valores mobiliários que confiram direito à sua subscrição ou aquisição, que estejam ou tenham estado admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal;
- d) A sociedade emitente de ações que tenham sido alienadas em oferta pública de venda ou de troca em quantidade superior a 10/prct. do capital social dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal;
- e) A sociedade resultante de cisão de uma sociedade aberta ou que incorpore, por fusão, a totalidade ou parte do seu património.”

²³ Paula Costa e Silva, “Sociedade aberta” cit., 552 e ss.

Quanto ao primeiro ponto, pergunta-se qual o universo de direitos de voto que há-de tomar-se por relevante para a determinação das percentagens de direitos de voto de um sujeito. A questão pode considerar-se estranha porquanto, numa primeira aproximação, a resposta parece ser a de que as percentagens serão determinadas por referência ao universo de 100% de direitos de voto.

Mas dois desvios se podem pensar a esta resposta. Vamos ao primeiro.

A percentagem é uma proporção calculada sobre 100. Por isso a lei, ao presumir o controlo quando alguém pode exercer discricionariamente os seus direitos de voto e quando esse alguém pode exercer mais de 50/100 de direitos de voto, estabelece o controlo porque se dominam mais de metade dos direitos de voto possíveis. Mas se houver direitos de voto que não podem ser exercidos – isto poderá ocorrer caso a sociedade seja titular de acções próprias ou se houver votos inibidos – diminui o universo de votos susceptíveis de exercício. Se estiverem inibidos 20% dos direitos de voto, o valor relativo de cada participação subirá. Isto implica que, no exemplo dado, se controle a sociedade quando se controlam *40% mais um* direitos de voto.

O segundo desvio ocorrerá se for instituído o voto plural. Duas hipóteses seriam, neste caso, possíveis. Poderia a lei impor que houvesse uma percentagem idêntica de acções com voto plural e de acções preferenciais sem voto. Neste caso, o universo continuaria a ser de 100%. Numa segunda possibilidade de construção do regime, a lei não imporá qualquer balanço entre acções com voto plural e acções preferenciais sem voto, prescindindo-se do estabelecimento do universo dos 100% de direitos de voto ou estabelecendo-se a participação de cada um por referência a um universo de 100%, mas em que se tomassem em consideração os votos plurais.

Começando por este último caso, a lei portuguesa, que passou a admitir a emissão de acções com voto plural a partir da entrada em vigor da Lei n.º 99-A/2021, não impõe a emissão – e subscrição simultânea necessária – de acções desta categoria e de acções preferenciais sem direito de voto. Estabelecê-lo seria, aliás, contrário às razões que tipicamente justificam a emissão de acções com voto plural: avantajar determinados sócios face aos demais, permitin-

do-se-lhes o exercício de maior influência por atribuição de mais direitos de voto. Se se impusesse a emissão de acções preferenciais, o avantajamento no voto dos demais accionistas, incluindo os que tivessem subscrito acções com voto plural, seria compensado por uma diminuição do lucro distribuível àqueles que não fossem titulares de acções preferenciais.

Pergunta-se: nestes casos e perante a emissão de acções com voto plural, qual o universo de direitos de voto relevante para a determinação das percentagens de direitos de voto atribuíveis a cada um? A benefício do que a seguir se dirá, avance-se, desde já, que o universo será o de todos os votos que podem ser exercidos, dominando a sociedade aquele que puder exercer mais de 50% dos direitos de votos que podem ser exercidos. Matematicamente, esse universo será de 100, havendo que determinar o valor relativo das diversas participações por referência a esse valor de 100, tomando-se em consideração que há acções a que corresponde mais do que um voto.

IV. Quanto ao primeiro problema – o que resulta da determinação da base de cálculo das percentagens de direitos de voto havendo votos inibidos – a lei diz, no artigo 187.º, n.º 5, que “[p]ara o cálculo da participação relevante para efeitos do n.º 1 não são tidas em conta as acções cujos titulares estejam legalmente impedidos de votar.” A aplicação desta regra impõe, assim, que as percentagens de $\frac{1}{3}$ ou $\frac{1}{2}$ dos direitos de voto sejam calculadas deduzindo-se ao universo de votos correspondentes ao capital social os votos inibidos. Num exemplo, havendo 20% de votos inibidos, a percentagem de 50% dos direitos de voto de que fala o n.º 1 da mesma regra e que é aquela que justifica o domínio, estabelece-se por referência a um universo de votos susceptíveis de serem exercidos que é, no nosso exemplo, de 80%. Isto significa que um sócio que tenha uma percentagem de direitos de voto igual ou superior a 40% já domina a sociedade. Não é este o momento para se questionar se esta solução, que deve ser a que nos veicula o princípio geral em matéria de ofertas – lança a oferta quem domina a sociedade – não deveria ser acompanhada de uma contra-regra que permitisse mitigar os efeitos decorrentes de maiorias circunstanciais ou dolosamente criadas para impor o dever de lançamento de oferta.

V. A última nota respeita ao universo de valores mobiliários que serão objecto da oferta. Segundo o artigo 187.º, n.º 1, a oferta deverá ser dirigida, obrigatoriamente, à aquisição de acções e de outros valores mobiliários que dêem direito à respectiva subscrição ou aquisição.

Se, na sua enunciação, a regra parece simples, haverá sempre casos problemáticos. Um deles foi já identificado no direito brasileiro, vindo a ganhar maior relevância com as sociedades que aderiram ao Nível 2 de Governança Corporativa da B3, SA.²⁴ Referimo-nos às acções preferenciais sem direito de voto. Deverão ser objecto da oferta? A questão emerge da ligação entre o voto, enquanto instrumento de controlo, o fundamento da oferta (existência de controlo) e a eventual intermitência do voto nas acções preferenciais sem voto. Se a oferta apenas se dirige à aquisição de valores mobiliários que permitem o exercício de influência através do voto, como se comportam as acções preferenciais sem direito de voto?

Os problemas inerentes à emissão de valores mobiliários que só em certas circunstâncias dão lugar ao exercício do direito de voto foi ponderada pelo legislador europeu. Lê-se no Considerando (11) da Directiva da Ofertas Públicas de Aquisição que, se o dever de lançamento de oferta não se aplica no caso de aquisição de valores mobiliários que não comportam direitos de voto nas assembleias gerais ordinárias, os Estados Membros devem poder estabelecer que o dever de lançar uma oferta também se dirija aos titulares de valores mobiliários a que se associem direitos de voto unicamente em situações específicas ou que não comportem qualquer direito de voto. Aquando da transposição da Directiva das Ofertas, o Estado português não criou qualquer regime especial ao abrigo desta permissão, dispondo, de forma indiferenciada no artigo 187.º, n.º 1, que a oferta deve ser lançada sobre “a totalidade das acções e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.”

Um argumento literal – todas as acções – pareceria apontar logo uma saída: se a lei não distinguiu entre os diversos tipos de acções,

²⁴ Nelson Eizirik, *A Lei cit.*, 374.

então a oferta deve ser lançada sobre todas. Mas o argumento implícito nesta resposta – onde a lei não distingue não deve o intérprete distinguir – é metodologicamente inadequado; ele impede a interpretação restritiva, à qual o intérprete está vinculado sempre que, apesar de amplitude verbal de uma regra, as situações por ela hipoteticamente alcançadas sejam valorativamente dissemelhantes, não comportando a mesma solução. Mas o segundo trecho da regra – outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição – dá-nos uma pista forte: se o adquirente tem de comprar os valores mobiliários que ainda lhe não dão direitos de voto. Parece evidente que, podendo, o adquirente não os compraria ou que os não compraria enquanto não concorressem para o seu domínio. São os interesses dos titulares destes valores, que se verão confrontados com um domínio com que não contavam quando adquiriram os valores que darão direito à subscrição de acções, leia-se ao exercício de direitos de voto, que imediatamente adquirem o direito de retirada. Em situação idêntica se encontram os titulares de acções sem direito de voto. Porque estes direitos podem afinal emergir nos casos indicados na lei, deverão os titulares destes valores mobiliários gozar de protecção equivalente à daqueles que, ainda não podendo exercer direitos de voto, poderão vir a adquiri-los.

Por outro lado, e ainda que dependendo de cláusula estatutária nesse sentido (cfr. artigo 24.º, n.º 5, do Código das Sociedades Comerciais), os direitos especiais dos sócios, entre os quais se conta o direito ao lucro prioritário a atribuir aos titulares de acções sem direito de voto, poderão vir a ser suprimidos sem que seja necessário o respectivo consentimento, a manifestar, no caso das sociedades anónimas, nos termos do n.º 6 do artigo 24.º. Uma alteração do sócio dominante expõe estes accionistas a um risco incrementado de alteração.

Refira-se, por fim, uma razão que, de um ponto de vista da realidade e com impacto jurídico, nos parece significativo: os accionistas titulares de acções preferenciais sem direito de voto, ao adquirirem acções deste tipo, trocam influência por lucro. Ora, o lucro tenderá a depender da racionalidade e profissionalismo da gestão da sociedade. A instalação de um domínio tenderá a ser acompanhada por

uma alteração da gestão da sociedade. Aquele que poderá ter sido o móbil determinante para a aquisição de acções sem voto – o lucro prioritário – fica erodido pela entrada de uma nova gestão. Veja-se que os titulares de acções preferenciais sem direito de voto nem podem determinar quem sejam os administradores que vão gerir o património cuja rentabilização é determinante para o valor das suas participações e dos lucros que lhes são distribuídos. Este interesse do accionista tem de ser ponderado quando se pergunta se lhe deve ser conferido um direito de retirada. Também esta razão indicia a necessidade de inclusão das acções preferenciais no objecto da oferta.

3. A constituição da obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição: a técnica da imputação

I. Sustentando-se que a instalação de posições de domínio tem um forte impacto na vida da sociedade e nas participações dos sócios não dominantes, entende-se que o sócio que adquiriu esse domínio – ou, em sistemas de oferta pública de aquisição obrigatória prévia, que visa adquiri-lo – está obrigado a lançar uma oferta, destinada a comprar todos os valores mobiliários que lhe pretendam vender (esta uma das diferenças evidentes entre a OPA obrigatória e a OPA facultativa já que esta, não estando ordenada a satisfazer interesses exógenos aos do oferente, pode ser lançada para percentagens de direitos de voto determinadas por este)²⁵. A garantia maior dos accionistas que vêm instalar-se uma posição de domínio na sociedade traduz-se na concessão do direito de saída da sociedade ao melhor preço, quer isto dizer, na concessão aos accionistas do direito a alienarem as respectivas participações sociais a um preço que não é livremente fixado pelo oferente mas que obedece, na sua determinação, a regras que visam garantir que os accionistas ven-

²⁵ Como se denota do regime legal apenas existe um dever de lançamento de oferta pública de aquisição e não um dever de aquisição, pelo que o dever se encontra cumprido desde que tenha sido lançada oferta, mesmo que não haja qualquer aceitação por parte dos destinatários da mesma.

derão as suas participações pelo preço mais elevado que tenha sido pago pelo oferente por valores mobiliários da mesma categoria nos seis meses anteriores à instalação da posição de domínio ou pelo preço que, numa média ponderada, tais valores mobiliários hajam sido transaccionados, durante o mesmo período de seis meses, no mercado em que estão admitidos à negociação (cfr. artigo 188.º, n.º 1, do CVM).

Se as ofertas públicas obrigatórias de aquisição são destinadas a anular os efeitos desvantajosos que a instalação de posições dominantes em sociedades abertas arrasta para os accionistas que com elas se vêm confrontados – a provável perda de valor das respectivas participações que, uma vez instalado o domínio, poderão deixar de ter interesse estratégico para outros investidores, já que estes ficam na impossibilidade de influenciar a vida da sociedade, ainda que façam alianças estratégicas com outros accionistas minoritários – dir-se-ia que a constituição do dever de lançar este tipo de oferta depende da constituição de uma posição de domínio. O domínio atribui a quem o detém a possibilidade de dominar a sociedade, significando dominar *preponderar sobre, ter influência sobre*. Consequentemente, haverá domínio de uma sociedade aberta sempre que esta puder ser influenciada por alguém ou sempre que alguém possa ter uma posição preponderante na sociedade aberta. Pode dominar uma sociedade aberta aquele que disponha de meios que lhe permitam exercer uma influência decisiva na vida de uma sociedade aberta, isto é, na formação da vontade juridicamente relevante dessa sociedade²⁶. Sendo esta vontade formada através dos competentes órgãos sociais, dominará a sociedade quem dominar esses órgãos. E, em última instância e, pelo menos num plano formal, dominarão os órgãos sociais os titulares de valores mobiliários que

²⁶ Primeiramente referenciadas no nosso “O domínio” cit., 333-340, as ideias aí desenvolvidas são retomadas por Ferreira Gomes/Costa Gonçalves, *Manual de* cit., 127; Ana Perestrelo de Oliveira, *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, anotação ao artigo 486.º, 4.ª ed. revista e atualizada, Almedina: Coimbra (2021), 1574-1577. A propósito, em termos que tendencialmente acompanhamos, *vide* também Carlos Osório de Castro, *Imputação de Direitos de Voto no Direito dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7 (2000), 172-178.

conferem direitos de voto. Isto porque se bem que a direcção/administração tenha competências deliberativas próprias, os titulares deste órgão são nomeados pelos detentores de valores mobiliários que conferem direitos de voto, podendo aqueles serem destituídos. Se assim é, dir-se-á que domina a sociedade aberta quem dominar o exercício dos direitos de voto conducentes à formação da vontade juridicamente relevante dessa sociedade.

II. E como se pode dominar o exercício dos direitos de voto? Existem, segundo pensamos, duas formas principais de domínio desses direitos. Por um lado, domina-se o exercício de direitos de voto se se for titular desses direitos, podendo estes serem exercidos de modo discricionário²⁷. Por outro, domina-se o exercício de direitos de voto inerentes a acções de que se não é titular se se puder determinar o modo como os respectivos titulares os devem exercer.

Esta observação pressupõe que se rejeite uma coincidência necessária entre a *propriedade* e o *controlo* da sociedade²⁸. Se na dogmática jussocietária clássica a titularidade das participações sociais estava directamente associada a um poder material e jurídico de conformação da vida societária – o sócio titular de uma participação social relevante controla ou domina a sociedade porquanto pode, através do seu direito de voto, influenciar a vontade juridicamente relevante da sociedade – o acerto desta asserção pressupõe, porém, que se verifique uma coincidência entre titularidade de capital, legitimidade para o exercício do voto e liberdade nesse exercício. Mas isto nem sempre assim ocorre. Um exemplo basta para ilustrar esta afirmação: celebrado um *acordo parassocial* que regule o exercício do voto pode um conjunto de accionistas controlar efectivamente a sociedade independentemente da percentagem de

²⁷ Cfr. Paula Costa e Silva, “Sociedade aberta” cit., 541-571. Esta posição é acompanhada por Ferreira Gomes/Costa Gonçalves, *Manual de cit.*, 127-128.

²⁸ A concentração de controlo pode nem sequer implicar o exercício direto de direitos sociais, podendo dominar a sociedade o accionista de referência mas que seja titular de um ínfima percentagem de direitos de voto, o fornecedor único da matéria prima necessária ao funcionamento da sociedade, etc..

capital social de que seja titular cada um dos accionistas individualmente considerado.

III. Perante a possibilidade juridicamente admissível de dissociação entre titularidade do voto e determinação do sentido do seu exercício ou, mais criticamente, ainda, entre titularidade de capital e legitimidade para o exercício do voto, qualquer regime que queira surpreender o domínio – ou a influência dominante – não poderá deixar de tomar em consideração a eventual *dissociação material e jurídica entre controlo e propriedade*. Se a titularidade de capital é um *indício de controlo do direito de voto*, para efeitos de determinação do ponto de domínio há-de dar-se prevalência a critérios que atendam a quem pode efectivamente determinar a vida da sociedade através do voto, *sc.*, a critérios que identifiquem quem determina o sentido de um voto²⁹.

É neste contexto que se foi sedimentando a *imputação de direitos de voto* como técnica jurídica de aferição de situações de controlo, uma vez que o *voto* é o factor mais expressivo de domínio societário. As regras de imputação identificam os casos em que a titularidade não revela o controlo real sobre a vida societária, exercido através do direito de voto. Este fenómeno ocorre, essencialmente, em dois grandes conjuntos de hipóteses³⁰. Num primeiro, a necessidade de surpreender o domínio para além da titularidade está presente quando se verifica uma dissociação entre aquela *titularidade* e a *legitimidade* para o exercício do direito de voto. Num segundo, sempre que, apesar da coincidência entre titularidade e legitimidade, o exercício do direito de voto esteja condicionado por terceiro que não aquele que o exerce.

IV. Mas, neste momento, há que parar, perguntando-se o seguinte: sempre que a lei determina a imputação de direitos de voto, procede a esta imputação para impor o lançamento de oferta

²⁹ Caso assim não sucedesse poder-se-ia verificar um efeito perverso de inibição de ofertas e paralisação do mercado do controlo acionista, cfr. Paulo Câmara, *Manual de cit.*, 756.

³⁰ Com desenvolvimento, Paula Costa e Silva, “Sociedade aberta” *cit.*, 552 e ss.

pública de aquisição por causa desse domínio? Ou servirá a técnica da imputação outras finalidades que não a da imposição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição?

Se percorrermos o direito dos valores mobiliários portugueses, chegaremos a uma conclusão: a imputação serve múltiplas finalidades. Para apenas identificar as centrais, por um lado a imputação é necessária para se dar transparência aos movimentos accionistas que podem vir a ocorrer, por outro, ela serve a captação do domínio da sociedade. Esta verificação nos permitiu afirmar que as regras de imputação têm uma dupla funcionalidade.

Centremo-nos, então, na técnica da imputação de direitos de voto e nas finalidades que, através dela e, desde logo, no Direito europeu, se quiseram alcançar.

4. Transparência e Domínio: aparência, realidade e a técnica imputação de direitos de voto no Direito Europeu

I. O primeiro texto normativo verdadeiramente relevante em matéria *imputação de direitos de voto* enquanto técnica para aferir a influência accionista em sociedades abertas, foi a Directiva 88/627/CEE, de 12 de Dezembro de 1988, relativa às informações a publicar por ocasião da aquisição ou alienação de participações relevantes em sociedades abertas³¹.

O escopo fundamental da Directiva surgia identificado logo no primeiro considerando: a protecção dos investidores, o reforço da confiança e a garantia de um adequado funcionamento do mercado exigiam “*uma política de informação adequada dos investidores no sector dos valores mobiliários*”. Para o efeito, o artigo 4.º, n.º 1, estatua o *dever de informação* ao mercado, dispondo:

³¹ Detalhando esta evolução *vide* Paulo Câmara, *Manual de cit.*, 615-618; Moredo Santos, *Transparência, Opa cit.*, 71-76.

ARTIGO 4.º

1 – Quando uma pessoa singular ou uma entidade jurídica referida no n.º 1 do artigo 1.º adquirir ou alienar uma participação numa sociedade referida no n.º 1 do artigo 1.º e sempre que, na sequência de tal aquisição ou alienação, a percentagem dos direitos de voto que detém atinja ou ultrapasse os limiares de 10 %, 20 %, $\frac{1}{3}$, 50 % e $\frac{2}{3}$, ou desça abaixo de tais limiares, essa pessoa ou essa entidade deve informar a sociedade e, simultaneamente, a ou as autoridades competentes referidas no artigo 13.º, no prazo de sete dias úteis, da percentagem dos direitos de voto que passe a deter depois de tal aquisição ou alienação. [...].

O cômputo das percentagens relevantes devia, segundo a Diretiva, *equiparar a situações de titularidade dos direitos de voto*, outras hipóteses em que, não havendo titularidade dos valores mobiliários aos quais o voto é inerente, poderia haver controlo desse voto. Isto resultava claro do artigo 7.º, que dispunha:

ARTIGO 7.º

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

- os direitos de voto detidos em seu próprio nome por outras pessoas ou entidades por conta dessa pessoa ou entidade,
- os direitos de voto detidos pelas empresas controladas por essa pessoa ou entidade,
- os direitos de voto detidos por um terceiro com o qual essa pessoa ou entidade tenha celebrado um acordo escrito que os obriga a adoptar, através de um exercício concertado dos direitos de voto que detêm, uma política comum em relação à gestão da sociedade em causa,
- os direitos de voto detidos por um terceiro por força de um acordo escrito celebrado com essa pessoa ou entidade ou com uma das empresas controladas por essa pessoa ou entidade em que se preveja uma transferência provisória e remunerada desses direitos de voto,

- os direitos de voto associados a ações detidas como caução por essa pessoa ou entidade, excepto quando o depositário detenha direitos de voto e declare a sua intenção de os exercer; neste caso, os direitos de voto serão assimilados aos direitos de voto do depositário,
- os direitos de voto associados às ações de que essa pessoa ou entidade tenha o usufruto,
- os direitos de voto que essa pessoa ou entidade ou uma das outras pessoas ou entidades referidas nos travessões anteriores possam adquirir, por sua exclusiva iniciativa, por força de um acordo formal; neste caso, as informações previstas no n.º 1 do artigo 4.º devem ser prestadas na data da celebração do acordo,
- os direitos de voto associados às ações depositadas junto dessa pessoa ou entidade e que ela possa exercer como entender na ausência de instruções específicas dos respectivos detentores.

Quando uma pessoa ou entidade possa exercer numa sociedade os direitos de voto referidos no último travessão do parágrafo anterior e o conjunto desses direitos de voto, juntamente com os outros direitos de voto que essa pessoa ou entidade detenha nessa sociedade, atinja ou ultrapasse um dos limiares previstos no n.º 1 do artigo 4.º, os Estados-membros podem prever, em derrogação a esse mesmo n.º 1 do artigo 4.º, que a referida pessoa ou entidade só será obrigada a informar a sociedade em questão no prazo de vinte e um dias antes da assembleia geral dessa mesma sociedade.

A *ratio* da imputação ou da equiparação de direitos de voto está associada à *ratio* do dever de informação. De acordo com a própria Directiva, está em causa a protecção dos investidores e a necessidade de garantir uma adequada informação acerca de quem exerce controlo nas sociedades abertas.

II. A Directiva 88/627/CEE veio a ser substituída pela Directiva 2004/109/CE, de 15 de Dezembro, através da qual se desenvolve o regime pretérito. Retenham-se os Considerandos (1) e (2) desta que veio a ser conhecida como a Directiva da transparência³²:

³² A este propósito *vide* Moredo Santos, *Transparência*, *Opa cit.*, 76-92.

- (1) 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 afetação dos capitais e de uma redução dos custos. A publicação de informações exatas, 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 proteção dos investidores como a eficiência do mercado.
- (2) Para esse fim, os emitentes de valores mobiliários devem assegurar aos investidores a transparência adequada, através de um fluxo regular de informações. Com esse mesmo fim, os acionistas ou pessoas singulares ou colectivas que detenham direitos de voto ou instrumentos financeiros que confirmem o direito à aquisição de ações já emitidas às quais estejam associados direitos de voto devem informar igualmente os emitentes da aquisição de participações importantes no seu capital ou de outras alterações relativas a tais participações, por forma a que estes últimos estejam aptos a manter o público informado desse facto.

III. Na secção I do capítulo III, o legislador ocupou-se do dever de *informação respeitante às participações qualificadas*.

A técnica legislativa é muito semelhante à observada na Directiva 88/627/CEE: (i) no artigo 9.º estatui-se o dever de comunicação ao emitente da percentagem de votos que o accionista passa a deter na sociedade, na sequência de operações de aquisição ou alienação de acções em mercado regulamentado; seguidamente, (ii) no artigo 10.º, esclarece-se que o mesmo dever de comunicação existe nas hipóteses aí previstas, em que os direitos de voto em causa não decorrem de uma titularidade “regular” de acções:

ARTIGO 10.º

Os requisitos de notificação definidos nos n.ºs 1 e 2 do artigo 9.º são igualmente aplicáveis às pessoas singulares ou colectivas que possam

adquirir, alienar ou exercer direitos de voto em qualquer dos seguintes casos ou através de uma combinação dos mesmos:

a) Direitos de voto detidos por um terceiro com o qual essa pessoa singular ou colectiva tenha celebrado um acordo que os obrigue a adoptarem, através do exercício concertado dos direitos de voto que possuem, uma política comum duradoura em relação à gestão do emittente em causa;

b) Direitos de voto detidos por um terceiro por força de um acordo celebrado com essa pessoa singular ou colectiva em que se preveja uma transferência temporária e a título oneroso dos direitos de voto em causa;

c) Direitos de voto inerentes a acções dadas em garantia a essa pessoa singular ou colectiva, desde que esta controle os direitos de voto e declare a sua intenção de os exercer;

d) Direitos de voto inerentes a acções relativamente às quais essa pessoa singular ou colectiva tenha o usufruto;

e) Direitos de voto detidos, ou que possam ser exercidos na acepção das alíneas a) a d), por uma empresa controlada por essa pessoa singular ou colectiva;

f) Direitos de voto inerentes a acções depositadas junto dessa pessoa singular ou colectiva e que esta possa exercer segundo o seu critério na ausência de instruções específicas dos accionistas;

g) Direitos de voto detidos por um terceiro em seu nome, por conta dessa pessoa singular ou colectiva;

h) Direitos de voto que essa pessoa singular ou colectiva possa exercer na qualidade de procurador e segundo o seu critério na ausência de instruções específicas dos accionistas.

Esta regra devia, ainda, ser conjugada com o artigo 13.º, n.º 1, onde se lia:

ARTIGO 13.º

1. Os requisitos de notificação previstos no artigo 9.º são igualmente aplicáveis às pessoas singulares ou colectivas que detenham, directa ou indirectamente, instrumentos financeiros que lhes confirmam o direito à aquisição, exclusivamente por iniciativa própria, no âmbito de um acordo formal, de acções já emitidas de um emittente cujas

acções estejam admitidas à negociação num mercado regulamentado e às quais estejam associados direitos de voto. (...)

IV. Em 2013, e com a Directiva 2013/50/UE, o artigo 13.º recebe nova redacção, substancialmente diversa. É, ainda, aditado o artigo 13.º-A:

ARTIGO 13.º

1. Os requisitos de notificação previstos no artigo 9.º aplicam-se igualmente às pessoas singulares ou coletivas que, direta ou indiretamente, detenham:

a) Instrumentos financeiros que, por força de um acordo formal, confirmam ao titular, no prazo de vencimento, o direito incondicional de adquirir, ou a opção de adquirir ou não, ações já emitidas de um emittente cujas ações estejam admitidas à negociação num mercado regulamentado e às quais estejam associados direitos de voto;

b) Instrumentos financeiros não abrangidos pela alínea a) mas indexados às ações referidas nessa alínea e com efeito económico similar ao dos instrumentos financeiros nela referidos, quer deem ou não direito a liquidação física.

A notificação exigida deve incluir a discriminação por tipo de instrumentos financeiros detidos nos termos do primeiro parágrafo, alínea a) e de instrumentos financeiros detidos nos termos da alínea b) do mesmo parágrafo, distinguindo entre instrumentos financeiros que dão direito a liquidação física e instrumentos financeiros que dão direito a liquidação financeira.

1-A. O número de direitos de voto é calculado em função do montante nocional total das ações subjacentes ao instrumento financeiro, exceto caso este preveja exclusivamente a liquidação financeira, caso em que o número de direitos de voto é calculado numa base “ajustada ao delta”, multiplicando o montante nocional das ações subjacentes pelo delta do instrumento. Para o efeito, o titular deve agregar e notificar todos os instrumentos financeiros relativos ao mesmo emittente do ativo subjacente. Para o cálculo dos direitos de voto, só são tidas em conta as posições longas. As posições longas não devem ser compensadas com posições curtas relativas ao mesmo emittente do ativo subjacente.

A ESMA redige projetos de normas técnicas de regulamentação destinadas a especificar:

a) O método de cálculo do número de direitos de voto a que se refere o primeiro parágrafo, no caso de instrumentos financeiros indexados a um cabaz de ações ou a um índice; e

b) Os métodos de determinação do delta para efeitos do cálculo dos direitos de voto relativos aos instrumentos financeiros que prevejam exclusivamente a liquidação financeira, nos termos do primeiro parágrafo.

A ESMA apresenta esses projetos de normas técnicas de regulamentação à Comissão até 27 de novembro de 2014.

É delegado na Comissão o poder de adotar as normas técnicas de regulamentação a que se refere o segundo parágrafo, nos termos dos artigos 10.º a 14.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010.

1-B. Para efeitos do n.º 1, os seguintes instrumentos são considerados instrumentos financeiros, desde que satisfaçam qualquer das condições estabelecidas no n.º 1, primeiro parágrafo, alíneas a) ou b):

a) Valores mobiliários;

b) Opções;

c) Futuros;

d) Swaps;

e) Contratos a prazo sobre taxas de juro;

f) Contratos diferenciais; e

g) Outros contratos ou acordos com efeitos económicos similares sujeitos a liquidação física ou financeira.

A ESMA elabora e atualiza periodicamente uma lista indicativa dos instrumentos financeiros sujeitos a requisitos de notificação por forças do n.º 1 tendo em conta a evolução técnica dos mercados financeiros.

2. A Comissão fica habilitada a adotar, por meio de atos delegados nos termos do artigo 27.º, n.ºs 2-A, 2-B e 2-C e nas condições previstas nos artigos 27.º-A e 27.º-B, medidas destinadas a especificar o conteúdo da notificação a efetuar, o prazo de notificação e a quem deve ser apresentada a notificação a que se refere o n.º 1.

3. A fim de assegurar condições uniformes de aplicação do n.º 1 do presente artigo e de ter em conta a evolução técnica dos mercados financeiros, a ESMA pode elaborar projetos de normas técnicas de execução destinadas a criar formulários, modelos e procedimentos

normalizados a utilizar para efeitos de notificação ao emitente das informações exigidas nos termos do n.º 1 do presente artigo ou para apresentação de informações nos termos do n.º 3 do artigo 19.º³³.

É atribuída à Comissão competência para adotar as normas técnicas de execução a que se refere o primeiro parágrafo, nos termos do artigo 15.o do Regulamento (UE) n.º 1095/2010.

4. As isenções previstas no artigo 9.º, n.ºs 4, 5 e 6 e no artigo 12.º, n.ºs 3, 4 e 5 aplicam-se, com as necessárias adaptações, aos requisitos de notificação estabelecidos no presente artigo.

A ESMA redige projetos de normas técnicas de regulamentação destinadas especificar os casos em que as isenções a que se refere o primeiro parágrafo se aplicam a instrumentos financeiros detidos por pessoas singulares ou pessoas coletivas que executem ordens de clientes ou atuem em resposta a pedidos de clientes para negociarem por conta destes, ou que procedam à cobertura das posições resultantes dessas transações.

A ESMA apresenta esses projetos de normas técnicas de regulamentação à Comissão até 27 de novembro de 2014.

ARTIGO 13.º-A

1. Os requisitos de notificação previstos nos artigos 9.º, 10.º e 13.º aplicam-se igualmente a pessoas singulares ou coletivas quando o número de direitos de voto detidos direta ou indiretamente por essas pessoas, nos termos dos artigos 9.º e 10.º, agregados ao número de direitos de voto relativos aos instrumentos financeiros detidos direta ou indiretamente, nos termos do artigo 13.º, atingir, exceder ou passar a ser inferior aos limiares estabelecidos no artigo 9.º, n.º 1.

A notificação a que se refere o primeiro parágrafo deve incluir a discriminação do número de direitos de voto associados a ações detidas nos termos dos artigos 9.º e 10.º e dos direitos de voto relativos a instrumentos financeiros na aceção do artigo 13.º.

2. Os direitos de voto relativos a instrumentos financeiros já notificados nos termos do artigo 13.º devem ser novamente notificados quando as pessoas singulares ou coletivas tiverem adquirido as ações

³³ Introduzido pela Diretiva 2010/78/UE, de 24 de Novembro.

subjacentes e, em resultado dessa aquisição, o número total de direitos de voto associados às ações emitidas pelo mesmo emitente atingir ou exceder os limiares previstos no artigo 9.º, n.º 1.

É delegado na Comissão o poder de adotar as normas técnicas de regulamentação a que se refere o segundo parágrafo, nos termos dos artigos 10.º a 14.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010.

V. Para além das Directivas ordenadas a determinar quais as percentagens de direitos de voto que haviam de ser comunicadas ao público, e em cujos regimes acima descritos se mantêm inalterados, há que considerar a Directiva 2004/25/CE, de 21 de Abril, conhecida como a Directiva das OPA (Ofertas Públicas de Aquisição). O respectivo artigo 5.º dispõe:

ARTIGO 5.º

1. Sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela atuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela atuam em concertação, lhe confirmam direta ou indiretamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, ***permitindo-lhe dispor do controlo da mesma***, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os acionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no n.º 4. [sublinhado nosso].

Nos termos do n.º 3 do mesmo artigo, *“a percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade (...) bem como a fórmula do respectivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-Membro (...)”*. Ficou, assim, reservado aos Estado-membros, aquando da transposição, fixar os critérios de imputação de direitos de voto para efeitos de aferição do dever de lançamento de oferta pública. Porém, nos termos do artigo 2.º, n.º 1, d), a Directiva dispunha que actuam em concertação, aquelas pessoas (singula-

res ou colectivas) “*que cooperam com o oferente ou com a sociedade visada com base num acordo, tácito ou expresso, oral ou escrito, tendo em vista, respectivamente, obter o controlo da sociedade visada ou impedir o êxito da oferta*”.

VII. Do que até aqui se disse, resulta que tanto a Directiva da transparência, quanto a Directiva das Ofertas Públicas de Aquisição recorrem à técnica da imputação. Porém, a necessidade da captação da posição de controlo é *funcionalmente distinta* porquanto a cada instrumento subjaz uma diferente teleologia: um visa acautelar a transparência das posições societárias relevantes, a outra, a constituição do dever de lançamento de oferta pública geral de aquisição perante a verificação de posições de domínio na sociedade. Em face dos considerandos e do regime constante da Directiva das Ofertas é legítimo concluir que o legislador comunitário quis tutelar accionistas minoritários e terceiros quando ocorram alterações significativas na estrutura accionista por instalação de posições de domínio.

5. As técnicas de transposição das Directivas da Transparência e das Ofertas e sua repercussão na interpretação das regras de imputação

I. A transposição do regime europeu para os ordenamentos jurídicos internos conheceu, fundamentalmente, dois modelos, sendo que a opção por um ou por outro não é inócua quando se procede à interpretação/aplicação das regras.

Um primeiro modelo foi o seguido no espaço jurídico alemão. Uma vez que tinha de transpor ambas as Directivas e uma vez que ambas as Directivas implicavam a determinação das percentagens de direitos de voto imputáveis a alguém, o legislador optou por integrar regras absolutamente iguais sobre imputação de direitos de voto ou sobre a adição de direitos de voto nos dois diplomas de transposição, o Wertpapierhandelsgesetz, que transpôs a Directiva da Transparência, e o Wertpapierübernahmegesetz, que transpôs a Directiva das Ofertas. Assim, e nas respectivas versões originárias,

os §§ 30 do WpÜG e 22 do WpHG (actualmente, § 34 WpHG) eram absolutamente iguais, prevendo exactamente as mesmas hipóteses de imputação de direitos de voto. Esta técnica levou a doutrina a sustentar que a irritação que o legislador visou superar aquando da transposição de diferentes Directivas porque, tendo de regular a mesma matéria – imputação – evitou operar distinções, incluindo em ambos os diplomas regras absolutamente iguais sobre aquela matéria, se instalou na doutrina quando esta teve de interpretar tais regras³⁴. Isto porque, apesar da respectiva identidade linguística e verbal, as regras, ao não se confundirem com as normas, não podem impedir resultados interpretativos diferenciados. Ainda que, num momento inicial, a doutrina contrariasse esta visão, afirmando uma total identidade significativa de regras distintas, a doutrina actualmente maioritária repudia esta conclusão, afirmando a necessidade de, das regras, se extraírem normas compatíveis com a finalidades dos diplomas que aquelas servem³⁵. Isto não é impedido pela identidade dos enunciados legais, sendo, aliás, que a existência de previsões normativas de imputação claramente autónomas favorece a pluralidade de resultados interpretativos, decorrente da diversidade dos escopos normativos em causa³⁶.

II. Em Portugal, o legislador optou por um modelo monista aquando da transposição das duas Directivas. Porque quis absorver toda a matéria no então recente Código dos Valores Mobiliários, tinha uma de duas opções: ou previa, numa só regra, todas as

³⁴ Assim, Uwe H. Schneider, in Assmann/Schneider/Mülbert, *Wertpapierhandelsrecht. Kommentar*, 7. Auflage, Otto Schmidt: Köln (2019), § 34, Rdn. 10.

³⁵ Por todos e por último, von Bülow/Schwarz, in Hirte/Mock/Schwarz/Seibt, *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 3. Auflage, Heymanns Verlag: Köln (2022), sub § 30, Rdn. 20 a 27.

³⁶ Eberhard Schwark, in Schwark/Zimmer, *Kapitalmarktrechtskommentar*, 5. Auflage, C.H.Beck: München (2020), § 30, Rdn. 4. Depois de salientar que os deveres de informação decorrentes do § 22 WpHG servem escopos de protecção (*Schutzzwecke*) e preconizam consequências jurídicas (*Rechtsfolgen*) diversas face ao regime previsto no WpÜG, Eberhard Schwark conclui que “*enquanto que nos §§ 21 e ss. Da WpHG está em causa a criação de transparência na estrutura de propriedade (Beteiligungsverhältnisse), com a consequência jurídica de um dever de divulgação/publicidade; nos §§ 29, 30, 35 [WpÜG] está em causa o regime do controlo, com a consequência jurídica do dever de imputação/oferta.*”

hipóteses de imputação sem diferenciar se tais hipóteses haviam de relevar simultaneamente para a consagração da tutela requerida por razões de transparência e de alteração de domínio, ou previa regras de imputação distintas, consoante estivesse em causa assegurar a transparência ou a tutela dos accionistas por troca de domínio. Seguiu o primeiro caminho e, com isto, acabou por provocar a irritação de que fala a doutrina alemã a propósito da interpretação de regras diferenciadas de imputação. Isto porque, como já acima dissemos, regra e norma não se confundem. No CVM, há uma previsão única em que se determinam os casos de imputação de direitos de voto. Esta regra nada diz quanto às razões justificativas da imputação. Se bem que o legislador europeu, na Directiva das Ofertas, tenha conferido margem aos legisladores internos para disporem acerca dos critérios de imputação para o estrito efeito de constituição do dever de lançamento de oferta, o que o legislador português fez, numa síntese muito abreviada, foi dispor uma regra de imputação em que se integram todos os casos de imputação que estavam previstos na Directiva da Transparência.

III. Não obstante ter o sistema mobiliário português uma única fonte normativa de imputação de direitos de voto, não é possível aplicá-la sempre com o mesmo sentido normativo. Tal decorre, desde logo, da *heterogeneidade teleológica* que subjaz ao preceito³⁷. Com efeito, no artigo 20.º reúnem-se critérios de imputação que servem escopos diversos. Daqui decorre que a ponderação dos mesmos critérios deverá conduzir a resultados interpretativos distintos³⁸, consoante a *ratio* que preside à aferição da situação de controlo. Em alguns casos, tal exigirá a ponderação de um mesmo critério com intensidades ou matizes diversos; noutros, tal exigirá até a descon-

³⁷ Já nos havíamos pronunciado nesse sentido, alertando para a *dupla funcionalização das regras de imputação*, cfr. Paula Costa e Silva, “Sociedade aberta” cit., 541-571. No mesmo sentido, Ferreira Gomes/Costa Gonçalves, *Manual de cit.*, 129 identificam a imputação de direitos de voto como “um juízo normativo, plurifuncional e sinéptico”.

³⁸ Em termos concordantes *vide* Ferreira Gomes/Costa Gonçalves, *Manual de cit.*, 129 e 132-133, apontando que os critérios do artigo 20.º fundamentam deveres de comunicação, mas não necessariamente o nascimento de um dever de lançamento de OPA.

sideração de alguns critérios, porque teleologicamente improcedentes face ao escopo da imputação. Por esta razão afirmámos em outro lugar que o resultado aplicativo do artigo 20.º, n.º 1, do CVM, há-de ser um, quando o intérprete-aplicador se move no âmbito do escopo da Directiva da Transparência; e outro, quando o escopo da imputação diz respeito à obrigação de lançamento de uma OPA (*dupla funcionalidade* dos critérios de imputação)³⁹.

Em concreto, no segundo caso exigir-se-á, para que se constitua a obrigação de lançamento de uma OPA, uma *situação efectiva de controlo*⁴⁰. Já não assim quando em causa esteja a comunicação para efeitos de transparência no mercado e a ponderação das condições de investimento, onde a potencialidade de controlo deve relevar, ainda que não exista, ao tempo da comunicação, uma situação de controlo efectivo.

VI. Como temos vindo a afirmar ao longo deste texto, o direito de voto corresponde a uma situação jurídica activa que integra a participação social. O que significa que a técnica da imputação de direitos de voto *não cria* direitos de voto na esfera jurídica do accionista; este continua a deter somente (e a apenas poder exercer) os direitos de voto correspondentes à participação social que titula⁴¹. Há, pela própria natureza das coisas, a prevalência da realidade substantiva sobre a situação imputada.

O que sucede, outrossim, é que para certos efeitos jurídicos – aqueles que o *escopo da imputação* visa assegurar –, o Direito considera que determinado sujeito detém certos direitos de voto. E fá-lo porque o direito de voto é o instrumento paradigmático de exercício de controlo numa sociedade. Por essa razão, considera que detém direitos quem, sendo ou não accionista, pode de algum modo controlar a sociedade porque controla votos e o modo do respectivo

³⁹ Vejam-se, por exemplo, as posições desenvolvidas no estudo “O conceito de accionista e o sistema de *record date*”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, VIII (2008), 447-460.

⁴⁰ Paula Costa e Silva, “A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, VII (2007), 403-441, 438 e ss..

⁴¹ Abstraindo, por facilidade de exposição, dos casos em que por outro título que não a propriedade alguém pode exercer os direitos participativos inerentes a acções.

exercício. Numa conclusão, à imputação de direitos de voto preside um juízo analógico. O direito de voto é tomado como paradigma do controlo jussocietário, de tal sorte que as outras situações jurídicas das quais não decorrem direitos de voto, mas que são indiciárias de posições de controlo sobre o modo como são exercidos os direitos de voto por aquele que é titular das acções às quais são inerentes, são *equiparadas* – recuperando a formulação da Directiva 88/627/CEE – a direitos de voto do accionista.

Mais ainda: é equiparado ao accionista, aquele que o não é, já que a imputação de direitos de voto, no sistema mobiliário, prescinde daquela qualidade – e, assim, da realidade relevante para efeitos jussocietários estritos – operando também quanto a não-sócios.

VII. A plurifuncionalidade da imputação⁴² excluiu que as regras que prevêm situações de imputação possam considerar-se plenas: não são destinadas a revelar uma solução completa para um problema. Bem diversamente, são regras que permitem concretizar um dos elementos dos diversos tipos legais que para elas remetem, *sc.*, servem para concretizar o elemento *dimensão da participação social*. Deste modo, olhadas isoladamente e sem conexão com as regras que para elas remetem, as disposições respeitantes à imputação de direitos de voto, que encontramos no artigo 20.º, n.º 1, do CVM, correspondem a *normas indiciárias* de situações de controlo do direito de voto. Sendo uma regra-catálogo, onde estão previstas as diversas situações em que pode haver controlo do direito de voto, o artigo 20.º, n.º 1, do CVM, ao ser conjugado com a regra que para ele remete a concretização de um dos elementos do seu tipo, há-de considerar a relevância dos diversos casos de imputação no concreto tipo⁴³. Olhando para a conjugação dos artigos 187.º, n.º 1, e 20.º, n.º 1, ambos do CVM, pressupondo o artigo 187.º o exercício de influên-

⁴² Concretizando esta plurifuncionalidade *vide* Ferreira Gomes/Costa Gonçalves, *Manual de cit.*, 130-131.

⁴³ Moredo Santos, *Transparência*, *Opa cit.*, 499 aponta para um juízo idêntico ao por nós apontado. Com suporte na expressão “consideram-se”, utilizada pela letra do artigo 20.º/1 do CVM, o autor afirma que está subjacente à aplicação da norma um exercício de análise e ponderação da situação à luz do caso concreto.

cia dominante sobre a sociedade visada, qualquer hipótese de imputação que não permita o exercício de influência dominante sobre a sociedade visada, ainda que integre o catálogo do artigo 20.º, n.º 1, não é hábil a ser aplicada no cálculo da percentagem de direitos de voto imputados a um sujeito em concretização do artigo 187.º, n.º 1. Casos em que o putativo oferente necessário seja parte em contrato que lhe dê direito à aquisição de acções no futuro não podem, sem outros índices de determinação do modo de exercício do direito de voto, entrar no jogo do cálculo da percentagem de direitos de voto àquele imputáveis já que ele não pode, através de tais votos, exercer influência dominante sobre a sociedade visada.

VIII. Se o que até aqui dissemos puder aceitar-se, supomos poder concluir-se que o artigo 20.º do CVM compõe, com as diversas regras que para ele remetem, uma espécie de sistema móvel, sendo o artigo 20.º uma *norma de enquadramento*: sempre que esteja em causa a respectiva intervenção para o cômputo dos direitos de voto detidos por alguém haverá que perguntar para que efeitos se recorre à técnica da imputação. E, perante esta pergunta, os casos previstos no artigo 20.º, n.º 1 não serão todos necessariamente relevantes: tudo dependerá da coincidência entre os índices previstos no caso de imputação e os que a regra que pressupõe a imputação requer estejam presentes. Se para efeito de transparência um domínio potencial é relevante – já que todos os accionistas devem conhecer a verificação de posições jurídicas que permitirão provocar uma alteração da estrutura de poder na sociedade –, para os efeitos que a oferta pública de aquisição visa alcançar, a lei não se pode bastar com um domínio hipotético ou potencial, a tutela dos minoritários há-se pressupor a alteração efectiva do domínio⁴⁴.

⁴⁴ Como refere Moredo Santos, *Transparência, Opa* cit., 500-501, as consequências inerentes à constituição do dever de lançamento de OPA impõem que a imputação dos direitos de voto seja muito criteriosa, apenas valendo a imputação se existirem razões que a justifiquem, sob pena de se imputar “por defeito”, o que permitiria, em abstrato, considerar que a sociedade é dominada simultaneamente por diversas pessoas, encontrando-se todas elas obrigadas ao lançamento de OPA.

6. Uma conclusão

I. Como dissemos de início, com a entrada em vigor da Lei n.º 99-A/2021, o CVM passa a prever, de forma clara, que a constituição do dever de lançamento de oferta pública geral de aquisição de acções pressupõe a existência de um domínio real e efectivo. O ter-se podido chegar à enunciação inequívoca deste pressuposto da oferta obrigatória constitui evolução significativa do regime português das ofertas.

Supomos, por quanto pudemos dizer ao longo deste texto, que a opção metodologicamente mais consistente teria aconselhado que, logo no n.º 1 do artigo 187.º, ao remeter-se o cálculo das percentagens de voto detidas por alguém, se explicitasse que apenas haveria que imputar a um putativo oferente os votos por ele dominados ou, dito de outro modo, cujo sentido ele possa determinar. Isto permitiria chegar ao mesmo resultado sem a constituição de uma obrigação que, num segundo momento, se declara inexigível. A opção por esta formulação não agravaria o exercício dos poderes de supervisão já que a prova a realizar incidiria sobre os mesmos factos.

Se bem que a lei tenha optado por caminho alternativo, chegou ao mesmo resultado. E isto, de um ponto de vista do mercado e da segurança para os investidores, o mais relevante.

