



JOSÉ FERREIRA GOMES
Professor Auxiliar da FDUL. Investigador do CIDP.



CARLOS OSÓRIO DE CASTRO
Advogado. Sócio da ML

A Compatibilidade do art. 20.º/1 CVM com a Diretriz da Transparência: A Reforma de 2021 como Oportunidade Perdida

RESUMO: A reforma do CVM de 2021 trouxe alterações profundas em vários aspetos do direito mobiliário. Contudo, deixou intocada a incompatibilidade dos critérios de imputação de direitos de voto com a Diretriz da Transparência (TD). Analisamos as consequências dessa incompatibilidade à luz do direito da UE e do direito português, considerando que esta é uma diretriz de harmonização máxima (parcial) desde 2013. Concluimos que, de acordo com o direito europeu, a resposta diverge significativamente consoante esteja em causa um conflito com a autoridade competente nacional (CMVM) ou com outro particular. No primeiro caso, na medida em que os artigos 10.º e 13.º TD têm efeito direto vertical em todos os Estados-membros, a CMVM está vinculada à aplicação do direito nacional conformidade com estas disposições (*lex superior*). Qualquer particular pode invocar os artigos 10.º e 13.º TD perante a CMVM (ou qualquer tribunal nacional) para derrogar os critérios de imputação de direitos de voto que resultam da conjugação dos artigos 16.º e 20.º/1 CVM. Já num caso entre particulares, nenhuma das partes pode basear-se nas regras da TD para esse efeito, dado que as mesmas não têm efeito direto horizontal. Este resultado bifurcado é dogmaticamente insatisfatório, mas não pode ser ultrapassado por via do direito europeu. Uma solução diferente, a existir, tem de ser procurada no direito nacional, nas exigências de unidade do sistema interno.

Palavras-chave: Diretriz da Transparência; Efeito direto; Divulgação de participações qualificadas; Imputação de direitos de voto.

ABSTRACT: The 2021 reform of the Portuguese Securities Code (CVM) has brought profound changes to many aspects of securities regulation in Portugal. However, it left untouched the incompatibility of some of the voting right attribution rules with the Transparency Directive (TD). We look at the consequences of such incompatibility under EU and Portuguese law, considering that this is a (partial) maximum harmonisation directive since 2013. We conclude that, under EU law, there are significant differences depending on whether one is dealing with litigation with the national competent authority (CMVM) or with other private parties. In the first case, as articles 10 and 13 TD have vertical direct effect in each Member State, the CMVM is bound to apply Portuguese law in conformity with such provisions (*lex superior*). Any individual may invoke articles 10 and 13 TD before the CMVM (or any national court) to override voting rights attribution criteria under articles 16 and 20(1) CVM. In a case between private parties, none can rely on the rules of the TD for that purpose, as they have no horizontal direct effect. This two-pronged outcome is dogmatically unsatisfactory but cannot be overcome through UE law. A different solution, if available, must be found in Portuguese law, more specifically, in the unity of the internal system.

Keywords: Transparency Directive; Direct effect; Major holdings disclosure; Voting rights attribution.

SUMÁRIO: 1.Introdução; 2. A (des)conformidade dos critérios de imputação de direitos de voto do art. 20.º/1 CVM face à Diretriz da Transparência (TD); 3.As situações de atuação concertada relevantes para efeitos do art. 16.º CVM; 4. A interpretação do direito nacional em conformidade com o DUE derivado; 5. Cont.: Gold-plating; 6. Consequências a nível contraordenacional; 7. Conclusões.

1. Introdução

I. A reforma do Código dos Valores Mobiliários (CVM) pela Lei 99-A/2021, de 31-dez., era há muito exigida pelo mercado. Apesar de, porventura, não ter ido tão longe quanto desejável, é muito profundo o seu alcance. As múltiplas alterações introduzidas exigem

agora estudo e reflexão, nem sempre compatíveis com os prazos de reação que os acontecimentos no mercado vão ditando.

Considerando que o mercado é europeu e as regras aplicáveis são, na sua essência, europeias¹, um dos temas que seguramente ocupará muitas páginas é o da metodologia do Direito da União Europeia (DUE). Neste destacam-se não apenas os desafios da interpretação de regulamentos e diretrizes, mas também os da interpretação do direito nacional em conformidade com esses instrumentos normativos europeus.

II. É este o pano de fundo no qual se identifica um problema que aqui abordaremos de forma necessariamente sintética: a (des)conformidade dos critérios de imputação de direitos de voto previstos no art. 20.º/1 CVM face à Diretriz da Transparência² que, tal como alterada em 2013³, passou a ser uma diretiva de harmonização máxima parcial. As modificações deviam ter sido transpostas até 27 de novembro de 2015.

2. A (des)conformidade dos critérios de imputação de direitos de voto do art. 20.º/1 CVM face à Diretriz da Transparência (TD)

I. Até 2013, a Diretriz da Transparência (TD⁴) era uma diretiva de harmonização mínima, conferindo grande espaço de manobra aos Estados-membros⁵. Porém, na sequência da sua alteração em 2013, o art. 3.º/1-A, 4.º parág. TD passou a dispor que:

¹ José Ferreira Gomes/Diogo Costa Gonçalves, *O Direito das sociedades cotadas como Direito europeu*, em *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, coord. José Ferreira Gomes/Diogo Costa Gonçalves, 2018, 37-54.

² Diretriz 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15-dez.

³ Pela Diretriz 2013/50/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22-out.-2013.

⁴ Adotamos aqui a sigla inglesa de *Transparency Directive*, própria do debate internacional.

⁵ Como sublinha, *v.g.*, Carlos Osório de Castro, *A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários*, 7 CadMVM (2000), 162-193 (165-166).

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

- i) Fixar limiares de notificação adicionais ou mais baixos do que os previstos no artigo 9.º, n.º 1, e exigir notificações equivalentes em relação aos limiares baseados nas participações no capital⁶;*
- ii) Aplicar requisitos mais rigorosos do que os previstos no artigo 12.º; ou*
- iii) Aplicar disposições legais, regulamentares ou administrativas aprovadas relativamente a ofertas públicas de aquisição, operações de fusão e outras operações que afetem a propriedade ou o controlo das sociedades sujeitas à supervisão das autoridades designadas pelos Estados-Membros nos termos do artigo 4.º da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição».*

II. A proposta inicial da Comissão Europeia era menos flexível⁷. A solução consagrada, na sequência da pressão exercida por alguns Estados-membros e por membros do Parlamento Europeu, é de **harmonização máxima parcial** ou quase plena: só são admitidos desvios ao previsto na diretiva em casos muito contados, expressamente previstos⁸.

⁶ A referência aos limiares de participação no capital foi inserida a pedido dos Estados-membros que admitem voto múltiplo e determinam as participações qualificadas por referência à participação no capital social e não à percentagem de direitos de voto.

⁷ Veja-se a proposta de alteração do art. 3.º/1 da Diretriz da Transparência [Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a Diretriz 2004/109/CE, COM(2011) 683 final], no qual se previa um 2.º parág. com a seguinte redação:

«O Estado-Membro de origem não pode sujeitar os titulares de ações, ou as pessoas singulares ou coletivas referidas nos artigos 10.º ou 13.º, a requisitos mais rigorosos do que os previstos na presente diretiva, à exceção da fixação de limiares de notificação inferiores aos estabelecidos no n.º 1 do artigo 9.º.»

⁸ Sobre o debate em torno da conveniência ou inconveniência da harmonização máxima dos deveres de notificação e comunicação de participações qualificadas, veja-se Holger Fleischer / Klaus Ulrich Schmolke, *The reform of the Transparency Directive: Minimum or full harmonisation of ownership disclosure?*, 12:1 EBOR (2011), 121-145.

Com esta solução, pretendeu o legislador europeu eliminar diferenças significativas entre os sistemas dos diferentes Estados-membros, reforçar a segurança jurídica e reduzir custos administrativos para os investidores transfronteiriços e para as sociedades cotadas, tendo em vista a construção de um mercado de capitais verdadeiramente europeu⁹.

III. Como se pode ler no considerando (12) da Diretriz 2013/50/UE que alterou a Diretriz da Transparência¹⁰:

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

IV. Consoante se assinalou já, o legislador europeu reconheceu a necessidade de flexibilidade nalguns pontos específicos. A propósito

⁹ Jan von Hein, em *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, coord. Eberhard Schwark / Daniel Zimmer, 5.ª ed., 2020, WpHG, Vorbemerkung §§ 33-47, n.ºs m. 2-3. Já no seu *Relatório ao Conselho, ao Parlamento Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, sobre a aplicação da Diretriz da Transparência* [COM(2010)243 final], a Comissão Europeia afirmava (ponto 12):

«A adopção de medidas nacionais mais rigorosas, sobretudo no que se refere à notificação de percentagens importantes de direitos de voto, é considerada problemática pelas partes interessadas, uma vez que provoca problemas de execução reais e dispendiosos. Levanta-se assim a questão de saber se o regime actual (harmonização mínima) é adequado para obter um nível eficaz de harmonização dos requisitos de transparência na UE».

¹⁰ E já antes na Proposta de Diretriz apresentada pela Comissão Europeia [COM(2011) 683 final].

do art. 3.º/1-A, 4.º parág., a segunda parte do referido considerando (12) da Diretriz 2013/50/UE refere o seguinte:

«(...) No entanto, tendo em conta as diferenças em matéria de concentração da propriedade existentes na União e as diferenças em matéria de direito das sociedades na União de que decorrem diferenças entre o número total de ações e o número total de direitos de voto em relação a alguns emitentes, os Estados-Membros deverão poder continuar a fixar limiares mais baixos e limiares adicionais de notificação da detenção de direitos de voto e a exigir notificações equivalentes em relação aos limiares baseados na detenção de capital. Além disso, os Estados-Membros deverão poder continuar a estabelecer obrigações mais rigorosas do que as previstas na Diretiva 2004/109/CE no que se refere ao conteúdo (como a divulgação das intenções dos acionistas) e ao processo e prazos de notificação e a exigir informações adicionais sobre participações qualificadas não previstas na Diretiva 2004/109/CE. Em particular, os Estados-Membros deverão também poder continuar a aplicar as disposições legais, regulamentares e administrativas aprovadas relativamente a ofertas públicas de aquisição, operações de fusão e outras operações que afetem a propriedade ou o controlo das sociedades sujeitas à supervisão das autoridades designadas pelos Estados-Membros nos termos do artigo 4.º da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição, que impõe requisitos de divulgação mais rigorosos do que os previstos na Diretiva 2004/109/CE.

A reprodução deste considerando justifica-se pela sua relevância para efeitos da interpretação da diretriz, como veremos adiante.

V. Aparentemente, esta alteração, que transformou a diretriz de harmonização mínima em harmonização máxima (parcial), passou despercebida entre nós¹¹ e, em particular, à CMVM. Contudo, noutros sistemas, como o alemão, a questão foi intensamente discutida.

¹¹ A mesma é referida por Paulo Câmara, *Manual de direito dos valores mobiliários*, 4.ª ed., 2018, 619, sempre muito atento. Contudo, o autor não desenvolve o tema e não discute as suas consequências.

Impõe-se agora uma análise cuidadosa da conformidade dos critérios de imputação de direitos de voto do art. 20.º CVM aos arts. 10.º e 13.º TD. Para facilitar essa análise, apresentamos uma tabela de correspondência.

ART.	CVM	ART.	DIRETRIZ DA TRANSPARÊNCIA
20.º/1 Proémio	No cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto: (...)	10.º, d)	Direitos de voto inerentes a ações relativamente às quais essa pessoa singular ou coletiva tenha o usufruto.
20.º/1, a)	Detidos por terceiros em nome próprio, mas por conta do participante.	10.º, g)	Direitos de voto detidos por um terceiro em seu nome, por conta dessa pessoa singular ou coletiva.
20.º/1, b)	Detidos por sociedade dominada pelo participante ou a este subordinada, no contexto de uma relação de domínio ou de grupo.	10.º, e)	Direitos de voto detidos, ou que possam ser exercidos na aceção das alíneas a) a d), por uma empresa controlada por essa pessoa singular ou coletiva.
20.º/1, c)	Detidos por titulares do direito de voto com os quais o participante tenha celebrado acordo para o seu exercício, salvo se, pelo mesmo acordo, estiver vinculado a seguir instruções de terceiro.		[<i>Eventual correspondência no art. 10.º, a)</i>]
20.º/1, d)	Detidos, se o participante for uma sociedade, pelos membros dos seus órgãos de administração e de fiscalização.		[<i>Sem correspondência</i>]

ART.	CVM	ART.	DIRETRIZ DA TRANSPARÊNCIA
20.º/1, e)	<p>Que o participante possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os respetivos titulares ou de instrumento financeiro:</p> <p>(i) Que lhe confira o direito incondicional ou a opção de adquirir, por força de acordo vinculativo, ações com direitos de voto já emitidas por emitente cujas ações estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado;</p> <p>(ii) Com liquidação física, não abrangido pela subalínea anterior, mas indexado às ações nessa subalínea mencionadas e com efeito económico similar à detenção de ações ou de instrumentos referidos nessa mesma subalínea.</p>	13.º/1	<p>Os requisitos de notificação previstos no artigo 9.º aplicam-se igualmente às pessoas singulares ou coletivas que, direta ou indiretamente, detenham:</p> <p>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 emitente cujas ações estejam admitidas à negociação num mercado regulamentado e às quais estejam associados direitos de voto;</p> <p>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.</p>
20.º/1, f)	<p>Inerentes a ações detidas em garantia pelo participante ou por este administradas ou depositadas junto dele, se os direitos puderem ser exercidos pelo participante segundo o seu critério na ausência de instruções específicas do respetivo titular.</p>	10.º, c) e f)	<p>c) Direitos de voto inerentes a ações dadas em garantia a essa pessoa singular ou coletiva, desde que esta controle os direitos de voto e declare a sua intenção de os exercer;</p> <p>f) Direitos de voto inerentes a ações depositadas junto dessa pessoa singular ou coletiva e que esta possa exercer segundo o seu critério na ausência de instruções específicas dos acionistas.</p>

ART.	CVM	ART.	DIRETRIZ DA TRANSPARÊNCIA
20.º/1, g)	Detidos por titulares do direito de voto que tenham conferido ao participante poderes discricionários para o seu exercício.		Direitos de voto que essa pessoa singular ou coletiva possa exercer na qualidade de procurador e segundo o seu critério na ausência de instruções específicas dos acionistas.
20.º/1, h)	Detidos por pessoas que tenham celebrado algum acordo com o participante que vise adquirir o domínio da sociedade ou frustrar a alteração de domínio ou que, de outro modo, constitua um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada.	10.º, a)	Direitos de voto detidos por um terceiro com o qual essa pessoa singular ou coletiva tenha celebrado um acordo que os obrigue a adotar, através do exercício concertado dos direitos de voto que possuem, uma política comum duradoura em relação à gestão do emitente em causa.
20.º/1, i)	Inerentes a ações subjacentes a instrumentos financeiros detidos pelo participante, com liquidação financeira, indexados às ações mencionadas na alínea e) e com efeito económico similar à detenção de ações ou de instrumentos referidos nessa mesma alínea.	13.º/1, 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
20.º/1, j)	Imputáveis a qualquer das pessoas referidas numa das alíneas anteriores por aplicação, com as devidas adaptações, de critério constante de alguma das outras alíneas.		[Sem correspondência]

ART.	CVM	ART.	DIRETRIZ DA TRANSPARÊNCIA
	[Sem correspondência]	10.º, b)	Direitos de voto detidos por um terceiro por força de um acordo celebrado com essa pessoa singular ou coletiva em que se preveja uma transferência temporária e a título oneroso dos direitos de voto em causa.

VI. Não podemos aqui desenvolver o tema em toda a sua profundidade, mas algumas diferenças são óbvias.

Por defeito, não foi transposta no CVM a al. b) do art. 10.º TD. A opção do nosso legislador terá sido determinada pelo facto de o sistema português não admitir o destaque dos direitos de voto para efeitos da sua transmissão temporária (*vote lending*)¹². Contudo, Portugal pode ser, para efeitos do regime da transparência, o Estado-membro de origem de sociedades sujeitas a lei pessoal estrangeira que admita esse destaque e essa transmissão, impõe-se a correção desta falha de transposição.

VII. *Por excesso*, não obstante as correções introduzidas pela reforma de 2021, subsistem, desde logo, as seguintes situações de “transposição excessiva de diretiva” (*Überschießende Richtlinienumsetzung*) ou **gold-plating**¹³:

- (i) As als. c) e h) do art. 20.º/1 CVM conferem relevo aos acordos que:
- regulem o exercício do direito de voto;
 - visem a aquisição do domínio da sociedade ou a frustração da alteração de domínio; ou

¹² Sem prejuízo do disposto no art. 78.º/5 CVM, na sequência da reforma de 2021, que permitem a emissão de certificado de legitimação para o exercício de direitos de voto por pessoa distinta do titular quando se verificarem as condições aí previstas, com reflexos na imputação de direitos de voto ao beneficiário do certificado, nos termos do art. 20.º/1, g) CVM.

¹³ Sobre este conceito, veja-se o ponto 5 *infra*.

– de outro modo, constituam um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada.

Ao invés, o art. 10.º TD apenas contempla os acordos que *obriguem* os intervenientes a adotarem, através do exercício concertado dos direitos de voto que possuem, uma «*política comum duradoura em relação à gestão do emitente em causa*» [al. a)].

(ii) A al. d) do art. 20.º/1 CVM, imputa ao participante que seja uma sociedade os direitos de voto detidos pelos membros dos seus órgãos de administração e de fiscalização. Este preceito não tem qualquer paralelo na TD.

(iii) A al. j) do art. 20.º/1 CVM prevê uma “imputação em cadeia” generalizada. Pelo contrário, o art. 10.º, e) TD apenas imputa ao participante, além dos direitos de voto detidos pela empresa controlada (tal como definida no art. 2.º/1, f) TD), aqueles que esta possa exercer «*na aceção das alíneas a) a d)*».

Na nossa perspetiva, todas estas situações traduzem uma violação do disposto no art. 3.º/1-A, 4.º parág. TD pelo Estado português¹⁴. Exploramos esta questão no ponto seguinte.

3. As situações de atuação concertada relevantes para efeitos do art. 16.º CVM

I. Como vimos no ponto anterior, as als. c) e h) do art. 20.º/1 CVM conferem relevo normativo a um conjunto de acordos que não são subsumíveis ao art. 10.º, a) TD. Está em causa uma extensão das situações de atuação concertada tidas como relevantes para efeitos do regime da transparência.

¹⁴ No sentido de que também viola a TD a consagração de um único dever de notificação, tendo por base a consideração agregada do número de direitos de voto detidos direta ou indiretamente e do número de direitos de voto relativos aos instrumentos financeiros detidos direta ou indiretamente, nos termos do art. 13.º TD, veja-se Carlos Osório de Castro, *A imputação de direitos de voto para efeitos de OPA's e algumas notas sobre matérias avulsas*, em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários Especial: 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários*, coord. CMVM, 2021, 165-200 (172-173).

Dissemos já que esta extensão colide com a referida proibição do art. 3.º/1-A, 4.º parág. TD. Contudo, não podemos ignorar que, entre nós e noutros quadrantes, tem sido discutida a admissibilidade desta extensão à luz da exceção prevista na al. *iii*) deste preceito. De acordo com esta alínea, os Estados-membros podem:

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

II. Esta disposição não prima pela clareza¹⁵; é fruto de um processo legislativo complexo no qual o Conselho e o Parlamento introduziram acrescentos à proposta inicial da Comissão. Em todo o caso, uma coisa nos parece certa: dela não pode extrair-se que aos Estados-membros seja permitido extravasar do elenco previsto no art. 10.º TD, consagrando outros critérios de imputação de direitos de voto para efeitos de comunicação e publicação de participações qualificadas, a pretexto de os mesmos serem (ou poderem ser) relevantes para efeitos de OPA.

Se assim fosse, de facto, esta alínea *iii*), manifestamente configurada com uma *exceção*, facilmente poderia passar a constituir a

¹⁵ A ressalva da aplicação das disposições legais, regulamentares ou administrativas aprovadas relativamente a ofertas públicas de aquisição é, à primeira vista, pouco menos que *perplexizante*. Na verdade, a imputação de direitos de voto só releva para efeitos de OPA quando se ultrapassam o ou os patamares fixados pelos diversos Estados-membros. Mas essa eventualidade é alheia à regulação da comunicação e publicação de participações qualificadas, cujo sentido e finalidade é antes a de assegurar transparência a respeito das situações que conferem uma influência relevante sobre a sociedade cotada. Neste contexto, se o legislador europeu considerou necessárias e suficientes as imputações de direito de voto previstas no art. 10.º TD, não se compreende que as mesmas devam ser complementadas por outras que apenas cobram relevo quando, de acordo com as legislações nacionais, se constitui um dever de lançamento de OPA. Não pode, pois, ser esta a leitura correta da al. *iii*) do art. 3.º/1-A, 4.º parág. TD, como procuraremos demonstrar.

regra e, em vez da harmonização total que claramente visou promover, teríamos um regime propiciador do *gold-plating* que justamente se quis afastar¹⁶.

III. A questão também tem sido discutida noutros quadrantes, com destaque para a Alemanha. Aqui, a doutrina encontra-se dividida, mas o BaFin e o legislador entenderam que, contrariamente àquilo que aqui sustentamos, o disposto atualmente no § 34(2) WpHG [anteriormente, no § 22(2) WpHG] é permitido pela al. *iii*) do art. 3.º/1-A, 4.º parág. TD¹⁷. Segundo este preceito do WpHG, há lugar a imputação de direitos votos não só perante uma atuação concertada por contrato [como dispõe o art. 10.º, *a*) TD], mas também perante uma atuação concertada “de outra forma” (“*in sonstiger Weise*”), com vista a uma alteração permanente e significativa da orientação empresarial do emitente¹⁸.

¹⁶ Jörg-Peter Kraack, *Beteiligungspublizität bei Erwerbs- und Übernahmeangeboten*, AG (2017), 677-690 (680, 690). Como observa Andreas Cahn, *Rechtsverlust der Tochter bei Mitteilungspflicht- verletzung durch die Mutter?*, *Der Konzern* (2017), 217-223 (220-221), se se admitisse uma leitura expansiva da al. *iii*), praticamente nada restaria da regra de harmonização máxima; esta ficaria afinal à disposição dos Estados-membros, desde que usassem a autoridade competente em matéria de OPA para supervisionar o alcance das regras nacionais mais exigentes em sede de transparência. No mesmo sentido, explica Martin Hitzer / Patrick Hauser, *Stimmrechtszurechnung: acting in concert und Kettenzurechnung im Lichte der vollharmonisierenden Wirkung der Transparenzrichtlinie*, NZG (2016), 1365-1370 (1368), que:

«Em última análise, cada Estado-membro seria livre de criar novas regras de imputação do direito de voto, desde que existisse um equivalente na lei de ofertas de aquisição».

¹⁷ Aliás, foi na posição do BaFin que a CMVM se escudou quando a questão foi discutida em pelo menos um caso em 2021, não obstante as críticas e dúvidas que tal posição concita entre os práticos do sector. Cfr., *v.g.*, Kraack, *Beteiligungspublizität bei Erwerbs- und Übernahmeangeboten*, *cit.*, em especial, 678; Ulrich Burgard e Carsten Heimann, *Beteiligungspublizität nach dem Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie*, WM (2015), 1445-1453 (1449); Klaus-Dieter Stephan, *Die WpHG-Änderungen vom November 2015*, *Der Konzern* (2016), 53-64 (53-54).

¹⁸ Sustentando esta admissibilidade com base na evolução do processo legislativo europeu – no qual foi alterado o considerando (12) e acrescentada a al. *iii*) do art. 3.º/1-A, 4.º parág. que não constavam da proposta inicial da Comissão –, mas sem oferecer outros fundamentos, veja-se Rüdiger Veil, *Beteiligungstransparenz im Kapitalmarktrecht*, ZHR 177 (2013), 427-447 (434).

Porém, os argumentos aduzidos contra o escopo e a letra da lei não convencem¹⁹. Se bem vemos, os que oferecem resistência à

Com maior desenvolvimento, Miriam Parmentier, *Die Revision der EU-Transparenzrichtlinie für börsennotierte Unternehmen*, AG (2014), 15-25 (18 ss.), apresenta sobretudo três argumentos. Em primeiro lugar, defende que a harmonização máxima se refere apenas à influência mediada através do direito de voto. A proibição não excluiria, portanto, a imputação de direitos de voto a quem exerce influência por outra via, designadamente através de uma atuação direta sobre os órgãos societários. Em segundo lugar, tal como Veil, sustenta essa possibilidade com base no acrescimento da referida al. *iii*). Por fim, em terceiro lugar, diz que o argumento sistemático – que poderia ser relevante perante a proposta da Comissão – tem menos peso neste contexto porque a harmonização máxima só teria sido quebrada nas negociações no Conselho Europeu.

Este último argumento foi retomado por Seibt e Wollenschläger para afirmar que a exceção cobre não apenas as regras das OPA, mas também as “regras de imputação tendentes à tomada de controlo” (*Zurechnungsnormen mit Übernahmetendenz*). Cfr. *Revision des Europäischen Transparenzregimes: Regelungsinhalte der TRL 2013 und Umsetzungsbedarf*, ZIP (2014), 545-554 (548-549), onde os autores discutem a interrupção da cadeia de imputação de direitos de voto através da “empresa controlada” no art. 10.º, e) TD.

Estes argumentos não convencem. Não encontramos qualquer apoio para o primeiro, nem para a leitura da al. *iii*) subjacente ao segundo dos argumentos apresentados por Parmentier. O terceiro argumento é inadmissível em termos metodológicos, atentas as coordenadas relativas à interpretação das diretivas europeias. No mesmo sentido, este argumento é também criticado por Cahn, *Rechtsverlust der Tochter*, cit., 221. O autor afasta ainda expressamente a perspetiva de uma extensão da exceção às “regras de imputação tendentes à tomada de controlo”, sublinhando que a imputação de direitos de voto, para efeitos de constituição do dever de comunicação de participações qualificadas, se verifica também perante limiares baixos de 3%, 5% e 10%, em que não é evidente a proximidade de um *takeover*.

Para mais referências sobre esta discussão na Alemanha, veja-se, *v.g.*, von Hein, em Schwark / Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*⁵, § 34, n.º m. 2, o qual refere um outro argumento, qual seja o de que os critérios de imputação para efeitos de transparência e de OPA devem ser lidos da forma mais próxima possível (n.º m. 3). Entre nós, defendendo esta última ideia, cfr. Carlos Osório de Castro, *A imputação de direitos de voto para efeitos de OPA's e algumas notas sobre matérias avulsas*, cit., 178-179. Este argumento é afastado decisivamente para todos os que aderem à ideia de que a plurifuncionalidade dos critérios de imputação de direitos de voto tem repercussões em sede interpretativa – veja-se, por todos, José Ferreira Gomes / Diogo Costa Gonçalves, *Ofertas públicas de aquisição*, em *Manual de sociedades abertas e de sociedades cotadas*, coord. José Ferreira Gomes / Diogo Costa Gonçalves, 2018, 118-135 (129-132).

¹⁹ No sentido que defendemos pode ainda invocar-se o seguinte (na linha do já referido *supra*, nota 16): a referida al. *iii*) apenas permite a aplicação de disposições legais e administrativas mais exigentes se supervisionadas pelas autoridades competentes dos Estados-membros em matéria de OPA. Acontece que não há uma correspondência entre as autoridades com-

harmonização máxima baseiam-se numa justificação nem sempre declarada com frontalidade: entendem que o art. 10.º TD é anacrónico, não refletindo a evolução entretanto verificada em vários sistemas, como o alemão, o francês e o espanhol (e também o português); não pretende recuar no tempo e abdicar de uma solução que considerada mais adequada, para nivelar, por baixo, pelo disposto no direito europeu²⁰.

A preocupação é compreensível, mas, em termos metodológicos, não permite fundamentar um desvio à proibição que claramente resulta da diretriz²¹.

petentes para as matérias de transparência e de OPA em todos os Estados-membros. Na Áustria, *e.g.*, a supervisão nestas matérias está a cargo, respetivamente, da *Übernahme-kommissionen* e do *Finanzmarktaufsicht*. Como observam Martin Hitzler e Patrick Hauser, seria arbitrário permitir requisitos mais rigorosos de transparência da participação na Alemanha – ou, acrescentamos nós, em Portugal –, mas não na Áustria, apenas porque o legislador austríaco decidiu utilizar duas autoridades diferentes”. Cfr. *Stimmrechtszurechnung: acting in concert und Kettenzurechnung im Lichte der vollharmonisierenden Wirkung der Transparenzrichtlinie*, NZG (2016), 1365-1370 (1368). No mesmo sentido, veja-se tb. Kraack, *Beteiligungspublizität bei Erwerbs- und Übernahmeangeboten*, cit., 680.

²⁰ Esta preocupação está patente nas exposições de Veil, por exemplo em *Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht*, 57-58. Aliás, no primeiro texto, produzido ainda no decurso do processo legislativo da alteração à Diretriz da Transparência, Veil dizia que, para introduzir a pretendida harmonização máxima, a Comissão tinha de rever simultaneamente o conceito de atuação concertada (*acting in concert*) (58-59).

No mesmo sentido, Elke Muhr, *Das Prinzip der Vollharmonisierung im Kapitalmarktrecht*, 2014, 179-180, diz que a leitura que aqui defendemos implicaria que tanto a Alemanha como outros Estados-membros que têm regras mais desenvolvidas e mais desejáveis, teriam de ceder às regras europeias com pelo menos vinte anos. Segundo o autor, «este efeito não pode ser aceite. O legislador europeu deve estar consciente de que os Estados-membros não alargaram as suas regras sem razão. Por conseguinte, se o seu objetivo for a harmonização total, alargada também aos critérios de imputação, seria urgentemente aconselhado a reformar as suas próprias regras de acordo com os critérios de imputação mais desenvolvidos de muitos Estados-membros. Caso contrário, a harmonização total da imputação levaria a uma diminuição do nível de proteção em muitos Estados-membros». Contudo, o autor considera que a introdução da al. iii) veio permitir a manutenção de exigências adicionais dos Estados-membros pelo menos no que diz respeito à atuação concertada.

²¹ Aliás, o facto de o legislador europeu, ciente das vozes críticas, ter decidido manter os critérios de imputação e introduzir a harmonização máxima depõe em sentido contrário. Kraack, *Beteiligungspublizität bei Erwerbs- und Übernahmeangeboten*, cit., 680.

IV. Da al. *iii*) do art. 3.º/1-A, 4.º parág. TD resulta apenas o que sempre seria óbvio, a saber, que a *taxatividade* do elenco de critérios previstos no art. 10.º TD é imposta apenas e tão-só para efeitos da comunicação e publicação de participações qualificadas (transparência) e já não para efeitos de OPA obrigatória. A parte final do considerando (12) da Diretriz 2013/50/UE, relevante para efeitos da interpretação deste preceito, é clara neste sentido:

«(...) os Estados-Membros deverão também poder continuar a aplicar as disposições legais, regulamentares e administrativas aprovadas relativamente a ofertas públicas de aquisição, operações de fusão e outras operações que afetem a propriedade ou o controlo das sociedades sujeitas à supervisão das autoridades designadas pelos Estados-Membros nos termos do artigo 4.º da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição, que impõe requisitos de divulgação mais rigorosos do que os previstos na Diretiva 2004/109/CE.»

Os deveres de divulgação próprios do regime das OPA, a que se refere a parte final deste trecho, incluem, por exemplo, o § 23 WpÜG alemão, que exige ao oferente que divulgue os direitos de voto que lhe são imputados para efeitos da OPA²², com paralelo no art. 176.º/1, f) CVM.

4. A interpretação do direito nacional em conformidade com o DUE derivado

I. Verificada a desconformidade do direito nacional face ao DUE, resta saber quais as consequências que lhe correspondem. Para podermos determinar essas consequências, temos de recuperar primeiro algumas coordenadas metodológicas.

²² Contra, Miriam Parmentier, *Die Revision der EU-Transparenzrichtlinie*, cit., 19, sustenta que este não pode ser o sentido da disposição, porque isto já resultaria da delimitação do âmbito de aplicação de cada uma das diretrizes.

Na base temos o **princípio da interpretação conforme**, que é hoje um princípio basilar do DUE. A sua fundamentação e alcance diferem consoante o instrumento a ter em consideração. Num sentido amplo, este princípio cobre, por um lado, a interpretação conforme ao direito originário e derivado que produz efeito direto nos Estados-membros e, por outro lado, a interpretação conforme às diretrizes nos casos em que estas não produzem efeito direto (vertical)²³.

Caso a caso haverá que determinar qual o sentido da referência à interpretação conforme, sendo certo que a aceção restrita abarca apenas este último núcleo problemático.

II. Na perspetiva clássica de Canaris, a **interpretação conforme aos regulamentos** visa dar resposta a um problema de validade (*Geltungsproblem*)²⁴, que se traduz numa regra de conflito de leis, assente na primazia ou primado do DUE e na aplicabilidade direta dos regulamentos. Segundo esta:

- (i) as leis de valor inferior (direito nacional) devem ser interpretadas de acordo com as leis de valor superior (os regulamentos) ou
- (ii) não sendo tal possível, as leis de valor superior derogam as leis de valor inferior (*lex superior derogat legi inferiori*) atenta a aplicabilidade direta das primeiras, anteriormente referida.

²³ Referindo-se a «*várias interpretações conforme o direito comunitário*», veja-se José Joaquim Gomes Canotilho e Suzana Tavares da Silva, *Metódica Multinível: 'Spill-over effects e Interpretação conforme o direito da União Europeia*, 138, *RLJ*, 182-199 (183).

²⁴ Claus-Wilhelm Canaris, *Die Richtlinienkonforme Auslegung und Rechtsfortbildung im System der juristischen Methodenlehre*, in *Festschrift für Franz Bydlinski*, 47-103 (68-69). Veja-se porém a perspetiva crítica apresentada, entre nós, por José Joaquim Gomes Canotilho e Suzana Tavares da Silva, *Metódica Multinível*, cit., 183, em linha com Stefan Leible e Ronny Domröse, § 8 – *Die primärrechtskonforme Auslegung*, em *Europäische Methodenlehre: Handbuch für Ausbildung und Praxis*, coord. Karl Riesenhuber, 3.ª ed., 2015, 166: o problema não seria de validade, mas tão-só de precedência aplicativa (*Anwendungsvorrang*), porquanto o direito europeu não poderia determinar a validade ou invalidade de uma norma de direito nacional. Essa validade só poderia ser aferida à luz do próprio direito nacional.

III. Diferentemente, a **interpretação conforme às diretrizes**, que veio dar resposta a alguns problemas colocados pelo facto de estas não terem efeito direto *horizontal*, admite diferentes enquadramentos, consoante o tipo de situação em causa.

Na base, temos uma proposição comum: os tribunais e demais autoridades públicas dos Estados-membros estão obrigados a interpretar as normas de transposição²⁵ do direito nacional em conformidade com o texto e objetivo das diretrizes. Porém, esta vinculação tem um *fundamento* e um *alcance* diferentes consoante, *in casu*, a diretriz tenha efeito direto *vertical* ou não.

IV. A **diretriz tem efeito direto vertical** (de sentido ascendente) *(i)* quando esteja em causa uma situação que oponha um particular a uma qualquer entidade pública *(ii)* as normas da diretriz em causa sejam suficientemente claras, precisas e incondicionais, e *(iii)* não tenham sido atempada ou adequadamente transpostas a nível nacional.

Com especial interesse para o que ora nos ocupa, é o que se verifica, por exemplo, nas situações que oponham um particular à CMVM, no quadro tanto da sua atividade de supervisão como da sua ação sancionatória.

Nestes casos, as normas da diretriz produzem efeitos idênticos aos de um regulamento, no sentido de que, *se invocadas pelo particular*, se sobrepõem às normas de direito nacional (de valor inferior). Nessa medida, as normas de direito nacional devem ser interpretadas em conformidade com as normas da diretriz (lei de valor superior); não podendo sê-lo, prevalecem as normas da diretriz *invocadas pelo particular* que assim derogam as normas de direito nacional que não lhes sejam conformes.

Na prática, isto significa que, contrariamente ao que veremos de seguida relativamente aos casos em que a diretriz *não* tem efeito direto vertical, a aplicação de uma solução conforme à diretriz não

²⁵ Por “**normas de transposição**” entendem-se não só as que foram criadas ou alteradas por ocasião da transposição, mas também todas as demais que não foram alteradas quando podiam ter sido e que assim passaram a assumir essa natureza.

depende da existência de uma margem de discricionariedade permitida pela norma de direito nacional.

V. Diferentemente, se, no caso, a **diretriz não tem efeito direto vertical**, ou onde esse efeito não cobre relevo, não estamos perante um problema de hierarquia das fontes, mas de interpretação conforme à diretriz *stricto sensu*, i.e., de mera “precedência interpretativa” (“*interpretatorischen Vorrang*”)²⁶ não subsumível ao princípio *lex superior*²⁷.

Na medida em que a diretriz não tenha efeito direto vertical, ou a controvérsia se estabeleça entre particulares, ela não derroga o direito nacional. Os tribunais e demais autoridades públicas dos Estados-

²⁶ Como bem explica Claus-Wilhelm Canaris, *Die Richtlinienkonforme Auslegung und Rechtsfortbildung im System der juristischen Methodenlehre*, in *Festschrift für Franz Bydlinski*, 47-103 (78-79), uma regra de “precedência interpretativa” refere-se à relação entre critérios de interpretação, enquanto que, em contraste, uma regra de “precedência derogatória” (*derogatorische Vorrangregel*) refere-se à relação entre normas; uma regra de “precedência interpretativa” deixa incólume a aplicabilidade das normas que não apresentem margem para uma interpretação diferente (i.e., neste caso, uma interpretação conforme à diretriz), enquanto que uma regra de “precedência derogatória” suprime regras contraditórias segundo o princípio *lex superior* e prevalece sobre elas em todos os casos (seja através de uma precedência de aplicação ou mesmo de uma precedência de validade). Assim, a aplicação de uma regra de “precedência interpretativa” depende da existência de uma margem de interpretação – ou, como referido pelo TJUE, de uma margem de apreciação – e do respeito das fronteiras da *lex lata* (i.e., o respeito da proibição de interpretação *contra legem*), o que não se verifica no caso das regras de “precedência derogatória”.

²⁷ Canaris, *Die Richtlinienkonforme Auslegung*, cit., 64 ss. e *passim*. Não se confunde então com a interpretação conforme à constituição, que se baseia na qualidade desta como *lex superior*. O autor dá outros exemplos de regras de prioridade não subsumíveis ao princípio *lex superior*: (i) a *ratio legis* “histórica” tem prioridade sobre o pensamento do autor da lei sobre o conteúdo e o alcance de uma norma; (ii) essa *ratio legis*, em que os redatores da lei (legislador material) se basearam de forma cognoscível para o legislador “histórico” (os membros do órgão legislativo) é em princípio vinculativa para o intérprete-aplicador, na medida em que tenha sido de alguma forma expressa na lei; (iii) a letra de uma norma tem prioridade sobre o escopo contrário de outras normas, na medida em que a lei não apresente uma margem de interpretação ou uma lacuna. A construção de Canaris consolidou-se no espaço alemão. Veja-se, v.g., Stephan Lorenz, in *Münchener Kommentar zum BGB*, 8.ª ed., 2019, Vorbemerkung (Vor § 474), n.º m. 3, Johannes Köndgen, in Karl Riesenhuber (coord.), *Europäische Methodenlehre: Handbuch für Ausbildung und Praxis*, 3.ª ed., 2015, § 6 Die Rechtsquellen des Europäischen Privatrechts, n.º m. 62.

-membros continuam a estar vinculados à interpretação²⁸ das normas de transposição em conformidade com o texto e o escopo da diretiva²⁹, mas apenas e tão-só «*na medida do possível*». Ou seja, dentro dos limites do direito nacional³⁰, o qual não é derogado pela diretiva³¹.

²⁸ O conceito de “interpretação” deve aqui ser entendido num sentido amplo, incluindo o desenvolvimento do Direito pelos tribunais, no uso de todos os poderes conferidos pelo Direito do respetivo Estado-membro. Cfr., *v.g.*, Lorenz, in *Münchener Kommentar zum BGB*⁸, Vorbemerkung (Vor § 474), n.º m. 3, que parte da jurisprudência do TJUE nos casos 14/83, *von Colson* (1984), parág. 28, e 79/83, *Harz* (1984), parág. 28., C-106/89, *Marleasing* (1990), parág. 8, etc.

²⁹ Cfr., *v.g.*, Robert Schütze, *European Constitutional Law*, 2.ª ed., 2016, 103-105, Fausto de Quadros, *Direito da União Europeia*, 3.ª ed., 2013, 620-621. Como referiu o TJUE no caso 14/83, *von Colson* (1984), parágs. 18 e 26:

«article 6 requires Member States to introduce into their national legal systems such measures as are necessary to enable all persons who consider themselves wronged by discrimination to pursue their claims by judicial process. It follows from the provision that Member States are required to adopt measures which are sufficiently effective to achieve the objective of the directive and to ensure that those measures may in fact be relied on before the national courts by the persons concerned».

«(...) the Member States' obligation arising from a directive to achieve the result envisaged by the directive and their duty under article 5 of the treaty to take all appropriate measures, whether general or particular, to ensure the fulfilment of that obligation, is binding on all the authorities of member states including, for matters within their jurisdiction, the courts. It follows that, in applying national law and in particular the provisions of a national law specifically introduced in order to implement a directive, the national court is required to interpret its national law in the light of the wording and the purpose of the directive in order to achieve the result referred to in the third paragraph of article 189».

No mesmo sentido, *v.g.*, no caso C-168/95, *Arcaro* (1996):

«a obrigação dos Estados-Membros, decorrente de tal diretiva, de alcançar um resultado por este previsto, bem como o seu dever, por força do artigo 5 do Tratado, de tomar todas as medidas gerais ou especiais aptas a assegurar a execução dessa obrigação, impõem-se a todas as autoridades dos Estados-Membros, incluindo, no âmbito das suas competências, os órgãos jurisdicionais. Daqui resulta que, ao aplicar o direito nacional, o órgão jurisdicional nacional chamado a interpretá-lo é obrigado a fazê-lo, em toda a medida do possível, à luz do texto e da finalidade da diretiva, para atingir o resultado por ela pretendido e cumprir desta forma o artigo 189, terceiro parágrafo, do Tratado».

Na nossa jurisprudência, *v.g.*, [STJ 14-nov.-2018 \(Júlio Gomes\), proc. 1181/15.4T8MTS.P1.S1](#).

³⁰ Este ponto é desenvolvido em seguida, a propósito dos limites da regra da interpretação conforme.

³¹ Veja-se tb. Nuno Cunha Rodrigues, *Sobre a inexistência de efeito direto horizontal de Diretivas: o seguro automóvel*, *Revista de Direito Comercial: Liber Amicorum Pedro Pais*

VII. Tal como firmado nos casos *van Colson*³², *Harz*³³ e depois consolidado, até no caso *Marleasing*³⁴:

«it is for the national court to interpret and apply the legislation adopted for the implementation of the directive in conformity with the requirements of community law, in so far as it is given discretion to do so under national law» (*van Colson*)³⁵.

«ao aplicar o direito nacional (...), o órgão jurisdicional nacional chamado a interpretá-lo é obrigado a fazê-lo, na medida do possível, à luz do texto e da finalidade da diretiva, para atingir o resultado por ela prosseguido» (*Marleasing*)³⁶.

Diz-se que a referência à «*medida do possível*» no caso *Marleasing* tem o sentido antes definido em *van Colson*, de que a interpretação conforme se faz dentro da “margem de apreciação” (*Beurteilungsspielraum*) ou discricionariedade permitida pela norma de direito nacional³⁷, não sendo admitidas interpretações **contra legem** deste último³⁸, como entretanto sublinhou o TJUE em casos como *Adeneler*³⁹, *Angelidaki*⁴⁰, ou *Maribel Dominguez*⁴¹.

de Vasconcelos, 2021, 1159-1196 (1186).

³² TJUE, caso C-14/83, *von Colson* (1984), parág. 28. Não há versão portuguesa. A versão alemã é mais sugestiva, ao referir que o tribunal deve fazer uso pleno da margem de apreciação (*«unter voller Ausschöpfung des Beurteilungsspielraums»*).

³³ TJUE, caso 79/83, *Harz* (1984), parág. 28.

³⁴ TJUE, caso C-106/89, *Marleasing* (1990), parág. 8.

³⁵ Sublinhado nosso. TJUE, caso C-14/83, *von Colson* (1984), parág. 28.

³⁶ Sublinhado nosso. TJUE, caso C-106/89, *Marleasing* (1990), parág. 8. No direito nacional, veja-se, *v.g.*, o acórdão [STJ 27-nov.-2018 \(Cabral Tavares\), proc. 46/13.9TBGLG.E1.S1](#).

³⁷ Canaris, *Die Richtlinienkonforme Auslegung*, cit., 59-61.

³⁸ Na nossa jurisprudência, *v.g.*, [STJ 27-mai.-2004 \(Vitor Mesquita\), proc. 03S2467](#).

³⁹ TJUE, caso C-212/04, *Adeneler* (2006), parág. 110:

«Na verdade, a obrigação de o juiz nacional tomar como referência o conteúdo de uma diretiva quando procede à interpretação das normas pertinentes do direito interno é limitada pelos princípios gerais de direito, designadamente os da segurança jurídica e da não retroactividade, e não pode servir de fundamento a uma interpretação contra legem do direito nacional».

⁴⁰ TJUE, caso C-378/07, *Angelidaki* (2009), parág. 199.

⁴¹ TJUE, caso C-282/10, *Maribel Dominguez* (2012), parág. 25. Diz-se estar em causa o princípio da separação de poderes: os tribunais não se deveriam sobrepor ao legislador nacional na transposição da diretiva.

Significa isto que a interpretação conforme às diretrizes tem precedência sobre os demais critérios de interpretação até ao limite da interpretação *contra legem*, que é inadmissível⁴². Os demais critérios, designadamente a letra e o escopo da lei, colocam assim uma barreira inultrapassável à interpretação conforme⁴³.

VIII. Esta “regra”⁴⁴ encontra o seu fundamento sobretudo na obrigação de os Estados-membros atingirem o resultado prosseguido pela diretriz, garantindo o seu efeito útil (art. 288.º, 3.º parág. TFUE) e no princípio da cooperação leal (art. 4.º/3 TUE)⁴⁵. Porém, não pode ignorar-se o princípio do primado do DUE, que releva mesmo para além dos casos em que as diretrizes possam produzir efeito direto vertical nos Estados-membros⁴⁶.

⁴² O que justifica a qualificação da interpretação conforme como regra de “precedência interpretativa” nos termos sustentados em cima.

⁴³ Canaris, *Die Richtlinienkonforme Auslegung*, cit., 70-71.

Não sendo possível cumprir o escopo da diretriz através da interpretação do direito nacional em conformidade, resta a via da responsabilização do Estado-membro em falta. Veja-se, v.g., TJUE, caso C-334/92, *Wagner Miret* (1993), parágs. 22 e 23.

⁴⁴ Sublinhe-se que, tecnicamente, não estamos perante um “princípio”, mas sim uma “regra” (em sentido próprio) de precedência interpretativa: só pode ser reconhecida ou rejeitada, não admitindo gradações ou aplicações com maior ou menor intensidade.

Não será nos casos em que o prazo de transposição da diretriz ainda não tenha decorrido, ou em que a norma relevante da diretriz é facultativa e não injuntiva. Nestes casos, os tribunais e demais autoridades públicas dos Estados-membros não estão obrigados a dar precedência à interpretação conforme à diretriz, mas podem e devem ponderar a diretriz juntamente com outros elementos relevantes no processo de concretização do direito nacional, dado que constitui uma “*Rechtsgewinnungsquelle*”. Canaris, *Die Richtlinienkonforme Auslegung*, cit., 67, 75-77.

⁴⁵ TJUE, caso C-106/89, *Marleasing* (1990). Cfr. Sofia Oliveira Pais, *Princípio da interpretação conforme*, em *Princípios fundamentais de Direito da União Europeia*, coord. Sofia Oliveira Pais, 3.ª ed., 2017, 93-107 (96).

⁴⁶ Nestes casos, diz Canaris, *Die Richtlinienkonforme Auslegung*, cit., 68-69, há uma diferença não em termos de precedência, mas sim da sua fundamentação, i.e., da eficácia da diretriz que neste contexto não é “*lex*”, mas é ainda assim, num certo sentido, “*superior*”. Cfr. tb., v.g., Ana Maria Guerra Martins, *Manual de Direito da União Europeia*, 2.ª ed., 2017², 522-524, segundo a qual, sem este princípio, os Estado-membros poderiam sempre legislar em sentido contrário ao ato normativo europeu e pôr-lhe termo. Deste princípio têm sido retirados os corolários da não aplicação do direito nacional incompatível com o DUE, da

Como tem sustentado a jurisprudência constante do TJUE, a interpretação conforme é limitada⁴⁷ pelos **princípios gerais** de direito do DUE, como os princípios da segurança jurídica e da não retroatividade (v.g., casos *Adeneler*⁴⁸, *Sorge*⁴⁹, *Angelidaki*⁵⁰). Estes impedem, nomeadamente, o agravamento da responsabilidade penal⁵¹. Deve estender-se esta concretização ao agravamento da responsabilidade contraordenacional que, naquilo que ora nos ocupa, é tipicamente promovida pela CMVM.

5. Cont.: Gold-plating

I. Por fim, discutem-se ainda os limites da interpretação conforme perante casos de “transposição excessiva de diretriz” (*Überschießende Richtlinienumsetzung*) ou *gold-plating*.

Estes termos são comumente usados para referir a previsão, no direito nacional, tanto de (i) regras com um âmbito de aplicação mais extenso, como de (ii) regras com exigências adicionais face às resultantes dos atos normativos europeus⁵².

interpretação do direito nacional conforme com o DUE, da reparação das consequências de um ato nacional contrário ao DUE, do controlo jurisdicional efetivo da aplicação do DUE, e do dever de os Estados-membros fazerem respeitar as regras europeias.

⁴⁷ Sobre os limites da interpretação conforme, veja-se tb. Nuno Cunha Rodrigues, *Sobre a inexistência de efeito direto horizontal*, cit., 1186-1188.

⁴⁸ TJUE, caso C-212/04, *Adeneler* (2006), parág. 110

⁴⁹ TJUE, caso C-98/09, *Sorge* (2010), parág. 52.

⁵⁰ TJUE, caso C-378/07, *Angelidaki* (2009), parág. 199.

⁵¹ Cfr., v.g., TJUE, casos 80/86, *Kolpinghuis Nijmegen* (1987), parágs. 13 e 14, e C-168/95, *Arcaro* (1997), parág. 37.

⁵² Em 2019, nos trabalhos dirigidos à reforma do CVM, um dos autores deste texto (José Ferreira Gomes) sustentou que a proteção dos investidores é condição do desenvolvimento do mercado de capitais, mas que o *gold plating* então existente em Portugal (i) não produzia resultados tangíveis na efetiva proteção dos investidores; (ii) tornava o regime nacional mais complexo e distante do quadro europeu, prejudicando a sua compreensão pelos investidores internacionais; (iii) acarretava custos de contexto que prejudicavam as empresas portuguesas e o mercado nacional. Seria por isso importante reduzir ao máximo esta prática, em linha com a posição da Comissão Europeia, segundo a qual os Estados-membros se devem coibir, tanto quanto possível, de acrescentar regras nacionais às acordadas a nível europeu.

II. Não obstante, estas modalidades devem ser claramente dissociadas porquanto diferem numa característica essencial: ao alargar o âmbito de aplicação, o Estado-membro atua fora da direttriz, não estando vinculado à mesma; diferentemente, quando legisla dentro do âmbito de aplicação da direttriz, está vinculado à mesma, só podendo prever regras mais exigentes na medida em que a direttriz o permita através de cláusulas de opção ou de abertura.

Por isso, devem usar-se termos mais precisos como “transposição extensiva” (“*erweiternde Umsetzung*”) e “transposição modificadora” (“*modifizierende Umsetzung*”) para referir, respetivamente, o primeiro e o segundo casos⁵³.

III. Na **transposição extensiva**, a questão que se coloca é se a direttriz deve ser tida em consideração para efeitos da interpretação da parte que excede a transposição da mesma e, em caso afirmativo, em que medida.

Cfr. *Comunicação da Comissão – Reexame do processo Lamfalussy: Reforçar a convergência no domínio da supervisão*, COM(2007) 727 final, 5-6. Sobre este tema e, em particular, sobre os problemas que o *gold plating* acarreta para a construção do mercado único e para a interpretação conforme, veja-se, *v.g.*, Hannes Rösler, *Interpretation of EU Law*, em *Max Planck Encyclopedia of European Private Law*, coord. Jürgen Basedow / Klaus J. Hopt / Reinhard Zimmermann (coord.), 2012, 979-982 (982); Frank Burmeister, *Gold Plating bei der Umsetzung europäischer Richtlinien in nationales Recht, Europa-Recht* (2009), 444-457; Wim J. M. Voermans, *Gold-plating and double banking: An overrated problem?*, em *Content and meaning of national law in the context of transnational law*, coord. Henk Snijders / Stefan Vogenauer, 2009, 79-88.

Note-se, porém, que noutros contextos de harmonização mínima a “transposição excessiva de direttriz” pode encontrar boa justificação, como bem sublinha Christian Mayer e Jan Schürnbrand, *Einheitlich oder gespalten? – Zur Auslegung nationalen Rechts bei überschießender Umsetzung von Richtlinien*, 59:11 JZ (2004), 545-552 (545): frequentemente, a harmonização europeia do direito, especialmente no direito privado, não é realizada com o objectivo de moldar sistematicamente a ordem jurídica, mas apenas a corrigir situações específicas (o que é coerente com o princípio da subsidiariedade do DUE). O legislador nacional, por outro lado, deve enquadrar as normas europeias na sistemática da legislação existente, para evitar dificuldades injustificadas de demarcação, sobreposições e contradições axiológicas. Ou seja, para obviar a uma fragmentação objectivamente injustificada do sistema jurídico nacional, opta por implementar a direttriz de uma forma excessiva.

⁵³ Thomas Riehm, *Die ueberschiessende Umsetzung vollharmonisierender EG-Richtlinien im privatrecht*, 61:21 JZ (2006), 1035-1045 (1036).

Se se responder afirmativamente, estamos perante uma aplicação uniforme (*einheitlichen Anwendung*) das normas de transposição⁵⁴; em caso contrário, diz-se que há uma aplicação cindida (*gespaltenen Anwendung*) destas. Com base nas coordenadas já expostas, conclui-se que o DUE não impõe aqui a interpretação conforme como regra de precedência interpretativa. Contudo, de acordo com as regras de direito nacional, o tribunal (ou outra autoridade pública relevante) do Estado-membro pode e deve *ponderar* a diretriz juntamente com outros elementos relevantes no processo de concretização do direito nacional⁵⁵.

IV. O problema da **transposição modificadora** é mais difícil de resolver. Para facilitar a aproximação, pensemos no caso das exigências adicionais que violam regras de proibição previstas em diretrizes de harmonização máxima.

⁵⁴ Como anteriormente referido (nota 25), por “**normas de transposição**” entendem-se não só as que foram criadas ou alteradas por ocasião da transposição, mas também todas as demais que não foram alteradas e que passaram a assumir essa natureza. São precisamente estas últimas que mais frequentemente vão para além do disposto nas diretrizes e são qualificáveis como normas de “transposição excessiva de diretriz” (*Überschießende Richtlinienumsetzung*). Thomas Kuhn, *Überschießende Umsetzung bei mindest- und vollharmonisierenden Richtlinien: Einheitliche oder gespaltene Anwendung?*, *Europa-Recht* (2015), 216-238 (216-217).

⁵⁵ A diretriz constitui uma “*Rechtsgewinnungsquelle*” também nos casos em que o prazo de transposição da diretriz ainda não tenha decorrido, ou em que a norma relevante da diretriz é facultativa (e não injuntiva).

O TJUE afirmou a sua competência para este tipo de casos que o direito europeu não rege diretamente, mas que o legislador nacional decidiu estender aquando da transposição, por considerar existir um interesse europeu manifesto em que, «*para evitar divergências de interpretação futuras, as disposições ou as noções que se foram buscar ao direito comunitário sejam interpretadas de forma uniforme*». Não obstante, sublinha que analisa apenas disposições de direito europeu, cabendo ao tribunal do Estado-membro apreciar o alcance exato da remissão do direito nacional para o direito europeu. Cfr. TJUE, caso C-28/95, *Leur-Bloem* (1997), parág. 1. Veja-se tb., *v.g.*, TJUE, caso C-3/04, *Poseidon Chartering BV* (2005), parág. 1 do sumário.

Cfr., *v.g.*, Mathias Habersack / Christian Mayer, *Die überschießende Umsetzung von Richtlinien*, em *Europäische Methodenlehre: Handbuch für Ausbildung und Praxis*, coord. Karl Riesenhuber, 3.ª ed., 2015, § 14 Die überschießende Umsetzung von Richtlinien, n.º m. 37.

É o que sucede atualmente na contraposição do art. 20.º/1 CVM com o disposto no art. 3.º/1-A, 4.º parág. TD. Este último, como vimos já, passou a dispor em 2013 que:

«O Estado-Membro de origem não pode sujeitar os titulares de ações ou as pessoas singulares ou coletivas referidas nos artigos 10.º e 13.º a requisitos mais rigorosos do que os estabelecidos na presente diretiva» (sublinhado nosso).

Aparentemente, esta alteração, que transformou a diretriz de harmonização mínima em harmonização máxima, passou despercebida à CMVM. Esta, em 2015, não incluiu nenhuma referência sobre o assunto nem no documento de consulta pública nem, posteriormente, no relatório de consulta pública sobre a transposição⁵⁶. Por isso, o art. 20.º CVM não foi então alterado em conformidade, tal como não foi na reforma agora promovida⁵⁷.

V. Perante um caso como este, poderia dizer-se que a resposta difere em função do interlocutor do participante⁵⁸:

(i) **Na relação com a CMVM**, a diretriz produz efeito direto vertical (de sentido ascendente). Significa isto que a diretriz vincula Portugal enquanto Estado-membro e o particular pode invocá-la perante quaisquer entidades públicas nacionais (incluindo naturalmente a CMVM). Neste contexto, está a CMVM obrigada a interpretar o art. 20.º/1 CVM em conformidade com a Diretriz da Transparência (lei de valor superior)⁵⁹. Restringir-

⁵⁶ Disponíveis através deste [link](#) para o sítio da Internet da CMVM.

⁵⁷ Na Alemanha a questão não passou despercebida ao legislador que tomou posição expressa sobre a mesma, afirmando a compatibilidade dos desvios que ainda hoje se encontram no § 34 WpHG, em termos muito criticados por parte da doutrina. Cfr., *v.g.*, Jan Schürnbrand / Mathias Habersack, em *Aktien- und GmbH-Konzernrecht*, coord. Volker Emmerich / Mathias Habersack, 9.ª ed., 2019, § 34, n.º m. 4.

⁵⁸ Referimo-nos aqui a “participante” no sentido previsto no art. 20.º CVM.

⁵⁹ *In casu*, a interpretação conforme pode corresponder a uma restrição do alcance de um dado critério de imputação de direitos de voto. Assim, *v.g.*, não podendo relevar qualquer acordo relativo ao exercício de voto, deve restringir-se o alcance do art. 20.º/1, c) CVM, no

-se-ia assim o alcance dos critérios de imputação que encontram fundamento parcial na TD e que, não fosse a proibição do art. 3.º/1-A, 4.º parág. TD, teriam um alcance mais vasto no direito nacional.

Não sendo possível a interpretação conforme, prevalecem as normas da diretriz *invocadas pelo particular*, que assim derogam as normas de direito nacional que não lhes sejam conformes. Assim, os critérios de imputação sem respaldo na TD (*gold-plating*) têm-se por não escritos.

(ii) **Na relação com outros particulares**, a diretriz não produz efeito direto (horizontal) e a interpretação conforme à diretriz não poderia redundar numa solução *contra legem*. Por isso, à primeira vista, poderia dizer-se que um particular que se considerasse lesado pelo incumprimento do art. 20.º/1 CVM poderia responsabilizar o participante⁶⁰, sem que este lhe pudesse opor a norma da diretriz incorretamente transposta.

VI. Esta resposta bifurcada não satisfaz, por três razões essenciais: (i) pela insegurança jurídica, inoportável no mercado, que acarreta; (ii) pela perturbação do equilíbrio intencionado entre a transparência (necessária à promoção da eficiência do mercado e à proteção dos investidores) e a restrição dos custos dos participan-

sentido de apenas abarcar os «*acordos celebrados entre o participante e um terceiro que os obrigue a adotar, através do exercício concertado dos direitos de voto que possuem, uma política comum duradoura em relação à gestão do emitente em causa*». Neste caso, estamos no domínio da interpretação restritiva e não no da redução teleológica, porque «*o espírito da lei configura o género previsto na hipótese da norma em termos de excluir espécies que nela seriam subsumíveis segundo a letra da lei*» (Alexandre Libório Dias Pereira, *Da equidade (fragmentos)*, 80 BFDUC (2004), 347-402 (357).

⁶⁰ Por ora, centramo-nos apenas na questão metodológica de DUE, deixando de lado saber se uma tal pretensão teria fundamento legal, em particular, à luz do art. 483.º/1, 2.ª parte CC (responsabilidade delitual por violação de normas de proteção). No sentido de que, conquanto possam existir (e evidentemente existam) normas mobiliárias que têm também em mira a proteção dos interesses individuais dos investidores ou conferir-lhes até direitos subjetivos, se deve entender, na dúvida, que a *ratio* que lhes subjaz é só a de servir o interesse público (ainda que por intermédio da tutela dos investidores *em geral*), vide Carlos Osório de Castro, *A informação no direito do mercado de valores mobiliários*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, 1997, 335.

tes e dos emitentes; e (iii) pelo bloqueio da construção de um mercado que, intencionado como único, vive mal com tais divergências nacionais.

Não é certo, porém, que o DUE, no seu atual estado de desenvolvimento, permita outra solução. Não se vislumbram sequer princípios gerais de DUE dos quais, de acordo com a jurisprudência firmada pelo TJUE no controverso caso *Mangold*⁶¹, se pudesse extrair outra solução. Nem mesmo o *princípio do efeito útil* do DUE permite ultrapassar a inexistência de efeito direto horizontal das diretivas⁶².

Uma solução diferente, a existir, tem de ser procurada no direito nacional. A unidade do sistema pode exigir uma solução que assegure a certeza jurídica e a tutela da confiança essenciais ao funcionamento do mercado: nas relações entre particulares é concebível uma interpretação restritiva ou uma redução teleológica⁶³, no contexto de um desenvolvimento do Direito em conformidade com a diretriz, como operou o BGH no caso *Quelle*⁶⁴. Uma tal via permitiria uma aplicação uniforme do direito nacional tanto nas relações dos particulares com a CMVM como nas relações entre particulares.

⁶¹ TJUE, caso C-144/04, *Mangold v Helm* (2005). Sobre este controverso caso, veja-se, v.g., Craig, *The legal effect of Directives*, cit., 372-375.

⁶² Cfr. Nuno Cunha Rodrigues, *Sobre a inexistência de efeito direto horizontal*, cit., 1180: «Na verdade, efeito útil e efeito direto são conceitos diferentes. Não é por via do princípio do efeito útil que pode aferir-se da oponibilidade, a um particular, de uma Diretiva. Se fosse assim, as Diretivas seriam de aplicação automática e não exigiriam transposição para o direito nacional (...). Por outro lado, estaria resolvida a questão do (não-reconhecimento) de efeito direto horizontal das Diretivas de forma totalmente divergente com a que é aceite pelos tribunais e pela doutrina».

⁶³ Novamente: **interpretação restritiva** dos critérios de imputação que têm respaldo parcial na TD e que, de outra forma, iriam além desta; **restricção teleológica** do art. 20.º/1 CVM, dando-se por não escritos os critérios de imputação sem respaldo na TD.

Como é sabido, o recurso à redução teleológica pressupõe a existência de uma **lacuna oculta**, i.e., um caso para o qual existe, à primeira vista, uma regra legal que, não obstante o seu teor literal, não se ajusta e não se aplica ao mesmo atenta a sua teleologia. Claus-Wilhelm Canaris, *Systemdenken und Systembegriff in der Jurisprudenz*, 2.ª ed., 1983, 61 ss. É o que sucede nalguns casos subsumíveis à letra do art. 20.º/1 CVM.

⁶⁴ BGHZ 179, 27 = NJW 2009, 427. Veja-se, contudo, a análise crítica de Lorenz, in *Münchener Kommentar zum BGB*⁸, Vorbemerkung (Vor § 474), n.ºs m. 3 a 5.

6. Consequências a nível contraordenacional

I. Uma nota final: na medida em que, *in casu*, se imponha uma restrição teleológica, poderá haver consequências no plano contraordenacional.

Como explica Larenz, a restrição teleológica comporta-se em relação à interpretação restritiva como a analogia particular em relação interpretação extensiva. Tanto num caso como noutra, «*trata-se de uma continuidade de interpretação transcendendo o limite do sentido literal possível*»⁶⁵.

Assim, a restrição teleológica convoca as mesmas dificuldades que a analogia na afirmação da responsabilidade contraordenacional. Esta só é admissível quando o comportamento em causa preencha o tipo especificado pela normal legal, que tem de ser formulada em termos tais que permitam ao seu destinatário identificar antecipadamente o comportamento punível e modelar a sua conduta em conformidade.

As normas contraordenacionais têm, neste sentido, uma *função de garantia*: são *normas delimitadoras*. Como sublinha o Tribunal Constitucional, «*num Estado de Direito, nunca os cidadãos (...) podem ficar à mercê de puros actos de poder*»⁶⁶.

II. O *princípio da legalidade contraordenacional* está vertido logo no art. 1.º RGCO, sendo desenvolvido depois no art. 2.º RGCO, segundo o qual «*[s]ó será punido como contra-ordenação o facto descrito e declarado passível de coima por lei anterior ao momento da sua prática*».

De entre os seus corolários apontados pela doutrina – (i) exigência de lei escrita⁶⁷; (ii) exigência de lei certa⁶⁸; (iii) exigência de

⁶⁵ *Metodologia da ciência do direito*, 6.ª ed., 1991, trad. de José Lamego, 3.ª ed., 1997, 556.

⁶⁶ Cfr. TC, acórdão n.º 666/1994 (Messias Bento), de 14-dez.

⁶⁷ Visa impedir a constituição de contraordenações ou o agravamento de coimas ou de sanções acessórias pela jurisprudência, pelos costumes ou pelos usos sociais. Augusto Silva Dias / Rui Soares Pereira, *Direito das contraordenações*, 2.ª ed., 2022, 83-86.

⁶⁸ Impede o emprego de conceitos com elevado grau de indeterminação ou de técnicas em branco difusas que conferem uma ampla margem de apreciação ao aplicador da lei. Augusto Silva Dias / Rui Soares Pereira, *Direito das contraordenações*², 86-93.

*lei estrita*⁶⁹; e (iv) *exigência de lei prévia*⁷⁰ – interessa-nos agora o terceiro.

Está em causa a proibição de analogia *legis*⁷¹ para qualificar um facto como contraordenação e para agravar a responsabilidade contraordenacional, por exigências de segurança e certeza jurídicas, de confiança e de previsibilidade da atuação do poder punitivo, atenta a restrição de direitos patrimoniais e de liberdades económicas⁷². Tudo por força do princípio do Estado de Direito (art. 2.º CRP)⁷³.

III. Fica assim vedada à CMVM a possibilidade de, na sequência da referida restrição teleológica do art. 20.º/1 CVM, qualificar um facto como contraordenação. Vejamos o seguinte exemplo⁷⁴:

A sociedade A adquire uma participação que lhe confere 51% dos votos de uma sociedade aberta, e comunica essa participação qualificada. A seguir (passo 1) transmite metade das suas acções a um dos seus administradores. Em consequência, os votos inerentes às acções de que a sociedade A é titular situam-se agora aquém do limiar de 1/3; porém, a totalidade dos direitos de voto que lhe são imputados continua acima dos 50%. Nenhuma comunicação lhe é, portanto, exigida nos termos do art. 16.º/1 CVM.

No caso, porém, de se entender que o passo 1 fez cessar a imputação à sociedade A dos direitos de votos transmitidos, em virtude

⁶⁹ Desenvolvido no corpo do texto de seguida.

⁷⁰ Proíbe a aplicação retroativa de normas contraordenacionais mais desfavoráveis, encontrando também o seu fundamento sobretudo na previsibilidade da atuação punitiva dos poderes públicos. Augusto Silva Dias / Rui Soares Pereira, *Direito das contraordenações*², 94-102.

⁷¹ Mas não analogia *juris*. Augusto Silva Dias / Rui Soares Pereira, *Direito das contraordenações*², 93-94.

⁷² Augusto Silva Dias / Rui Soares Pereira, *Direito das contraordenações*², 93. Como recorda o autor:

«a integração analógica começa ali onde se conclui que a previsão legal em causa não inclui o facto candidato à subsunção: este não é abrangido pelo jogo de articulação entre a letra e o sentido da normativo do tipo legal».

⁷³ Paulo Pinto de Albuquerque, *Comentário do Regime-Geral das Contra-Ordenações*, 2017, art. 2.º, 32-33.

⁷⁴ Adaptado do exposto por Carlos Osório de Castro, *A imputação de direitos de voto para feitos de OPA's e algumas notas sobre matérias avulsas*, cit., 183.

de uma redução teleológica do factor de imputação intercedente – na medida em que o art. 20.º/1, *d*) CVM não tem respaldo no art. 10.º TD –, já o passo 1 cria para *A* um dever de comunicação de alienação de participação qualificada.

Nos termos dos arts. 1.º e 2.º RGCO, o eventual incumprimento deste dever não pode ter consequências contraordenacionais.

7. Conclusões

I. O escopo de harmonização mínima que caracterizava a Diretriz da Transparência até 2013, no que respeita aos fatores determinantes da imputação de direitos de voto, volveu-se em harmonização máxima. Desde então, não podem os Estados-membros acrescentar critérios de imputação ao catálogo da diretriz. É o que resulta do art. 3.º/1-A, 4.º parág. TD.

É uma solução dirigida à eliminação das significativas diferenças então existentes entre os sistemas dos vários Estados-membros, à redução dos custos de transação que tais diferenças acarretavam – e continuam a acarretar nalguns casos – para os investidores transfronteiriços e para as sociedades cotadas, e ao reforço da segurança jurídica necessária à construção de um mercado de capitais verdadeiramente europeu.

II. Sob pena de facilmente se poder frustrar a harmonização prosseguida pelo legislador comunitário, deve entender-se que da al. *iii*) do referido art. 3.º/1-A, 4.º parág. TD resulta apenas o que sempre seria óbvio: que a circunscrição da margem de manobra dos Estados-membros, através da proibição de fixação de outros critérios de imputação de direitos de voto, releva apenas para efeitos da constituição de deveres de comunicação de participações qualificadas, mas já não para efeitos de OPA obrigatória.

Neste outro contexto, podem os Estados-membros prever deveres de informação que não se confundem com aqueles que, entre nós, resultam do art. 16.º CVM. Porém, não podem partir de coordenadas próprias do regime da OPA obrigatória para estender o alcance dos deveres de transparência.

III. O legislador nacional não foi sensível a esta questão na transposição da Diretriz 2013/50/UE, que alterou a Diretriz da Transparência em 2013. Também não aproveitou a reforma do CVM de 2021 para emendar a mão, sem prejuízo das correções introduzidas nas als. *b)* e *f)* do art. 20.º/1.

Perante a atual redação deste preceito, conclui-se que várias das suas *fattispecie* ou vão para além do disposto ou não têm qualquer correspondência nos arts. 10.º e 13.º TD. Contrariam por isso a proibição do art. 3.º/1-A, 4.º parág. TD.

IV. As consequências dessa colisão divergem consoante, *in casu*, um particular se confronte com a CMVM ou com outro particular.

Os referidos preceitos da Diretriz da Transparência são suficientemente claros, precisos e incondicionais, pelo que têm efeito direto vertical: um particular pode invocá-los contra quaisquer entidades públicas, designadamente contra a CMVM. Consoante os casos, esta ver-se-á na contingência de aceitar uma interpretação restritiva ou uma restrição teleológica do art. 20.º/1 CVM, para efeitos do art. 16.º/1 CVM.

Já nas relações que se estabeleçam entre particulares, os tribunais e demais autoridades públicas dos Estados-membros estão vinculados à interpretação das normas de transposição em conformidade com o texto e o escopo da diretriz, mas apenas e tão-só «*na medida do possível*», ou seja, dentro dos limites do direito nacional, o qual não é derogado pela diretriz.

V. A desconformidade entre as soluções aplicáveis às controvérsias em que a um particular se oponha a CMVM ou, antes, um outro particular, é inconveniente a vários títulos, mas o DUE, no seu atual estado de desenvolvimento, não parece permitir outra solução.

A solução poderá estar no direito nacional, nas exigências da unidade do sistema jurídico, com vista à tutela da certeza jurídica e da confiança essenciais ao funcionamento do mercado. Destas poderá decorrer uma interpretação restritiva ou uma redução teleológica do art. 20.º/1 CVM também nas relações entre particulares. Tratar-se-ia de um desenvolvimento do Direito em conformidade com a diretriz.

VI. A restrição teleológica não pode servir de fundamento para a afirmação de responsabilidade contraordenacional pelo incumprimento de deveres de comunicação de participações qualificadas.

