

A IMPUTAÇÃO DE DIREITOS DE VOTO NO MERCADO DE CAPITAIS. EM ESPECIAL O ACORDO PARA O EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO*

*Sofia Altmann***

INTRODUÇÃO¹

I. O presente trabalho tem por base a seguinte temática: as ações, enquanto participação social, são bens que investem o seu titular num conjunto unitário e complexo de direitos e obrigações, entre os quais avulta o

* Dirijo a primeira palavra de agradecimento ao Senhor Professor Doutor José Engrácia Antunes, orientador da presente dissertação, pela constante disponibilidade e interesse que manifestou ao longo desta investigação, bem como pelas suas críticas e observações sempre pertinentes e estimulantes. Apenas lamento o facto de porventura não ter sabido beneficiar mais do seu contributo. Em segundo lugar, manifesto o meu agradecimento a todos os Professores da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa e, de um modo especial, aos da Escola do Porto, pela infindável partilha de saber e conhecimentos ao longo da Licenciatura e do Mestrado em Direito. Não posso deixar de transmitir o meu sincero reconhecimento a todos os colegas da Sonae SGPS, S.A., pelo estímulo, pela oportunidade de aprendizagem que me proporcionam diariamente e pela amizade. Por fim, aos meus avós, pais e marido agradeço o constante incentivo, o apoio incondicional, e o carinho e dedicação sem reservas. A eles dedico este trabalho.

** Mestre em Direito. O presente estudo constitui a dissertação de Mestrado apresentada e defendida pela Autora em provas Públicas na Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa.

¹ As normas citadas sem indicação de fonte pertencem ao CVM, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, e sucessivamente alterado, salvo se do contexto resultar fonte diversa. Todas as traduções constantes deste trabalho são da responsabilidade da autora

*direito de voto*² (“voting right”, “Stimmrecht”, “droit de vote”, “diritto di voto”), consagrado genericamente no art. 21.º, n.º 1, al. b) do CSC. Este reveste-se de particular relevância, na medida em que é através da emissão do voto que os acionistas de uma sociedade anónima participam no governo e influem na condução da vida da sociedade, seja diretamente (conformando o sentido das deliberações tomadas pela Assembleia Geral em matérias da competência desta), seja indiretamente (elegendo e destituindo os membros dos demais órgãos sociais e fiscalizando a respetiva atuação).

Todavia, especialmente no seio das sociedades com capital aberto ao investimento do público (abreviadamente, sociedade aberta)³, verifica-se, frequentemente, uma dissociação entre a ação e o voto, traduzida no facto de a titularidade de uma ação pertencer a uma pessoa, mas o inerente direito de voto ser exercido ou influenciado por outra, que poderá até nem ser acionista⁴. Atualmente, a concentração de controlo não implica necessariamente o exercício direto de direitos sociais sobre as empresas abrangidas, podendo não implicar sequer a titularidade das respetivas ações. Ora, tal situação não pode ser ignorada no âmbito do cômputo de direitos de voto, uma vez que a necessidade de evitar a ilusão da lei e de garantir a eficácia dos seus comandos jurídicos requer que se identifique “o controlo real e efetivo”⁵ dos direitos de voto inerentes ao capital social de uma sociedade aberta. Caso seja controlável através dos direitos de voto, mais importante do que saber a quem pertencem formalmente esses direitos, é saber quem *tem o poder de determinar ou influenciar de modo decisivo o sentido do respetivo exercício*. Ou seja, assume

² Para a noção de direito de voto, vide, entre nós, Eduardo Lucas Coelho, *Direito de Voto dos Accionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Rei dos Livros, Lisboa, 1987, pp. 21 e ss.; *Id.*, *A Formação das Deliberações Sociais – Assembleia Geral das Sociedades Anónimas*, Coimbra Editora, Coimbra, 1994, pp. 160 e ss.; José Engrácia Antunes, *Direito das Sociedades*, 4.ª Ed., Edição de Autor, Porto, 2013, pp. 390 e ss.; Jorge Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, Das Sociedades, 4.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2013, pp. 242 e ss.; Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2012, pp. 340 e ss.

³ São sociedades abertas, aquelas que assim hajam de qualificar-se por aplicação de qualquer um dos critérios previstos no art. 13.º, n.º 1.

⁴ Cfr., no direito nacional, Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2011, pp. 550 e ss.; José Engrácia Antunes, *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*, 2.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2002, pp. 497 e ss.; no direito alemão, veja-se Sigfried Kumpel, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 3. Auflage, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2004, p. 2133, § 16.459.

⁵ A expressão é de Paula Costa e Silva, *A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, p. 407.

uma maior relevância a titularidade fáctico-material [ou por via indireta] do que a titularidade jurídico-formal [direta]. Na sequência da consagração de um conceito material de titularidade⁶, e não de um conceito puramente formal, nasce o problema da imputação dos direitos de voto⁷, que constitui a técnica utilizada no CVM para identificar e medir a influência acionista em sociedades abertas, e que consubstancia o pano de fundo do presente trabalho.

II. O art. 20.º do CVM é a sede normativa do cômputo de direitos de voto, apresentando o catálogo completo das situações que, isolada ou conjuntamente, são suscetíveis de originar uma imputação de direitos de voto⁸.

A imputação de direitos de voto é um *instituto transversal ao CVM* e até mesmo ao Direito Comercial em geral, que é relevante sempre que esteja em causa apurar o montante de uma participação de capital votante para efeitos da aplicação das mais variadas normas, deveres ou institutos legais⁹. Há,

⁶ Sobre o conceito de titularidade indireta ou material, vide José Engrácia Antunes, *Os Grupos de Sociedades* [...], cit., pp. 317 e ss. e 345 e ss.; Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., pp. 550 e ss.

⁷ Entre nós: Osório de Castro, *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *CadMVM*, n.º 7, 2000 (Abril), pp. 161-193; Paula Costa e Silva, *Organismos de Investimento Colectivo e Imputação de Direitos de Voto*, in *CadMVM*, n.º 26, 2007 (Abril), pp. 70-81; *Id.*, *A Imputação de Direitos de Voto* [...], cit.; *Id.*, *Sociedade Aberta, Domínio e Influência Dominante*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 541-571; João Mattamouros Resende, *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2010; João Soares da Silva, *Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários*, in *CadMVM*, n.º 26, 2007 (Abril), pp. 47-58; Vítor Pereira Neves, *A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *Estudos Comemorativos de 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa* [2008], Vol. II, pp. 507-541; Hugo Moredo Santos, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Wolters Kluwer/Coimbra Editora, Coimbra, 2011; Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., pp. 550 e ss.

⁸ As alíneas do art. 20.º, n.º 1, são taxativas, pelo que determinada situação não será fonte de imputação de direitos de voto caso não seja subsumível a alguma daquelas alíneas. Cfr., entre outros, Hugo Moredo Santos, *Transparência*, [...], cit., pp. 371 e ss.; Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., p. 556.

⁹ V.g., do pedido de procuração para representação em assembleia geral, formulado nos termos do art. 23.º, n.º 1, deve constar uma referência aos direitos de voto que são imputáveis ao solicitante nos termos do n.º 1 do art. 20.º [al. a)]; o art. 27.º, n.º 1, determina que "A sociedade aberta pode perder essa qualidade quando: a) Um accionista passe a deter, em consequência de oferta pública de aquisição, mais de 90% dos direitos de voto calculados nos termos do n.º 1 do art. 20.º". De entre inúmeras outras remissões para os critérios do n.º 1 do art. 20.º des-

portanto, grande dispersão normativa a respeito do sistema de imputações, sendo a matéria especialmente relevante nos diferentes ramos ou subsectores jurídicos do mercado financeiro (incluindo, para além do Direito do Mercado de Capitais, o Direito Bancário e o Direito dos Seguros), com alcances e significados nem sempre uniformes. Compreende-se, assim, que às regras de imputação de direitos de voto se exija elasticidade, designadamente por forma a adaptar os diferentes critérios imputativos às diversas finalidades regulatórias setoriais que subjazem às normas que os convocam e consagram.

Contudo, pela sua particular importância, merecem especial destaque dois contextos específicos nos quais as regras referidas são chamadas a intervir: o *dever de comunicar participações qualificadas* e o *dever de lançar uma OPA*. Tratam-se de deveres fundamentais para garantir um equilibrado compromisso entre, por um lado, a liberdade de iniciativa económica de uns acionistas e, por outro lado, a protecção dos interesses e a igualdade de tratamento de outros, potencialmente afetados pela conduta daqueles.

O CVM estatui a obrigação de comunicar a aquisição ou a perda de participações qualificadas em sociedades abertas, cujo cumprimento dá a conhecer ao mercado os participantes capazes de exercer influência no governo da sociedade, evitando, desse modo, que um participante possa reforçar discretamente o seu poder de voto, ascender na estrutura societária e, eventualmente, tomar o controlo de forma secreta. Com efeito, este dever legal tem subjacente uma finalidade geral de publicidade e transparência das participações sociais, com vista a oferecer uma protecção preventiva face aos eventuais propósitos estratégicos de aquisição de controlo prosseguidos. Ora, a qualidade da informação prestada supõe naturalmente que se identifique e individualize aquele que realmente projetou a aquisição da participação social e que exercerá os poderes a esta inerentes, e não apenas o terceiro “testa-de-ferro”, que formalmente protagonizou tal aquisição: só assim aquele dever de comunicação poderá desempenhar eficazmente a função protetora que justamente lhe está na base¹⁰. Em caso de incumprimento deste dever, os Tribunais poderão determinar a suspensão do exercício do direito de voto e da generalidade dos direitos de natureza patrimonial (art. 16, n.º 7).

tacam-se, ainda, as que constam dos arts. 138.º, 173.º, 176.º, 180.º [relativos à OPA]; art. 162.º [relativo à oferta de distribuição]; e art. 194.º [relativo às OPAs potestativas.

¹⁰ Cfr. José Engrácia Antunes, *Os Grupos de Sociedades* [...], cit., pp. 345 e 346.

Por sua vez, o dever de lançar uma OPA sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição nasce, e junta-se ao primeiro dever, quando a aquisição ou o reforço de uma participação qualificada possa implicar ou implique a obtenção do controlo sobre a sociedade [art. 187, n.º 1]. A intenção do legislador, ao impor ao titular do controlo societário este dever, foi fundamentalmente assegurar uma igualdade de tratamento aos acionistas minoritários da sociedade visada, que, de outro modo, “quedaríamos cativos dos respetivos títulos [“exit right”], ficariam impedidos de desinvestir na empresa social em condições de preço idênticas às anteriormente praticadas [“best price rule”] ou não partilhariam em termos equitativos o valor gerado pela transferência do domínio [“prémio de controlo”]”¹¹, tendo-lhes concedido a hipótese de abandonar a sociedade contra o pagamento de um valor equitativo [art. 188.º, n.º 1, al. a)] em caso de alteração do domínio sobre a mesma. Assim, a obrigação de lançar uma OPA, constituindo um pesadíssimo encargo para aquele sobre quem impende, é comumente apontada como a melhor forma de tutela dos pequenos acionistas quando se instala, em sociedades abertas, uma posição de domínio¹².

Ora, tanto o art. 16.º, como o art. 187.º, n.º 1, convocam o art. 20.º, n.º 1, e consideram não só os direitos de voto que um acionista pode exercer por serem inerentes às ações de que é titular, mas também os direitos de voto que, sendo inerentes a ações de que ele não é titular, lhe são imputados por via da relação, direta ou intermediada, tida com o titular formal dessas ações.

III. Por razões óbvias atinentes à natureza da presente dissertação, vamos circunscrever a nossa análise a apenas um dos critérios de imputação previstos no n.º 1 do art. 20. Propomo-nos, assim, a aprofundar as implica-

¹¹ José Engrácia Antunes, *A Igualdade de Tratamento dos Accionistas em OPA*. In: II “Direito das Sociedades em Revista” (2010), Vol. III, pp. 87-111.

¹² Haverá, neste ponto, que reforçar o segundo pressuposto de que depende a constituição da obrigação de lançamento de OPA. O domínio substancial, por si só, não desencadeia a obrigação de lançamento de OPA. Com efeito, é necessário que esse domínio seja acompanhado da detenção, direta ou indireta, de determinadas percentagens de direitos de voto, presumindo-se que são estas que permitem o exercício daquela influência dominante. Tal solução é imposta por razões de segurança. Cfr. Paula Costa e Silva, *O Domínio da Sociedade Aberta e seus Efeitos*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 325 e ss. No mesmo sentido, Rainer Süßmann, in Stephan Geibel/Rainer Süßmann, *WpÜG – Kommentar*, C.H.Beck, München, 2002, sub § 29.III.14.

ções da celebração dos *acordos parassociais para o exercício do direito de voto* (abreviadamente, acordos de voto) no problema da sua imputação de direitos de voto.

A nossa escolha deve-se à particular relevância dos acordos de voto: estes correspondem a uma das mais frequentes e significativas vinculações de carácter parassocial e a seu respeito se têm suscitado as maiores dúvidas e divergências na doutrina. Para além disso, os acordos de voto desempenham um papel fundamental no universo das sociedades cotadas em bolsa, tratando-se, porém, de um tema que, entre nós, se encontra ainda pouco desenvolvido.

Antes de avançarmos no nosso estudo, vejamos o seguinte exemplo¹³:

Em 7 de Junho de 1999, António Champalimaud (abreviadamente AC), titular de uma carteira de participações sociais que lhe conferiam o domínio sobre um vasto grupo de sociedades comerciais, e o Banco Santander Central Hispano, S.A. (abreviadamente BS), instituição de crédito líder de um grupo societário espanhol, celebraram *três acordos jurídico-negociais*. AC e o BS celebraram ainda um "*Acordo Parassocial*" cujo objeto consistiu em "regular determinados aspetos das relações entre as Partes enquanto únicos acionistas das Holdings, designadamente no que respeita ao funcionamento dos órgãos sociais das sociedades do Grupo AC e às restrições relativas à alienação e transferência de acções Holding".

O acordo em apreço institui, desde logo, uma vinculação de exercício coordenado e concertado dos direitos de voto detidos por AC e por BS nas sociedades "holding": essa vinculação encontra-se expressamente consagrada em via geral na denominada "*cláusula de voto*" — "cada accionista deverá utilizar os votos inerentes às acções holding por ele detidas relativamente a qualquer outro assunto emergente no âmbito do presente Acordo submetido à votação dos accionistas de uma holding de forma a implementar os termos do presente Acordo" —, mas é depois concretizada através de regras substantivas e processuais de coordenação da emissão, orientação e exercício dos direitos de voto ao nível dos órgãos deliberativos daquelas sociedades e, mediatamente, dos seus órgãos de administração e órgãos de fiscalização.

Como consequência dos acordos celebrados entre AC e o BS, este passou a ser contitular de uma participação qualificada indireta no capital de uma

¹³ Cfr. José Engrácia Antunes, *Participações Qualificadas e Domínio Conjunto — A Propósito do Caso "António Champalimaud — Banco Santander"*, Publicações UCP, Porto, 2000.

empresa de seguros. Assim, o BS estava obrigado à comunicação prévia de um seu projeto de aquisição e sujeito à apreciação prévia da autoridade de tutela competente (arts. 43.º e ss. do DL n.º 94-B/98, de 17 de Abril): a inobservância daquele dever e a oposição administrativa têm como consequência a inibição *ipso iure* do exercício dos direitos de voto inerentes a participação qualificada.

1. A IMPUTAÇÃO DE DIREITOS DE VOTO NO DIREITO PORTUGUÊS

1.1. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

I. O direito de voto, na medida em que constitui o direito do sócio *participar na tomada de deliberações da Assembleia Geral da sociedade, através da emissão de votos*, é passível de servir de medida ou padrão pelo qual se afere o poder de cada acionista. O voto representa uma declaração de vontade que, em conjugação com outras declarações da mesma natureza, concorre para a formação da deliberação, esta, por seu turno, expressão da vontade unitária da Assembleia Geral. A vontade deste órgão é, por sua vez, dentro das matérias incluídas na sua competência, vontade imputável à sociedade¹⁴.

Quando a quantidade de votos reunidos pelo mesmo acionista ultrapassa determinadas fasquias, impõe-se que tal facto seja revelado ao mercado, mediante uma comunicação de participação qualificada. Se a quantidade de votos reunidos pelo mesmo acionista lhe permitir alcançar o domínio sobre a sociedade, aquele deve lançar uma OPA sobre a dita sociedade.

Esta aparente simplicidade é deturpada porque nem sempre o poder de influenciar ou controlar o exercício dos direitos de voto se circunscreve às ações de que cada acionista é titular. Por vezes, certa pessoa (acionista ou não acionista) pode influenciar ou controlar o exercício dos direitos de voto inerentes a ações alheias. Nesse caso, a influência sobre o exercício de direitos de voto tem origem em causas diversas da titularidade.

¹⁴ José Engrácia Antunes, *Direito das Sociedades*, cit., p. 390; Jorge Coutinho de Abreu, *Curso de Direito Comercial* [...], cit., p. 242; Eduardo Lucas Coelho, *Direito de Voto dos Accionistas* [...], cit., p. 101; Vasco da Gama Lobo Xavier – *Anulação de Deliberação Social e de Deliberações Conexas*, Almedina, Coimbra, 1998, pp. 583-584 (nota 59).

Independentemente da razão pela qual alguém procura fazê-lo, esse facto não poderia deixar de ser revelado, pois de outra forma facilmente se iludiriam os deveres a que anteriormente fizemos referência¹⁵. Surge, então, a imputação de direitos de voto.

II. Face ao exposto, facilmente podemos depreender que o legislador recorreu à imputação de direitos de voto para tentar desmascarar situações que materialmente corporizam uma realidade distinta daquela que se poderia formalmente pressupor. Através do mecanismo da imputação de direitos de voto procura-se ou consegue-se sobrepor a influência ou potencial influência sobre direitos de voto à titularidade formal das ações às quais os direitos de voto são inerentes. A orientação fundamental neste âmbito reconduz-se ao reconhecimento elementar de que computar apenas os direitos de voto que um acionista possa exercer em resultado da titularidade de ações equivaleria a adotar uma "visão demasiado simplista e desajustada da realidade"¹⁶. Em inúmeros casos, a aquisição de ações com direito de voto, bem como o seu exercício, tem subjacente uma conduta coordenada, que, aparentemente, não é revelada.

Assim, o art. 20.º faz relevar, não apenas a titularidade do direito de voto, mas também a *influência no modo como o direito de voto pode ser exercido*. No preceito, é possível identificar a utilização de técnicas legislativas como as ficções legais, cujo objetivo é responder ao perigo da influência no exercício de direitos de votos inerentes a participações sociais tituladas formalmente por terceiros. De referir ainda que, neste domínio, nos deparamos com presunções *iuris et de iure*, i.e., inilidíveis: se se verificar qualquer uma das situações previstas, o normativo aplica-se mesmo que, *in casu*, a possibilidade de influência no exercício de direitos de voto não exista¹⁷.

Importa sublinhar que a concertação de interesses não é, de forma alguma, proibida, podendo cada investidor articular-se com os demais como entender ser mais adequado para prosseguir os seus interesses. Assim, o facto de alguém pretender, em conjunto com outras pessoas, manter ou adquirir o controlo sobre uma sociedade, não constitui nada de ilegal ou impróprio.

¹⁵ Ver p. 3 do presente trabalho.

¹⁶ José Miguel Júdice / Maria Luisa Antas / António Artur Ferreira / Jorge Brito Pereira, *OPA – Operações Públicas de Aquisição [legislação comentada]*, Semanário Económico, Lisboa, 1992, p. 53.

¹⁷ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., p. 556; Paula Costa e Silva, *A Imputação de Direitos de Voto [...]*, cit., p. 279; Vítor Pereira Neves, *A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação [...]*, cit., p. 518.

Todavia, as ligações com possível impacto no exercício de direitos de voto estabelecidas por acionistas ou outras pessoas que possam “dispor” desses direitos não podem deixar de ser valoradas pela lei, uma vez que podem subordinar a atuação isolada e a autonomia individual de cada titular de ações a um interesse comum a vários titulares de direitos de voto, ao interesse de um deles ou a um interesse externo àqueles.

Num cenário em que existe uma forte disseminação do capital, a comunhão de esforços pode ser decisiva, mostrando-se necessário não só torná-la conhecida do mercado, como reconhecer-lhe consequências, obrigando o controlador a lançar OPA. Tal como referimos anteriormente, a lei visou acautelar a ilusão do regime jurídico nela previsto¹⁸ e procurou assegurar a transmissão ao público de um “quadro correto”¹⁹.

Em jeito de conclusão, diríamos que o recurso à técnica da imputação de direitos de voto permite dar conhecimento, tão perfeito quanto possível, da identidade e das ligações entre os principais participantes na sociedade²⁰.

1.2. A FUNCIONALIDADE PLURAL DA IMPUTAÇÃO DE DIREITOS DE VOTO

I. Ao contrário do que sucedia no sistema constante do anterior CdMVM, o legislador do CVM consagrou um regime unificado para a imputação de direitos de voto, que é instrumental quer do regime de comunicação de participações qualificadas, quer do regime das OPAs obrigatórias [art. 20.º]. Deste modo, prescindiu de uma “configuração autónoma do modo de determinação dos limiares quantitativos relevantes para efeito de constituição do dever de

¹⁸ Vide José Engrácia Antunes, *Os Grupos de Sociedades* [...], cit., pp. 345 e 346 [ainda que no âmbito do n.º 2 do art. 483.º do CSC]; Paulo Câmara, *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, in *CadMVM*, n.º 7, 2000 (Abril), p. 214 [nota 45]; *Id.*, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., pp. 550 e ss.; Osório de Castro, *A Imputação de Direitos de Voto* [...], cit., p. 167; João Soares da Silva, *Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade* [...], cit., p. 54.

¹⁹ Osório de Castro, *A Imputação de Direitos de Voto* (€), cit., p. 167. No mesmo sentido já se pronunciou expressamente a CMVM: “o objectivo da imputação de direitos de voto à luz do Código dos Valores Mobiliários é o de tornar transparentes as relações de potencial influência no exercício do direito de voto respeitante a ações representativas do capital social de sociedades abertas” [CMVM, *Parecer genérico sobre imputação de direitos de voto a fundas de pensões*, de 25 de Maio de 2006, disponível em www.cmvm.pt].

²⁰ Cfr. Dominique Leblanc, *Franchisement de Seuils, Pactes Accionaires, Action de Concert, Le Nouveau Droit des Marches Financiers en France*, Bulletin Joly, Paris 1990, p. 29.

lançamento de OPA, optando por utilizar, para esse efeito, a mesma malha normativa traçada, na sequência de imposição comunitária, para a divulgação de participações relevantes²¹.

Esta opção é explicada quer por razões de ordem histórica, quer por razões de ordem sistémica. Por um lado, as dificuldades de interpretação resultantes do regime dual constante do CdMVM conduziram a um amplo consenso relativamente à solução unificadora, à data da aprovação do CVM. Por outro lado, uma unificação do regime de imputação de direitos de voto favorece a clareza aplicativa, facilita os modelos de decisão por parte dos investidores e torna a lei mais acessível e corretamente compreendida. Trata-se, assim, do resultado de uma opção deliberada do legislador, ditada por um propósito geral de simplificação, condensação normativa e reforço da segurança jurídica e previsibilidade²².

Apesar da grande similitude entre as regras de imputação relevantes para efeitos de informação do mercado e de OPA obrigatória no CdMVM, que terá conduzido o legislador a concentrar num único preceito as regras em causa, há Autores que entendem que o art. 20.º assume âmbitos diferentes consoante a perspetiva em que é interpretado e aplicado. Estes Autores defendem uma "dupla funcionalidade"²³ das regras de imputação²⁴, considerando que "o aproveitamento" de um corpo normativo para finalidades diversas daquelas que o originaram, à míngua de uma efetiva identidade de razões que justifiquem a analogia, leva a que, em certos aspetos, se possa pensar que se está a ir longe demais ao aplicar à determinação do dever de lançamento

²¹ João Soares da Silva, *Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade (...)*, cit., p. 47.

²² Cfr. António Sousa Franco, *Apresentação do Sr. Ministro das Finanças*, in *Trabalhos Preparatórios do Código dos Valores Mobiliários*, Lisboa, 1999, diversos documentos preparatórios aí incluídos e a expressa proclamação do n.º 3 do Preâmbulo do Código. No mesmo sentido, João Cunha Vaz, *As OPA na União Europeia face ao novo Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2000, pp. 181 e ss. Vide, também, Paulo Câmara, *O Dever de Lançamento (...)*, cit., p. 200; *Id.*, *Manual de Direitos dos Valores Mobiliários*, cit., pp. 555 e ss.

²³ A expressão é de Paula Costa e Silva, *A Imputação de Direitos de Voto (...)*, cit., p. 434. Refira-se que João Soares da Silva, *Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade (...)*, cit., p. 55, crê que, em bom rigor, será antes de falar de uma funcionalidade tripla. Não podemos, no entanto, abordar esta questão aqui.

²⁴ Sobre a interpretação do art. 20.º, veja-se, entre outros, Paula Costa e Silva, *A Imputação de Direitos de Voto (...)*, cit., pp. 403 e ss., Osório de Castro, *A Imputação de Direitos de Voto (...)*, cit., pp. 166 e ss., António Pereira de Almeida, *Sociedades Comerciais*, 4.ª Ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2006, pp. 485 e ss.

de OPA normas que ganham pleno sentido apenas no quadro dos deveres de informação^{25_26_27}.

Para estes Autores, esta “dupla funcionalidade” não constitui uma originalidade do nosso sistema, dando como exemplo o sistema alemão. Apesar das semelhanças em relação à escolha legislativa adotada na Alemanha, chamamos, porém, atenção para diferenças assinaláveis, que iremos abordar no próximo capítulo, nomeadamente a opção do legislador alemão por um sistema de *dupla legalidade*.

1.3. OS CASOS DE IMPUTAÇÃO DE DIREITOS DE VOTO NO CVM

I. Saber que votos se imputam ao participante é tarefa que pressupõe que se interprete o art. 20.º, n.º 1. As situações que relevam em matéria de imputação de direitos de voto são inúmeras e podem evidenciar alguma heterogeneidade, sendo múltiplas as formas através das quais uma pessoa, a quem os direitos de voto são imputados, pode ter influência sobre o exercício dos direitos de voto inerentes às ações detidas por outra pessoa.

O n.º 1 do art. 20.º considera imputáveis aos participantes, além dos direitos de voto “inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou usufruto, os direitos de voto: a) Detidos por terceiros em nome próprio, mas por conta do participante; b) Detidos por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo; c) Detidos por titulares do direito de voto com os quais o participante tenha celebrado acordo para o seu exercício, salvo se, pelo mesmo acordo, estiver vinculado a seguir instruções de terceiro; d) Detidos, se o participante for uma sociedade, pelos membros dos seus órgãos de administração e de fiscalização; e) Que o participante possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os respetivos titulares; f) Inerentes a ações dadas em

²⁵ João Soares da Silva, *Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade (...)*, cit., p. 53.

²⁶ Este ponto será aprofundado no 3.º capítulo do presente trabalho. Ver pp. 15 e ss.

²⁷ Há, entre nós, diferentes posições doutrinárias em matéria de aplicação das regras do art. 20.º ao dever de lançamento de OPA: Paula Costa e Silva, *O Domínio da Sociedade Aberta (...)*, cit., pp. 325 e ss. propende para uma interpretação restritiva genérica, reconhecendo-lhe alguma dificuldade; Osório de Castro, *A Imputação de Direitos de Voto (...)*, cit., p. 167, assume a remissão na plenitude, mas não deixa de procurar fazer interpretação mais cautelosa onde isso se demonstra necessário. A nosso ver, esta problemática é inútil, uma vez que os Autores concordam com o ponto que é para nós fundamental: o dever de lançamento de OPA não pode constituir-se independentemente de uma real e efetiva suscetibilidade do controlo dos votos em causa.

garantia ao participante ou por este administradas ou depositadas junto dele, se os direitos de voto lhe tiverem sido atribuídos; g) Detidos por titulares do direito de voto que tenham conferido ao participante poderes discricionários para o seu exercício; h) Detidos por pessoas que tenham celebrado algum acordo com o participante que vise adquirir o domínio da sociedade ou frustrar a alteração de domínio ou que, de outro modo, constitua um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada; i) Imputáveis a qualquer das pessoas referidas numa das alíneas anteriores por aplicação, com as devidas adaptações, de critério constante de alguma das outras alíneas.”

II. O n.º 1 do art. 20.º consagra *situações de imputação direta* (a titularidade e o usufruto) e *indireta* (as constantes das alíneas). Apesar de esta ser a classificação mais comum, optámos por basear a nossa análise na distinção entre aquelas situações de imputação que resultam da *titularidade, direta ou indireta, de participações sociais* e aquelas resultantes da *regulação jurídico-negocial dos direitos de voto*.

É pacífico que a titularidade e o usufruto se integram nos casos de *titularidade direta* e que todas as outras situações, descritas nas mencionadas alíneas, constituem casos de *titularidade indireta*. No entanto, dentro destes últimos, existem situações em que a disponibilidade dos direitos de voto resulta da *regulação jurídico-negocial* dos mesmos. O presente trabalho pretende dar destaque a este grupo de situações, atribuindo especial relevo a um critério de imputação pertencente a este último, o qual será estudado mais adiante.

1.3.1. A Titularidade de Participações Sociais

I. A titularidade de uma participação social não levanta, em princípio, quaisquer dificuldades em sede de imputação de direitos de voto. Os direitos de voto são de contabilizar, desde logo, a favor do titular da participação social. Aquele que é titular das ações exerce normalmente os respetivos direitos de voto, uma vez que o direito de voto integra a esfera jurídica do titular da participação social. Essa será a regra.

A par da titularidade direta *proprio sensu*²⁸, a lei determina também a imputação de direitos de voto ao *usufrutuário* da participação social, nos ter-

²⁸ Onde se incluem as situações de contitularidade de participações sociais, as quais, por natureza, suscitam algumas questões que, pela sua complexidade, não podemos abordar nesta sede.

mos expressos do prómio do art. 20.º. Compreendemos esta solução, tendo em conta que o usufruto pressupõe uma titularidade alheia, tratando-se de situações jurídicas encabeçadas por sujeitos necessariamente distintos, sob pena de extinção do usufruto. A constituição de um direito de usufruto sobre ações implica uma dissociação entre o titular da raiz, i.e., aquele que assume a qualidade de sócio perante a sociedade, e o usufrutuário. No entanto, a posição que o direito português atribui ao usufrutuário da participação social, atribuindo-lhe o direito aos lucros e, em regra, o direito de voto, não é muito diferente do estatuto do titular de uma participação social não onerada (cfr. art. 23.º do CSC). Antes, permite configurá-lo como um verdadeiro titular económico e, para o problema que analisamos, justifica-se mesmo a sua equiparação ao titular direto das ações.

II. A participação social nem sempre surge na esfera jurídica do seu verdadeiro titular. É frequente, no domínio dos negócios, que o verdadeiro titular da participação social não seja aquele que assume a qualidade de sócio perante a sociedade e terceiros. Esta prática, que não terá necessariamente subjacentes intuítos fraudulentos²⁹, não podia deixar de ser tida em consideração pelo legislador quando este procura descobrir quem verdadeiramente dispõe dos direitos de voto em sociedade aberta. A par dos casos da titularidade direta, surgem assim fenómenos de *titularidade indireta*, em que a situação do verdadeiro beneficiário económico é, para todos os efeitos, perpetrada por um terceiro, a quem é atribuída a qualidade de sócio.

A *atuação por interposta pessoa* constitui uma das situações de titularidade indireta. Concretizando: alguém assume a qualidade de sócio da sociedade, votando em assembleia geral e recebendo os dividendos, mas fá-lo por conta e no interesse de outrem, verdadeiro beneficiário económico da participação social. Trata-se aqui de uma "verdadeira titularidade da participação social, desta feita indireta, em que a assunção do respetivo risco económico se afigura como "pedra de toque"^{30,31}.

²⁹ Cfr. Fernando Pessoa Jorge, *O Mandato sem Representação*, Almedina, Coimbra, 2001 (reimpressão), p. 161.

³⁰ Cfr. João Mattamouros Resende, *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, cit., p. 63.

³¹ A determinação do âmbito de aplicação da al. a) do n.º 1 do art. 20.º é questão que, pela sua complexidade, não podemos abordar nesta sede.

Constituem igualmente situações de titularidade indireta, aquelas outras em que a vontade do titular da participação social, de natureza coletiva, é determinada por outrem, ou seja, em que o titular é uma sociedade que é dominada por um sócio controlador. Nesta hipótese, a pessoa coletiva acaba por atuar de acordo com a vontade de quem depende, justificando-se, por isso, também aqui, a sua *equiparação ao titular indireto da participação social*. Vejamos um exemplo: se A é titular de participação maioritária no capital social da sociedade da maioria dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade B, a qual, por seu turno, é titular de participação social a que são inerentes 10% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade aberta X, quem, em última instância, decidirá em que sentido é que estes direitos de voto devem ser exercidos será A.

Em todas as situações acima descritas, a disponibilidade dos direitos de voto pertence, não só de facto, mas também *de iure*, ao participante.

1.3.2. A Regulação Jurídico-Negocial dos Direitos de Voto

I. A disponibilidade de direitos de voto não resulta apenas da titularidade, direta ou indireta, verdadeira e própria ou simplesmente equiparada, de participações sociais. Dentro de certos limites, o sentido em que os direitos de voto devem ser exercidos pode resultar de negócios jurídicos validamente celebrados.

Ao lado do contrato social, que é o acordo constitutivo originário de uma sociedade, constata-se na prática a existência frequente de outros acordos distintos e separados celebrados entre os sócios, entre sócios e terceiros ou mesmo apenas entre terceiros que não são sócios. Se nem sempre a ciência jurídica aceitou sem reservas a possibilidade da celebração de contratos parassociais, ou, pelo menos, de certas categorias de contratos parassociais, a tendência atual — de que a regra do art. 17.º, n.º 1, do CSC constitui um reflexo — é no sentido da admissibilidade de princípio dos mesmos contratos³².

³² *Vd.*, na doutrina nacional, entre outros, Maria da Graça Trigo, *Os Acordos Parassociais sobre o Exercício do Direito de Voto*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2011; Mário Leite Santos, *Contratos Parassociais e Acordos de Voto nas Sociedades Anónimas*, Edições Cosmos, Lisboa, 1996; José Engrácia Antunes, *Direito das Sociedades*, cit., pp. 188 e ss.; Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, cit., pp. 171 e ss.; no direito espanhol, Aurelio Menéndez Menéndez, *Los Pactos de Sindicación para el Órgano Administrativo de la Sociedad Anónima*, *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje a Rodrigo Uría*, Civitas, Madrid, 1978, p. 361, Nuria

II. Nas palavras de Giorgio Oppo, “por contratos ou pactos ou convenções parassociais entendemos os acordos celebrados pelos sócios [Ε], exteriores ao ato constitutivo e aos estatutos [Ε], para regular *inter se* ou ainda nas relações com a sociedade, com órgãos sociais ou com terceiros, um certo interesse ou uma certa conduta social”³³. A este mesmo Autor se deve a designação de *contratos parassociais*, proposta na recuada década de quarenta e aceite pela generalidade da doutrina italiana para indicar os negócios acessórios do contrato social.

Assim sendo, os acordos parassociais – também largamente conhecidos em outras ordens jurídicas (“Abstimmungsvereinbarungen”, “shareholders’ agreements”, “conventions entre associates”, “patti parasociali”, “pactos parassociais”) – são contratos ou convenções celebrados por todos ou alguns sócios (ou futuros sócios) “pelos quais estes, nessa qualidade, se obrigam a uma conduta que não seja proibida por lei” (art. 17.º, n.º 1 do CSC) e, mais concretamente, a exercer em determinados termos os direitos inerentes às suas participações sociais. Os acordos parassociais integram duas ou mais declarações de vontade divergentes, mas tendentes a estabelecer uma regulamentação unitária (comum) de interesses³⁴.

Afora os elementos essenciais do contrato de sociedade, os sócios gozam de liberdade de estipulação nos acordos parassociais, celebrados sob a égide do princípio da autonomia privada (cfr. art. 405.º, n.º 1 do CC). Esta liberdade, todavia, não é absoluta, encontrando-se a celebração e o conteúdo dos acordos parassociais subordinados à observância de determinadas normas legais existentes nesta matéria: entre elas, destaca-se o art. 17.º do CSC, preceito que, *grosso modo*, ao mesmo tempo que consagra a admissibilidade geral deste tipo de acordos no direito português (art. 17.º, n.º 1 do CSC), fixa

Fernández Pérez, *El Significado de la Ley de Transparencia en la Modernización del Derecho Societario Español*, RDS, 2004, p. 95, Vicente M. Mambrilla Rivera, *Los Pactos Parasociales y la Transparencia de las Sociedades Anonimas Cotizadas: Análisis de su Tratamiento en la Ley 26/2003*, RDS, 2004, n.º 22, p. 221.

³³ Giorgio Oppo, *Le Convenzioni Parasociali tra Diritto delle Obbligazioni e Diritto delle Società*, in *Rivista di Diritto Civile*, 1987, p. 517.

³⁴ No dizer de Inocência Galvão Telles, *Manual dos Contratos em Geral*, 4.ª Ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2002, pp. 74-75, um acordo constitui um “encontro e fusão das manifestações das vontades das partes”.

determinados limites à respetiva validade e eficácia, em particular no que concerne aos acordos de voto [art. 17.º, n.ºs 2 e 3 do CSC]³⁵.

Pense-se, por exemplo, que o mercado de capitais e as sociedades abertas têm subjacentes interesses públicos de relevo que o legislador quis acautelar. Por um lado, impôs a comunicação à CMVM “dos acordos parassociais que visem adquirir, manter ou reforçar uma participação qualificada em sociedade aberta ou assegurar ou frustrar o êxito de OPA”³⁶ [art. 19.º, n.º 1], pretendendo assegurar a divulgação de todos os acordos que, podendo constituir instrumentos de controlo acionista, ponham em causa a transparência do mercado. Por outro lado, e porque os acordos parassociais atribuem, atual ou potencialmente, o poder de voto a terceiros não titulares dos respetivos valores mobiliários (cfr. art. 17.º, n.º 2 do CSC), não podem deixar de ser tidos em conta no apuramento da existência de participações qualificadas e, conseqüentemente, do dever de lançamento de OPA³⁷.

III. Tal como referimos anteriormente, o art. 20.º prevê várias situações em que a disponibilidade dos direitos de voto resulta da sua regulação jurídico-negocial.

A celebração de acordos de voto é um meio privilegiado de assegurar a disponibilidade de direitos de voto. Se o titular da participação social que se pretende computar houver celebrado com alguém um acordo de voto, também os direitos de voto inerentes às participações sociais de que este último é titular devem ter-se como imputados àquele. Nestes casos, o titular dos valores mobiliários – e a posição social inerente – mantém-se. Apenas se regula o sentido do exercício do direito de voto, o qual fica subordinado às diretrizes de outrem [cfr. art. 20, n.º 1, al. c)].

Mas o acordo parassocial pode ter por objeto, mais do que a atribuição de poderes para decidir o sentido dos direitos de voto, a transmissão do próprio direito de voto. Seja porque o titular dos valores mobiliários os prometeu alie-

³⁵ Para além desta norma jus-societária geral, devem ainda ter-se em conta diversas outras normas especiais, previstas no CSC [v.g., art. 83.º, n.º 1] ou noutros diplomas legais.

³⁶ João Calvão da Silva, *Estudos de Direito Comercial: Pareceres*, Almedina, Coimbra, 1996, pp. 237 e ss.

³⁷ Nas palavras de Georg Opitz, *WpHG, Börsengesetz mit BörsZuIV, Verkaufsprospektgesetz Kommentar* [Herausg. Schäfer], Verlag W. Kohlhammer, Stuttgart/Berlin/Köln, 1999, p. 257, § 22, an. 37, estamos perante um dos casos mais importantes de influência conjunta sobre uma sociedade [“bei einem der wichtigsten Fälle gemeinschaftlicher Einflussnahme auf ein Unternehmen”].

nar, seja porque o terceiro os adquiriu a título condicional ou mesmo porque as partes pretende(ria)m transferir somente o direito de voto *qua tale*. O art. 20.º, n.º 1, al. e), determina a imputação ao participante dos direitos de voto que este possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os respetivos titulares.

Com frequência a administração dos valores mobiliários a que estão associados direitos de voto é também conferida a entidades especializadas que se encarregam da gestão de patrimónios alheios. Por exemplo, os sócios podem optar por constituir uma nova sociedade que administre as participações sociais de que são titulares e garanta o exercício unitário do voto.

Noutros casos ainda, o direito de voto é objeto de regulação negocial a título meramente acessório, surgindo o acordo de voto em conexão, e até mesmo dependência, de uma outra relação jurídica, a qual poderá ou não ter tido origem num negócio jurídico, sendo que essa conexão se mantém ao longo da duração do acordo. As partes celebram um contrato de penhor ou de depósito dos valores mobiliários a que estão associados direitos de voto, não pretendendo constituir qualquer acordo de voto, nem transferir a titularidade das ações. O titular da participação social pode acordar em conceder legitimidade à contraparte, ou mesmo a terceiros, para decidir o sentido em que os seus direitos de voto são exercidos, seja em circunstâncias normais, seja em momentos excepcionais. É por isso que, nos termos da alínea f) do n.º 1 do artigo 20.º, são de imputar os direitos de voto inerentes “a acções dadas em garantia ao participante ou por este administradas ou depositadas junto dele, se os direitos de voto lhe tiverem sido atribuídos”.

2. DIREITO EUROPEU E DIREITO COMPARADO

2.1. AS DIRETIVAS COMUNITÁRIAS

I. A consagração de um conjunto de imputações de direito de voto começou a ser imposta, por via comunitária, através da Diretiva n.º 88/627/CEE, de 12 de Dezembro de 1988, do Conselho, relativa à informação a publicar em caso de transmissão de participação qualificada em sociedade cotada em bolsa.

Como é sabido³⁹, o art. 20.º integra-se no conjunto de preceitos — essencialmente os arts. 16.º e ss. — que visou transpor a Diretiva n.º 88/627/CEE

³⁹ Cfr. n.º 23 do preâmbulo do CVM.

para a ordem jurídica interna, embora o tenha feito com diferenças significativas em relação aos preceitos a transpor. Segundo o que se diz no preâmbulo da Diretiva, o objetivo era melhorar a proteção dos investidores, reforçar a sua confiança nos mercados de valores mobiliários e assegurar que esses mercados funcionam corretamente, através da adoção de uma política adequada de informação dos mesmos investidores. A matéria da imputação estava prevista no seu art. 7.º.

A Diretiva n.º 88/627/CEE veio a ser substituída pela Diretiva n.º 2004/109/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004 – a DdT –, por seu turno complementada através da Diretiva n.º 2007/14/CE, da Comissão, de 8 de Março de 2007. Estes diplomas passaram a centrar as exigências de comunicação de participações qualificadas em sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado.

A DdT é vista como um dos “pilares normativos do moderno direito europeu das sociedades e dos mercados de valores”³⁹. Logo no seu considerando (1), a DdT afirma que a “existência de mercados de valores mobiliários eficientes, transparentes e integrados contribui para um mercado único genuíno na Comunidade e promove o crescimento e a criação de emprego através de uma melhor afectação dos capitais e de uma redução dos custos”. A existência de mercados com aquelas características pressupõe, contudo, a “publicação de informações exactas, completas e oportunas sobre os emitentes de valores mobiliários”⁴⁰ (informação com qualidade), que seja canalizada para os investidores através de um “fluxo regular”⁴¹ (informação contínua, seja de forma permanente ou periódica).

O facto de os arts. 16.º e ss. transporem para a ordem jurídica interna a DdT, impõe uma *interpretação conforme à diretiva*: as normas jurídicas nacionais que tenham como objetivo a transformação de uma diretiva, ou que, pelo menos, contendam com o seu âmbito de aplicação, devem ser objeto de uma interpretação conforme a essa mesma diretiva, se o teor literal de tais comandos comportar um sentido que seja com ele compatível⁴².

³⁹ Juan Sánchez-Calero Guilarte – *Aprobada la Directiva de Transparencia*, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, ano XXIV, Abril/Junho de 2005, p. 262.

⁴⁰ DdT, Considerando (1).

⁴¹ DdT, Considerando (2).

⁴² Sobre os detalhes da interpretação conforme à Diretiva, veja-se, entre nós, Sofia Oliveira Pais, *O Acórdão Marleasing – Rumo à Consagração Implícita do Efeito Horizontal das Directivas?*, in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, 1992, p. 312.

Destaque-se que, estruturalmente, a DdT contém princípios-quadro e opções políticas, limitando-se a estipular *standards* mínimos. Assim, procura a harmonização mínima das matérias reguladas e não a rigorosa padronização de soluções. Em muitos aspetos, a DdT confere aos Estados-Membros margem para ajustar as suas leis internas aos princípios-quadro definidos, não impondo que os Estados-Membros se cinjam à adoção das regras impostas, pelo que a sua consideração não acrescentará valor na opção entre duas possibilidades interpretativas, se ambas satisfizerem ao que é exigido.

II. A DdT considera, além da titularidade direta de ações com direito de voto, situações em que pode existir influência ou controlo sobre o exercício de direitos de voto inerentes a ações alheias. Neste sentido, o seu art. 10.º, cuja epígrafe é "Aquisição ou alienação de percentagens significativas dos direitos de voto", dispõe que "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 emitente em causa; b) Direitos de voto detidos por um terceiro por força de um acordo celebrado com essa pessoa singular ou colectiva em que se preveja uma transferência temporária e a título oneroso dos direitos de voto em causa; c) Direitos de voto inerentes a acções dadas em garantia a essa pessoa singular ou colectiva, desde que esta controle os direitos de voto e declare a sua intenção de os exercer; d) Direitos de voto inerentes a acções relativamente às quais essa pessoa singular ou colectiva tenha o usufruto; e) Direitos de voto detidos, ou que possam ser exercidos na acepção das alíneas a) a d), por uma empresa controlada por essa pessoa singular ou colectiva; f) Direitos de voto inerentes a acções depositadas junto dessa pessoa singular ou colectiva e que esta possa exercer segundo o seu critério na ausência de instruções específicas dos accionistas; g) Direitos de voto detidos por um terceiro em seu nome, por conta dessa pessoa singular ou colectiva; h) Direitos de voto que essa pessoa singular ou colectiva possa exercer na qualidade de procurador e segundo o seu critério na ausência de instruções específicas dos accionistas."

III. Paralelamente, a DdOPA também contém disposições sobre atuação em concertação, obrigando a que a posição das pessoas (singulares ou coletivas) que cooperam com o oferente ou com a sociedade visada com base num acordo, tendo em vista, respetivamente, obter o controlo da sociedade visada ou impedir o êxito da oferta, seja tida em conta no cálculo da posição do potencial oferente⁴³. Esta formulação não coincide na íntegra com a DdT, tendo a lei nacional procurado superar esta desarmonia, através do estabelecimento de um regime unificado de imputação de direitos de voto.

2.2. O DIREITO ALEMÃO

I. A nossa análise de direito comparado restringir-se-á ao direito alemão, por razões de brevidade e porque a escolha do legislador português encontra paralelo especial na Alemanha.

Também há, porém, diferenças assinaláveis: a lei alemã trata a imputação para efeitos de obrigação de informação e para efeitos de constituição do dever de lançamento de OPA em dois preceitos escritos em diplomas diferentes, o § 22 da *WpHG* e o § 30 da *WpÜG*, respetivamente, com um só "catálogo"⁴⁴. Com efeito, o legislador alemão tem procurado refletir as alterações legislativas necessárias em termos sempre idênticos quando intervém nos §§ 20 da *WpHG* e 30 da *WpÜG*. Esta escolha deve-se à necessidade de evitar o que Uwe Schneider designa por "irritações de mercado"⁴⁵, que ocorreriam caso se atribuísem sentidos diversos a idênticas previsões porque constantes de diferentes diplomas ou caso se considerasse tipos de imputação para um efeito e já não para o outro.

A identidade das situações de imputação de direitos de voto parecia resolver todas as dúvidas sobre o cômputo de direitos de voto num âmbito e no outro. Porém, essa afirmação não é unânime entre os Autores alemães.

⁴³ Art. 2.º, n.º 1, al. d) e art. 5.º da DdOPA. Não é possível, por isso, afirmar que a origem única das regras sobre imputação sejam os deveres de transparência. Neste sentido, Paulo Câmara, *Manual de Direitos dos Valores Mobiliários*, cit., p. 553. Em sentido contrário, Paula Costa e Silva, *A Imputação de Direitos de Voto* [...], cit., p. 281.

⁴⁴ A expressão é usada por Gabriele Apfelbacher / Stephan Barthelmess / Thomas Buhl / Christof von Dryander, *German Takeover Law – a commentary*, Verlag C.H.Beck oHG, München, 2002, p. 247.

⁴⁵ Heinz-Dieter Assmann / Uwe H. Schneider, *WpHG. Kommentar*, 5. Auflage, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2009, sub § 22, Rdnr. 9.

Atendendo à diversidade de objetivos dos dois diplomas, sustenta Uwe Schneider⁴⁶ que as “irritações” que o legislador visou mitigar através de uma identidade total dos textos dos §§ 22 da *WpHG* e 30 da *WpÜG* foram transferidas para o domínio da aplicação das regras, devendo ser interpretados não no mesmo sentido, mas de acordo com os objetivos que estão na sua base.

II. Os §§ 22 da *WpHG* e 30 da *WpÜG* preveem sete casos em que a um participante são atribuídos os direitos de voto inerentes às ações detidas por outra pessoa ou entidade. Tal acontece em relação aos direitos de voto: (i) controlados por uma subsidiária; (ii) controlados por terceiro mas por conta daquele participante; (iii) inerentes a ações dadas em garantia por aquele participante [salvo se o beneficiário da garantia puder exercer os direitos de voto e declarar a intenção de o fazer]; (iv) inerentes a ações dadas de usufruto ao participante; (v) inerentes a ações que possam ser adquiridas por iniciativa do participante; (vi) atribuídos ao participante ou que este possa exercer através de procuração; e (vii) controlados por um terceiro com quem o participante/oferente (ou uma sua subsidiária) coordene, com base em acordo ou por qualquer outra forma, a sua conduta com relação à sociedade visada.

2.2.1. A Imputação de Direitos de Voto para Efeitos de Informação

I. A *AktG* impõe, nos §§ 20 e 21, o dever de comunicar, de imediato e por escrito, a aquisição e a perda de uma participação superior a 25%, bem como de uma participação maioritária, do capital social ou de direitos de voto⁴⁷.

Importa destacar, por um lado, que os parágrafos em causa se integram na Parte I do Livro I da *AktG* relativo às disposições gerais e, mais especificamente, às regras atinentes ao fenómeno da coligação de sociedades, cuja eficácia assenta, em grande parte, no cumprimento dos deveres de comunicação referidos. No *Konzernrecht* alemão, as consequências jurídicas relativas a participações qualificadas dependem, na verdade, da aferição da existência

⁴⁶ Uwe Schneider, *The Computation of Qualified Participations According to the EU-Transparency Directive*, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 407-408. Sobre a relação entre o § 22 da *WpHG* e o § 30 da *WpÜG*, veja-se Heinz-Dieter Assmann / Uwe H. Schneider, *WpHG*. [...], cit., pp. 957-959 (§ 9-13).

⁴⁷ Cfr. Volker Emmerich / Mathias Habersack, *Aktien- und GmbH-Konzernrecht Kommentar*, 6. Auflage, C.H. Beck, München, 2010, § 20, ans. 1 e ss.

da participação qualificada, possível mediante declaração do titular da participação.

Por outro lado, no que toca ao modo de apuramento da percentagem de capital social ou de direitos de voto, em sede de coligação de sociedades, o legislador alemão atribui relevância não só à titularidade direta, mas também à titularidade indireta. A lei equipara às ações ou direitos de voto de que a sociedade é titular as ações e direitos de voto detidos em nome alheio por sua conta, que sejam da titularidade de empresas por si controladas ou, tratando-se de empresário em nome individual, outras participações sociais por ele detidas (*"wenn der Inhaber des Unternehmens ein Einzelkaufmann ist, auch die Anteile, die sonstiges Vermögen des Inhabers sind"* [§ 16 (4), *ex vi* § 20 (1), *in fine*]). Para efeitos de informação, além das ações que sejam da titularidade, direta ou indireta, da sociedade, são também imputadas à sociedade as ações cuja transferência possa exigir ou a cuja aquisição esteja obrigada [§ 20 (2), 1 e 2].

II. Com a entrada em vigor da *WpHG*, em Abril de 1998, o regime descrito passou a ser aplicável apenas às sociedades cujas ações não estivessem admitidas à cotação em mercado oficial, tendo o legislador alemão introduzido em simultâneo dois novos números nos §§ 20 e 21 da *AktG*, respetivamente (8) e (5), nos termos dos quais exceciona a sua aplicação para as sociedades que caem dentro do âmbito de aplicação da *WpHG*, nos termos do seu § 21 (2).

A *WpHG* transpôs para o direito alemão a já referida Diretiva 88/627/CEE, bem como a Diretiva 89/592/CEE, a qual pretendeu harmonizar as diversas legislações nacionais sobre *insider trading*. O § 21 (1) da *WpHG* impõe, aos respetivos titulares, a obrigação de comunicar a aquisição e a alienação de participações qualificadas. O § 22 da *WpHG*, na senda do disposto no art. 7.º da Diretiva 88/627/CEE (art. 10.º da DdT) e para efeitos da obrigação de comunicação imposta no parágrafo anterior, imputa ao participante, de acordo com critérios vários, já referidos anteriormente, direitos de voto da titularidade de terceiros⁴⁸.

2.2.2. A Imputação de Direitos de Voto para Efeitos de OPA Obrigatória

I. O § 22 da *WpHG* foi entretanto alterado. Entrou em vigor, em Janeiro de 2002, a *WpÜG* que, como explicitado no seu § 1, regula as OPAs relativas

⁴⁸ Cfr. Heinz-Dieter Assmann / Uwe H. Schneider, *WpHG*. [...], cit., sub § 22, Rdnr. 9.

a valores mobiliários emitidos pela sociedade visada e admitidos à negociação em mercado regulamentado (“*Angebote zum Erwerb von Wertpapieren, die von einer Zielgesellschaft ausgegeben wurden und zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind*”). O § 30 da *WpÜG*, disposição análoga ao § 22 da *WpHG*, imputa, ao oferente, direitos de voto da titularidade de terceiros. Os parágrafos em causa foram objeto de harmonização textual, tendo ambos por epígrafe “Imputação de Direitos de Voto” (“*Zurechnung von Stimmrechten*”)⁴⁹.

3. O ACORDO PARA O EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO

3.1. NOÇÃO GERAL

I. Dispõe o CVM, no seu art. 20.º, n.º 1, al. c), que, no cômputo das participações qualificadas, deverão ser tidos em conta os direitos de voto “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”.

Neste caso, não está em causa qualquer questão de titularidade da participação social, pertencendo ao verdadeiro titular, que assume a qualidade de sócio e é o respetivo beneficiário económico. Tal como vimos anteriormente, apenas se regula o sentido do direito de voto, o qual fica subordinado às diretrizes de outrem.

Os *acordos parassociais para o exercício do direito de voto* (“*Stimmrechtsbindungsverträge*”, “*voting agreements*”, “*accords sur le vote*”, “*convenzioni di voto*”) – genericamente designados como *acordos de voto*⁵⁰ – consti-

⁴⁹ Cfr. Heribert Hirte / Christoph von Bülow (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2. Auflage, Carl Heymanns, Köln/Berlin/Bonn/München, 2010, sub § 30; Wilhelm Haarmann / Matthias Schüppen (Hrsg.), *Frankfurter Kommentar zum WpÜG*, 3. Auflage, Verlag RuW, Frankfurt am Main, 2008, sub § 30.

⁵⁰ Sobre a figura dos acordos de voto, *vide em geral*, no direito português, Mário Leite Santos – *Contratos Parassociais e Acordos de Voto nas Sociedades Anónimas*, cit.,; Maria da Graça Trigo, *Os Acordos Parassociais sobre o Exercício do Direito de Voto*, cit.,; Raúl Ventura, *Acordos de Voto*, in *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992, pp. 9 e ss.; Vasco da Gama Lobo Xavier – *A Validade dos Sindicatos de Voto no Direito Português Constituído e Constituendo*. In: 45 *ROA*, 1985, pp. 639 a 653; Eduardo Lucas Coelho, *Direito de Voto dos Accionistas* [...], cit., pp. 80 e ss.;

tuem acordos que regulam o exercício dos direitos de voto (v.g., no sentido de os votos serem emitidos em determinado sentido, ou de se prescindir do seu exercício, numa infinidade de combinações possíveis]. Tratam-se de mecanismos pelos quais as partes envolvidas se obrigam a manifestar a sua vontade de uma forma concertada num certo sentido⁵¹. Assim, existe um acordo de voto sempre que os titulares desta situação jurídica ativa se *vincularem* a exercê-la dentro dos parâmetros convencionalmente definidos⁵².

Havendo um acordo de voto, o direito de voto não será exercido atendendo estritamente àquilo que o respetivo titular entende ser a melhor deliberação em dado momento, mas nos termos definidos no acordo. Ao violar o acordo, a parte por ele vinculada pratica um ato ilícito, sujeitando-se a consequências jurídicas, seja qual for a incidência destas⁵³.

Importa sublinhar que todo e qualquer contrato de vinculação do direito de voto tem como objetivo obter ou reforçar a influência do credor da vinculação sobre a sociedade na qual se exercem os votos vinculados⁵⁴. Quando, mercê da estrutura deliberativa do acordo, qualquer uma das partes do acordo possa decidir sobre o sentido em que devem ser exercidos os direitos de voto inerentes a participações sociais alheias, então a essa parte do acordo deverão ser imputados todos esses direitos de voto.

II. Os acordos de voto assumem diferentes feições e intencionalidades⁵⁵. De entre todos os acordos de voto, são especialmente relevantes os *sindicatos de voto* (“Poolverträge”, “pooling agreements”, “sindacati di voto”, “syndi-

⁵¹ Cfr. Raúl Ventura, *Acordos de Voto*, cit., p. 31; Maria da Graça Trigo, *Os Acordos Parassociais* (...), cit., p. 23; Hugo Moredo Santos, *Transparência*, (...), cit., p. 329.

⁵² Cfr. António Pereira de Almeida, *Sociedades Comerciais*, cit., p. 203 e 294 e ss.; Osório de Castro, *A Imputação de Direitos de Voto* (...), cit., p. 186; Jorge Brito Pereira, *A OPA Obrigatória*, Almedina, Coimbra, 1998, p. 260; Maria da Graça Trigo, *Os Acordos Parassociais* (...), cit., pp. 17, 24, 25 e *passim*; Vasco da Gama Lobo Xavier, *A Validade dos Sindicatos de Voto* (...), cit., pp. 639-653 [641].

⁵³ Cfr. Maria da Graça Trigo, *A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição*, in *Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 263 e ss. Sublinhe-se, porém, que não releva diretamente para os nossos objetivos saber da validade, da eficácia e, consequentemente, dos meios de reação que os acordos de voto desencadeiam. Sobre esta questão, veja-se Maria da Graça Trigo, *Os Acordos Parassociais* (...), cit.; Mário Leite Santos, *Contratos Parassociais e Acordos de Voto nas Sociedades Anónimas*, cit.

⁵⁴ Cfr. Maria da Graça Trigo, *Os Acordos Parassociais* (...), cit., pp. 20-21.

⁵⁵ Para uma ilustração desta diversidade prática e tipológica dos acordos parassociais, vide, entre nós, Mário Leite Santos – *Contratos Parassociais e Acordos de Voto nas Sociedades*

cats d'actionnaires"). Trata-se de acordos celebrados entre sócios, pelos quais estes convencionam exercer concertadamente o direito de voto nas assembleias segundo critérios previamente estabelecidos, destinando-se a vigorar por um período de tempo prolongado, geralmente de vários anos. Tradicionalmente distingue-se entre os sindicatos de voto que procuram a formação de uma maioria suficiente para impedir a aprovação de determinadas deliberações sociais (sindicatos de defesa) e aqueles através dos quais se pretende influenciar de modo dominante a sociedade, através da formação da maioria suficiente para aprovar determinadas deliberações sociais (sindicatos de maioria).

III. A celebração de um acordo parassocial nos termos do qual as partes subordinem o exercício dos direitos de voto de que são titulares ao sentido determinado pela vontade coletiva pode determinar a constituição de uma participação qualificada mercê da agregação de diversas participações sociais que não ultrapassam as faixas previstas no art. 16.º. Será o caso do acordo parassocial celebrado entre A e B, cada um titular de uma participação social de 1,5% dos direitos de voto representativos do capital social de uma sociedade aberta. Considerados isoladamente, nenhum dos acionistas é titular de uma participação qualificada cuja comunicação se imponha, nos termos do art. 16.º. Contudo, em conjunto, A e B são titulares de uma participação qualificada de 3%, excedendo assim a primeira faixa prescrita pelo n.º 2 do art. 16.º.

Imagine-se ainda que C e D, acionistas com participações qualificadas de, respetivamente, 20% e 15% dos direitos de voto correspondentes ao capital de uma sociedade aberta, celebram um acordo nos termos do qual se vinculam a votar nas assembleias no sentido previamente acordado. Assim, tem-se por constituída uma participação qualificada de montante superior cuja comunicação se impõe, nos termos do art. 16.º, n.º 1. Se C e D forem acionistas da sociedade aberta há dois anos e, desde então, tiverem obtido vencimento em todas as assembleias gerais, há também que averiguar do preenchimento da previsão do art. 187.⁵⁶

Anónimas, cit., pp. 14 e ss.; Maria da Graça Trigo, *Os Acordos Parassociais (...)*, cit., pp. 31 e ss.; Raúl Ventura, *Acordos de Voto*, cit., pp. 23 e ss.

⁵⁶ Este exemplo é dado por João Mattamuross Resende, *A imputação de direitos de voto (...)*, cit., pp. 163 e ss.

3.2. O ÂMBITO SUBJETIVO DO ACORDO

I. É fácil compreender que as obrigações resultantes de um acordo de voto só vinculam as partes que, com a sua conduta individual ou através de mandatário, isoladamente refletem a orientação comum e concertada, definida segundo os parâmetros do acordo celebrado.

Ora, nem a letra nem mesmo o espírito da lei exigem que as partes do acordo sejam acionistas. A letra da lei, ao referir-se aos “titulares do direito de voto”, abrange claramente aqueles que tenham disponibilidade sobre os direitos de voto, e não apenas quem seja titular das ações às quais aqueles são inerentes. Não faria sentido limitar a legitimidade para a celebração de acordos para o exercício de direitos de voto a acionistas, quando a própria lei releva o exercício desses mesmos direitos por pessoas que não são acionistas.

Visto que os critérios de imputação têm por objetivo averiguar quem, de facto, assume influência significativa na sociedade, independentemente de saber se o universo acionista (aqueles que assumem a qualidade de sócios perante a pessoa coletiva) corresponde ao universo dos participantes (aqueles que na realidade suportam os riscos e colhem as vantagens económicas do projeto empresarial) dir-se-ia até que estes seriam, por maioria de razão, os casos previstos pelo legislador. Assim sendo, parece dever concluir-se que no espírito do legislador estiveram presentes acordos entre acionistas, mas também acordos entre acionistas e terceiros.

Existem inúmeras variantes de acordos de voto celebrados com terceiros em relação à sociedade. O terceiro, credor da vinculação de voto, poderá ser, por exemplo, aquele que adquiriu participações sociais através de uma transmissão ineficaz por falta de consentimento da sociedade; ou a entidade financiadora da sociedade que pretende influenciar a condução da empresa; ou aquele que se propõe subscrever um aumento de capital social, mediante a satisfação de condições prévias à sua participação na sociedade.

II. Resta saber se um acordo cujas partes sejam apenas terceiros em relação à sociedade está também sob a alçada da lei. Atendendo à *ratio* da norma, a resposta parece ser afirmativa⁵⁷. Com efeito, no âmbito da autono-

⁵⁷ No mesmo sentido, Uwe H. Schneider, *WpHG*. (...), cit., p. 1067, § 22, an. 167. Em sentido oposto, Georg Opitz, *WpHG*, (...), cit., pp. 258 e ss., § 22, ans. 38 e 41 e ss. A evolução legislativa na Alemanha foi no sentido defendido no texto, Klaus Rieher, *Öffentliche Übernahmeangebote*, (Hersg. Haarmann / Rieher / Schüppen), Verlag Recht und Wirtschaft, Heidelberg, 2002,

mia privada, é concebível a celebração de um acordo entre um participante, não sócio, titular de prerrogativas contratuais para determinar o sentido de voto de certo ou certos sócios da sociedade, e um terceiro, também não sócio, ao abrigo do qual o primeiro transfere para este os mencionados poderes de que é titular em razão de acordo firmado com um sócio. Sob pena de transfêrencias sucessivas dos poderes que asseguram ao participante a disponibilidade dos direitos de voto obstarem, juridicamente⁵⁸, à consecução do objetivo visado pelo autor da lei.

3.3. O ÂMBITO OBJETIVO DO ACORDO

I. O preceito nacional e a norma comunitária não coincidem quanto ao seu âmbito objetivo. A Diretiva 88/627/CEE e a atual DdT referem-se a “acordos que tenham por objecto uma política comum duradoura em relação à gestão da sociedade”⁵⁹, enquanto o art. 20.º, n.º 1, al. c), não opera qualquer restrição ao conteúdo dos acordos para o exercício dos direitos de voto. O CdMVM, também neste aspeto próximo da Diretiva, parecia abranger tão-só os acordos de carácter duradouro⁶⁰, *maxime* sindicatos de voto.

II. Os acordos de voto suscitam aceso debate quanto à *estabilidade* [período de duração] e à *amplitude* [matérias abrangidas] dos mesmos. A duração do acordo está inevitavelmente limitada pela extinção da sociedade⁶¹. Mas, essa referência não merece consenso enquanto parâmetro natural de duração máxima⁶². Contudo, para efeito de imputação de direitos de voto, mais sensível do que o período máximo é o *período mínimo*.

p. 491, § 30, an. 57; Rainer Süßmann, *WpÜG*, cit., p. 431, § 30, an. 28. No direito nacional, a resposta depende do entendimento adotado quanto ao problema da imputação em cadeia sobre o qual, por razões de tempo, não nos iremos poder pronunciar.

⁵⁸ Ainda que, em termos factuais, esta seja um obstáculo real à concretização de um efetivo mercado transparente.

⁵⁹ Cfr. art. 10.º, al. a) da DdT.

⁶⁰ A omissão no diploma nacional não parece, com efeito, inculcar orientação diversa da consagrada pelo legislador comunitário. Neste sentido, cfr. Osório de Castro, *A Imputação de Direitos de Voto* [...], cit., p. 186.

⁶¹ Cfr. Raúl Ventura, *Acordos de Voto: Algumas Questões Depois do Código das Sociedades Comerciais, O Direito*, ano 124, n.º 1-2, 1992 (Janeiro-Junho), p. 41.

⁶² O anteprojeto do CSC, publicado no *BMJ*, n.º 327, 1983 (Junho), limitava a duração dos acordos parassociais a um prazo máximo de três anos.

A este respeito, Brito Pereira⁶³ defendeu, no âmbito do CdMVM, que a concertação ocasional ou limitada a certas deliberações, ainda que fosse objeto de acordo prévio e, portanto, não resultasse de um paralelismo ocasional de interesses, não implicava a existência de um sindicato de voto. Ao contrário, Calvão da Silva⁶⁴ e Osório de Castro⁶⁵ – cujos pensamentos acompanhamos nesta matéria – entendem que no art. 20.º, n.º 1, al. c) cabem acordos confinados apenas a algumas deliberações, por exemplo, relativas à eleição dos órgãos sociais ou a um assunto totalmente estranho à condução dos negócios sociais, relevando, assim, todos os acordos que regulem o exercício do direito de voto, independentemente da sua extensão temporal ou material.

A nosso ver, não parece fazer muito sentido que se retirem as mesmas consequências de todos os acordos relativos ao exercício dos direitos de voto, da mesma forma que não se extraem iguais consequências de todos os acordos parassociais em geral (cfr. art. 19.º, n.º 1). Concordamos com José Engrácia Antunes⁶⁶ que considera que a relevância da parassocialidade só poderá ser determinada caso a caso, dependendo essencialmente da natureza e características concretas que revista o pacto em apreço. Assim, a variedade de âmbitos material e temporal, aliada ao silêncio do legislador, não permite criar regras que dispensem uma análise casuística.

Parece-nos que se encontra um bom critério no cruzamento entre estabilidade e amplitude: na ponderação do acordo, as matérias sobre as quais se fixou um entendimento prevalecem sobre a duração do acordo. Por conseguinte, a tomada em consideração dos acordos de voto meramente ocasionais [por exemplo, os acordos de voto relativos às deliberações sociais a tomar numa certa Assembleia Geral] pode, hoje, ter-se como certa.

III. Conclui-se, assim, que o CVM foi mais além do que o legislador comunitário, ou seja, consagrou um critério de imputação mais amplo, com importantes repercussões quanto à extensão de informação a que as sociedades abertas se encontram obrigadas a prestar e quanto ao dever de lançamento de OPA. Esta solução compreende-se, visto que, “para o mercado é impor-

⁶³ Cfr. Jorge Brito Pereira, *A OPA Obrigatória*, cit., p. 261.

⁶⁴ Cfr. Calvão da Silva, *Fusão de Sociedades, Acordo de Voto e Derrogação de Obrigatoriedade de OPA, Estudos jurídicos (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 2001, p. 46.

⁶⁵ Cfr. Osório de Castro, *A Imputação de Direitos de Voto* [...], cit., p. 186.

⁶⁶ Cfr. José Engrácia Antunes, *Participações Qualificadas e Domínio Conjunto* [...], cit., pp. 62 e ss.

tante tomar conhecimento da celebração de qualquer acordo para o exercício de direitos de voto em que o titular de uma participação qualificada se vincule perante outrem a exercer os seus votos de determinada forma, ou que represente uma 'aliança', não importa para que efeito, entre titulares de votos que, adicionados, excedam qualquer dos limiares do art. 16.º do CVM – seja pelo significado que tais acordos assumem em si mesmos, seja pelo que prenunciam de possíveis entendimentos futuros”⁶⁷.

3.4. AS INSTRUÇÕES DO TERCEIRO

I. O CVM refere-se aos direitos de voto “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*” (art. 20.º, n.º 1, al. c)) [itálico nosso].

A parte final do preceito inculca, com clareza, que o legislador se preocupou com a disponibilidade real dos direitos de voto, razão por que não se justifica a sua imputação a quem deles abdicou, por se ter obrigado a seguir, quanto ao seu exercício, instruções de terceiro. Trata-se, assim, de uma *circunstância qualificadora negativa*, acolhendo aquelas situações em que *não se justifica a imputação de direitos de voto*, ainda que tenha havido lugar à celebração de um acordo regulador do seu exercício. O acordo releva como fonte de imputação, exceto se do seu conteúdo se extrair o contrário, porque afinal há uma *influência externa que inviabiliza a imputação* que, à partida, existiria.

II. Dúvidas podem suscitar-se, no entanto, quanto ao conceito de terceiro presente na *mens legislatoris*. À primeira vista, o terceiro titular do direito a instruir sobre o exercício do direito de voto será *aquele que não ocupa a posição de parte no próprio acordo*. As partes haveriam renunciado ao exercício real dos direitos de voto de que dispunham. Tal acontece, por exemplo, nos acordos que visam obter vantagens para a sociedade a cargo dos sócios, constituindo estes acordos verdadeiros *contratos a favor de terceiro*, sendo que o terceiro é a própria sociedade⁶⁸.

⁶⁷ Cfr. Osório de Castro, *A Imputação de Direitos de Voto* [...], cit., p. 186.

⁶⁸ Esta leitura é, aliás, conforme com a solução alemã visto que a celebração de um acordo parassocial determina, em regra, a imputação dos direitos de voto, na totalidade, a todas as

Mas a norma permite ainda um outro entendimento. O legislador teria feito uso do termo “terceiro” num sentido impróprio, querendo mencionar, na verdade, “outrem”. Terceiro seria, assim, *qualquer pessoa ou entidade que*, em razão do acordo, e ainda que parte do mesmo, *houvesse adquirido a disponibilidade dos direitos de voto*. Se o legislador entende não dever haver imputação de direitos de voto entre as partes de certo acordo quando, nos termos do mesmo, “alguém” adquire o direito de determinar o seu exercício, então, na verdade, não importa, desta perspectiva, se esse “alguém” é ou não parte do acordo. Porque, nestes termos, e com fundamento legal na própria alínea c) do n.º 1 do art. 20.º, será a este terceiro que deverão ser imputados tais direitos de voto.

Importa sublinhar, ainda, que não é necessário que do acordo conste uma cláusula que expressamente atribua tal faculdade ao mencionado terceiro. Pelo contrário, há que averiguar se, da configuração concreta do acordo, resulta a concessão dessa possibilidade.

Registar-se-á, assim, que a imputação não atinge necessariamente todos os outorgantes de um acordo que regule o exercício de direitos de voto, mas só os intervenientes que tenham o direito de exigir o respeito pela disciplina instituída, e apenas no que concerne aos votos a que esse direito se reporte. Excluído da imputação fica, pois — e é esse o sentido a atribuir à parte final do art. 20.º, n.º 1, al. c) —, todo aquele que, no que tange ao exercício dos direitos de voto, apenas contraia obrigações⁶⁹⁻⁷⁰. Retomaremos esta questão mais tarde⁷¹.

partes do mesmo. Aqui, precisamente, não se trataria de uma parte no acordo, mas de um terceiro. Por isso os direitos de voto não seriam de imputar às partes. O § 30 (2) da *WpÜG* determina a imputação dos direitos de voto “*in voller Höhe*”, isto é, os direitos de voto detidos por todos aqueles que caem no âmbito subjetivo do preceito são-lhes imputados na totalidade. Esta conclusão era já afirmada por Uwe Schneider, *WpHG*, cit., pp. 536 e ss., § 22, an. 83, e p. 538, an. 88, ao abrigo da versão inicial da *WpHG*.

⁶⁹ O “exercício” aludido no art. 20.º, n.º 1, al. c), não se refere exclusivamente aos direitos de voto da contraparte, antes pode abarcar os do participante; e a ressalva prevista na segunda parte da alínea respeita aos acordos em que o participante se vincula a votar segundo as instruções de outrem [de terceiro ou da contraparte] — ou, *a pari*, de acordo com as regras estabelecidas na própria convenção —, mas nada pode por seu turno exigir, quanto ao exercício dos votos por outrem.

⁷⁰ Cfr. José Engrácia Antunes, *Participações Qualificadas e Domínio Conjunto* (...), cit., pp. 70 e ss.

⁷¹ Ver pp. 32 e ss.

3.5. A ATUAÇÃO CONCERTADA

I. Quer a Diretiva 88/627/CEE quer o CdMVM, exigiam, para a imputação operar, que o acordo revestisse *forma escrita*. Atualmente, o art. 20.º, n.º 1, al. c), *não exige que o acordo revista a forma escrita nem que seja expresso*, podendo a imputação ser igualmente desencadeada por acordos verbais e/ou tácitos.

Qualquer acordo, enquanto negócio jurídico bilateral, compõe-se de declarações negociais. De acordo com o art. 217.º, n.º 1, do CC, “A declaração negocial pode ser expressa ou tácita: é expressa, quando feita por palavras, escrito ou qualquer outro meio directo de manifestação de vontade, e tácita, quando se deduz de factos que, com toda a probabilidade, a revelam”. Assim, quando o acordo não foi reduzido a escrito, não podendo considerar-se expresso, não deixaria de ser um acordo (tácito).

De notar que, na maioria dos casos, as partes acautelam-se mediante a celebração do acordo por escrito. Desta forma se certificam os direitos e obrigações das partes, garantindo-se que, em caso de futuro e eventual incumprimento, a tutela jurisdicional seja mais facilitada. Mas as partes num acordo de voto não pretendem certamente revelar espontaneamente a terceiros as suas relações.

Nem sempre será fácil saber se entre determinados acionistas existe ou não um acordo de voto não revelado, podendo sempre afirmar-se a verificação casual de *meros comportamentos paralelos* não concertados de modo juridicamente relevante⁷². Não basta que se verifiquem comportamentos paralelos, aos quais não está subjacente uma intenção comum, uma coordenação orientada para um fim comum, e que dois acionistas votem no mesmo sentido em várias Assembleias Gerais ou que um acionista vote no mesmo sentido que outro com base na reputação deste último. Da constância de um padrão quanto ao modo como os sócios exercem os respetivos direitos de voto não pode concluir-se, imediatamente, a existência de um acordo de voto. Haverá que demonstrar que o modo como o direito de voto é exercido decorre de uma obrigação assumida pelos diferentes sócios e não de uma mera convergência de interesses sociais.

Para superar este obstáculo probatório, há Autores que sugerem a desnecessidade de ser provada a existência do acordo se a conduta de várias pessoas não tiver qualquer justificação racional sob uma perspetiva de auto-

⁷² Neste sentido, Angerer, in *Geibel/Süssmann, WpÜG. Kommentar*, cit., sub § 22, n.º 29.

nomia empresarial e económica, só podendo explicar-se através de um prévio acordo de vontade⁷³.

II. Para que o acordo de voto seja juridicamente relevante, é, portanto, necessário que as partes tenham pretendido assumir uma *vinculação* quanto ao modo de exercício do direito de voto e que o mesmo lhes imponha restrições à sua liberdade de decisão, obrigando-as a conformar a respetiva atuação com o conteúdo do acordo.

Não estão abrangidos pela al. c) do n.º 1 do art. 20.º os *acordos de cavalheiros* [*gentlemen's agreements*]⁷⁴. Por um lado, milita nesse sentido o antecedente legislativo⁷⁵. A Diretiva, ao exigir a forma escrita e a vinculação de ambas as partes, parece ser mais exigente. Por outro, a formulação legislativa nacional inculca também o mesmo entendimento, ao referir-se a direitos de voto "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" (itálico nosso). A lei portuguesa exige, pois, a celebração de um acordo que vincule o participante.

III. Importa saber como valorar, perante a lei atual, situações de *atuação concertada* entre os acionistas da sociedade⁷⁶.

⁷³ Heinz-Dieter Assmann / Uwe H. Schneider, *WpHG*, cit., p. 999 (§ 160), a propósito da atuação em concertação dizem ser grande a dificuldade de prova da existência de acordos, sublinhando o contributo útil que se extrairia de uma prova com natureza essencialmente indiciária.

⁷⁴ A distinção entre contratos e *gentlemen agreements*, na opinião de Carlos Ferreira de Almeida, depende do seguinte critério objetivo: "O acordo será contrato, se segundo a concepção social dominante, como tal for considerado, isto é, se a comunidade de referência lhe reconhecer eficácia jurídica". Mais, "as partes podem, expressa ou tacitamente, conceder relevância contratual a acordos que, em princípio, não a teriam [...], assim como podem retirar-lhe eficácia jurídica". Há todavia acordos que não são contratos, porque não produzem efeitos jurídicos. (...) O que falta a estes acordos para serem contratos não é uma referência normativa, nem os correspondentes efeitos provenientes de eventual cumprimento, que lhes advém das normas aplicáveis no quadro vigente da instituição respectiva [...]. O que não têm, apenas, é um enquadramento jurídico e a consequente possibilidade de exequibilidade [*enforcement*] por uma instituição jurídica, designadamente, por um tribunal" (*vide Contratos I*, 5.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2013, pp. 30-32 e 34).

⁷⁵ Cfr. Schneider, *WpHG*, cit., pp. 533 e ss., § 22, an. 73, perante a *WpHG* na sua versão inicial.

⁷⁶ Sobre os acordos de concertação, *vide* Magda Viçoso, *Os Acordos de Concertação Dirigidos ao Domínio de Sociedades Abertas*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Vol. I, Almedina, Coimbra, 2011.

Ao nível do direito comunitário, a lei consagra solução distinta a propósito da publicidade de participações qualificadas e da obrigatoriedade de lançamento de uma OPA. A DdT não tem em conta os direitos de voto de quem atua em concertação com o participante. Por seu turno, a DdOPA impõe o lançamento de uma OPA quando seja alcançada uma participação de controlo, para cuja contabilização relevam os direitos de voto daqueles que atuam em concertação com o oferente (art. 5.º) e preocupa-se mesmo em definir “Pessoas que actuam em concertação” (art. 2.º, n.º 1, al. d)].

A introdução, em 2006, da al. h), do n.º 1, do art. 20.º, representou um tratamento legislativo expresso da problemática da atuação concertada. Nos termos desta alínea, no cômputo das participações qualificadas, serão de imputar também os direitos de voto “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”. Neste caso, as partes, aparentemente, nada acordaram, apenas se comportam coincidentemente, as suas condutas dirigem-se num mesmo sentido e visam, porventura, idênticos propósitos. Também aqui inexistente qualquer documento que possa servir de elemento probatório.

Tal como ficou exposto, em momento anterior à adoção da mencionada al. h), entendia-se que a imputação de direitos de voto, em resultado de um acordo de voto, apenas era despoletada por negócios jurídicos⁷⁷. Recentemente discutiu-se se o aditamento da referida alínea teria por objetivo alargar o seu âmbito a acordos vinculantes ou não⁷⁸. Esta tese já foi contestada⁷⁹ com dois fundamentos: (i) aquela alínea não deve ser considerada uma cláusula residual no âmbito do art. 20.º, mas antes uma norma destinada a abarcar “quem partilhe e coopere na implementação de um determinado projeto comum ou concertado de poder no quadro de uma sociedade aberta”; e (ii) neste domínio não devem ser relevantes os meros *gentlemen's agreements*.

Mantemos, assim, a nossa posição de que os acordos poderão ser tácitos, mas terão sempre de ser juridicamente vinculantes. Se na al. c) por

⁷⁷ Vide Carlos Osório de Castro, *A Imputação dos Direitos de Voto* [...], cit., p. 186.

⁷⁸ Cfr. Paula Costa e Silva, *A Imputação de Direitos de Voto* [...], cit., pp. 276-278.

⁷⁹ Cfr. João Soares da Silva, *Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade* [...], cit., p. 53, e Vítor Pereira Neves, *A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, cit., pp. 516-517.

“acordo” se entende negócio jurídico vinculante, por que razão o “acordo” previsto na al. h) teria um sentido diferente? Porque razão um acordo não vinculante constitui uma situação que se reconduz à *ratio* deste preceito? E porque razão os acordos de cavalheiros ou as meras práticas concertadas poderiam dar lugar às várias consequências associadas à imputação de direitos de voto (em particular, ao lançamento de OPA obrigatória e à faculdade de aquisição potestativa)? Sem nos determos mais neste aspeto, não podemos deixar de antecipar que a resposta positiva a estas questões nos parece de difícil fundamentação.

IV. Por último, parece-nos que uma cuidada interpretação do CVM permitiria já abranger as situações de atuação concertada e alcançar resultados globalmente satisfatórios e até coerentes com a lógica interna do sistema de imputação de direitos de voto para efeitos de informação e de OPA obrigatória. A simples adição da referida al. não parece acrescer, de *per sí*, nada de muito relevante em termos materiais, e por isso não se nos afigura problemática. Contudo, a nova disposição tem de ser interpretada em articulação com os novos n.ºs 4 e 5 do mesmo art. 20.º. São estas disposições que verdadeiramente apresentam carácter inovador. O legislador pretendeu, com a consagração de uma presunção ilidível, inverter o ónus probatório, atribuindo à celebração de acordo para a transmissibilidade de ações representativas do capital social o significado de uma atuação concertada (art. 20.º, n.º 5). Pela sua complexidade e também pela falta de espaço, trata-se de questão que aqui não podemos desenvolver.

3.6. OS EFEITOS DA CELEBRAÇÃO DE ACORDOS DE VOTO

I. O efeito imediato da imputação de direitos de voto é o de atribuir a alguém, direitos de voto que, por força da verificação de alguma das situações de imputação previstas na lei, se entendem ser influenciáveis ou controlados por essa pessoa. A imputação de direitos de voto implica, assim, que, em virtude da relação entre duas ou mais pessoas, se considere que o exercício de certos direitos de voto é influenciável por pessoa ou entidade distinta do titular dos direitos de voto.

A primeira questão que surge neste âmbito — e a que iremos responder relativamente ao critério de imputação previsto na al. c) do n.º 1 do art. 20.º — refere-se ao carácter *unívoco* ou *biunívoco* da imputação decorrente da cele-

bração de um acordo de voto. Em caso de imputação de direitos de voto, todas as partes envolvidas são reciprocamente contagiadas pelos votos imputados às demais (imputação biunívoca ou co-imputação) ou deve entender-se que a imputação funciona só num sentido – titular dos direitos de voto-participante (imputação unívoca)?

Os acordos de voto, uma vez que implicam uma ação coordenada, podem justificar a *imputação biunívoca*. Isto porque, em função do concreto feixe relacional, as partes envolvidas funcionam simultaneamente como participantes – face aos direitos de voto das demais partes – e titulares de direitos de voto – face aos seus próprios. A razão para tal acontecer é a seguinte: todas as partes podem influenciar as demais, e ser por estas influenciadas, no exercício da totalidade dos direitos de voto. É o que acontece com os acordos de voto nos quais o sentido é decidido conjuntamente [art. 20.º, n.º 1, al. c), 1.ª parte]⁸⁰.

Contudo, dada a redação do n.º 1 do art. 20.º, pode afirmar-se que a imputação será de princípio apenas unidirecional, salvo se assentar em juízos relacionais. Pretende-se imputar ao participante os direitos de voto detidos pelo respetivo titular, dado que aquele pode influenciar o respetivo exercício. Não existindo influência, ainda que futura ou potencial, do titular dos direitos de voto (atuando hipoteticamente como participante) sobre os direitos de voto imputados ao participante (agindo hipoteticamente como titular de direitos de voto), não pode haver co-imputação. As únicas causas determinantes de imputação que podem funcionar em termos biunívocos são as constantes das als. c) e h) do n.º 1 do art. 20.º. Em nenhum dos demais casos a situação ou ato relevantes determinam a imputação recíproca dos votos dos interessados envolvidos.

No entanto, nem sempre da al. c) se extraem co-imputações. Isto porque se podem configurar vários métodos distintos para definir o sentido dos votos englobados pelo acordo. Desde logo, distinguem-se acordos que regulam o sentido de voto de forma imediata (modalidade mais usual nos acordos ocasionais) ou diferida (mais comum nos acordos duradouros, em especial quando abrangem diversas matérias)⁸¹. Se não regularem imediatamente o sentido em que os votos devem ser emitidos são várias as hipóteses para o

⁸⁰ Sobre os acordos parassociais de coordenação, veja-se José Engrácia Antunes, *Participações Qualificadas e Domínio Conjunto* [...], cit., pp. 70 e ss.

⁸¹ Raúl Ventura, *Acordos de Voto* [...], cit., p. 45.

definir: unanimidade, indicação de uma das partes às demais⁸², ou escolha da maioria, tendo cada parte direito, por exemplo, a um voto ou a uma percentagem de direitos de voto equivalente à sua participação no capital com direito de voto.

Nos sindicatos de voto, por exemplo, a determinação do sentido de voto é habitualmente diferida, pelo que se torna necessário que os referidos acordos regulem o processo de tomada de decisão do sindicato⁸³. Com frequência a decisão caberá ao conjunto dos sócios sindicados que para o efeito reunirão antes de cada assembleia dos sócios da sociedade. Há então que distinguir consoante a decisão interna do sindicato é tomada por unanimidade ou por maioria, simples ou qualificada (sabendo-se que, em regra, o poder de voto dentro do sindicato corresponde ao poder de voto que se detém na Assembleia da sociedade). Mais raramente os participantes no sindicato elegem uma comissão (ou até mesmo um diretor do sindicato) por um determinado período de tempo, competindo-lhe decidir o sentido do voto do sindicato.

Da forma como a definição do sentido de voto seja feita vai depender a imputação dos direitos de voto em jogo a umas, a várias ou a todas as partes no acordo. Nos casos em que uma parte possa determinar o sentido da totalidade dos votos englobados no acordo, a essa parte devem imputar-se todos os votos, imputando-se, a cada uma das demais partes, apenas os seus direitos de voto. Os acordos para o exercício do direito de voto determinam a imputação de todos os direitos de voto envolvidos às respetivas partes caso todas possam efetivamente influenciar o sentido em que a globalidade daqueles direitos de voto serão exercidos. Não será assim quanto às partes que não tenham qualquer possibilidade de influenciar o sentido em que os direitos de voto envolvidos serão exercidos.

II. Entende-se, assim, que os direitos de voto cujo exercício se considera influenciado continuam afetos à esfera de influência do titular dos votos, passando, portanto, a ser imputados a este e ao participante (*imputação simul-*

⁸² Esta situação é enquadrável na alínea em análise e não na al. f): ainda que alguém tenha, no âmbito de um acordo, a possibilidade de discricionariamente determinar em que sentido é que os votos inerentes às ações detidas pelas demais partes nesse acordo devem ser exercidos, quem exerce os direitos em causa é, nas situações subsumíveis à al. c), o titular das ações às quais os mesmos são inerentes (embora possa fazê-lo através de representante), contrariamente ao que sucede nos casos suscetíveis de ser integrados na al. f).

⁸³ Raúl Ventura, *Acordos de Voto* [...], cit., pp. 47 e ss.

tânea]. Neste sentido parece apontar o proémio do art. 20.º, n.º 1, ao dizer "Consideram-se, além dos inerentes às acções de que o participante tenha a titularidade ou usufruto", os demais direitos de voto cuja imputação seja determinada por força de alguma das alíneas. Ora, os direitos de voto não são, por efeito da imputação, "deslocados" para a esfera do participante (*imputação alternativa*). Por outras palavras: a imputação não gera o "trânsito" dos direitos de voto, continuando os direitos de voto a ser imputados ao seu titular. O resultado desta "cumulatividade" é que a soma dos votos imputáveis a todos os participantes excede, quase invariavelmente, 100% dos votos inerentes ao capital da sociedade. Isto porque a lei arranca indiscutivelmente do pressuposto de que os mesmos votos podem ser imputados a uma pluralidade de pessoas, como a atestam as als. b) e c) do art. 20.º, além da al. g). Tal, porém, não apresenta dificuldades, em virtude da ausência de efeitos societários daqui decorrentes⁸⁴.

4. CONCLUSÃO

Face a tudo quanto ficou acima expandido, podemos afirmar que nem o dever de comunicar participação qualificada, nem o de lançar OPA, se cingem à titularidade direta ou formal de acções para apurar a constituição desses mesmos deveres. Tanto um como o outro consideram situações em que o sujeito passivo pode influenciar (potencial ou efetivamente) o exercício de direitos de voto inerentes a acções inscritas na titularidade de outrem.

O art. 20.º, n.º 1 é a sede das regras sobre o cômputo de direitos de voto, apresentando o catálogo completo das situações que, isolada ou conjuntamente, são suscetíveis de originar uma imputação de direitos de voto.

Os acordos de voto, enquanto meio particularmente apto de consolidação jurídico-negocial de uma participação qualificada, determinam, por força do disposto na al. c) do n.º 1 do art. 20.º, a imputação de direitos de voto.

O âmbito da imputação depende da concreta configuração do acordo sendo que, em linhas gerais, podemos afirmar que os acordos de voto deter-

⁸⁴ Neste sentido, Osório de Castro, *A Imputação de Direitos de Voto* [...], cit., p. 168; Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., p. 558. Em sentido oposto, Hugo Moredo Santos, *Transparência* [...], cit., p. 401, defende que mesmo que haja lugar à imputação simultânea, os votos em causa não devem ser duplicados e devem ser imputados ao participante e ao titular do direito de voto conjuntamente.

minam a imputação de todos os direitos de voto envolvidos às respetivas partes, caso todas elas possam efetivamente influenciar o sentido em que a globalidade daqueles direitos de voto serão exercidos. Não será assim quanto às partes que não tenham qualquer possibilidade de influenciar o sentido em que os direitos de voto compreendidos poderão ser exercidos. Significa isto que os direitos de voto devem ser atribuídos ao participante que goza, jurídico-negocialmente, da sua disponibilidade. Pelo que, na sua falta, os direitos de voto são de imputar, na totalidade, a todas as partes do acordo parassocial.

Nos termos do disposto no CVM, há uma prevalência da imputação a quem está habilitado a dar instruções sobre o sentido em que os direitos de voto devem ser exercidos.

Ora, o participante que esteja obrigado a comunicar, nos termos do art. 16.º, uma participação qualificada no montante de mais de um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade aberta, estará também obrigado a lançar uma OPA sobre a totalidade das ações e outros valores emitidos pela sociedade que confiram direito à sua subscrição ou aquisição. Perante uma participação social de igual valor, constituída em virtude de acordo parassocial onde nenhuma das partes esteja jurídico-negocialmente habilitada a determinar o sentido em que os direitos de voto devem ser exercidos, cada subscritor do pacto deverá comunicar a titularidade de uma participação qualificada na totalidade dos direitos de voto abrangidos pelo acordo. Estando, assim, também solidariamente obrigado ao cumprimento do dever de lançamento de OPA, conforme prescrito nos arts.º 187.º e ss.

LISTA DE ABREVIATURAS

AktG	Aktiengesetz
al./als.	Alínea/Alíneas
an.	Anhang
art./arts.	Artigo/Artigos
BMJ	Boletim do Ministério de Justiça
CadMVM	Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários
CC	Código Civil
CdMVM	Código do Mercado de Valores Mobiliários
cfr.	Confrontar
cit.	Citada
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DdOPA	Diretiva n.º 2004/25/CE, de 21 de Abril de 2004
DdT	Diretiva n.º 2004/109/CE, de 15 de Dezembro de 2004
DL	Decreto-Lei
Ed.	Edição
Id.	Idem
n.º/n.ºs	Número/Números
OPA/OPAs	Oferta[s] Pública[s] de Aquisição
p./pp.	Página/Páginas
RDS	Revista de Derecho de Sociedades
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
ss.	Seguintes
Vol.	Volume
v.g.	Verbi gratia
vd.	Vide
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

BIBLIOGRAFIA

- APFELBACHER, Gabriele / BARTHELMESS, Stephan / BUHL, Thomas / DRYANDER, Christof von – *German Takeover Law – A Commentary*, Verlag C.H.Beck oHG, München, 2002.
- ABREU, Jorge Coutinho de – *Curso de Direito Comercial*, Vol. II (Das Sociedades), 4.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2013.
- ALMEIDA, António Pereira de – *Sociedades Comerciais*, 4.ª Ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2006.
- ALMEIDA, Carlos Ferreira de – *Contratos I*, 5.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2013.
- ANTUNES, José Engrácia – *A Igualdade de Tratamento dos Accionistas em OPA*. In: *II Direito das Sociedades em Revista* (2010), Vol. III, pp. 87-111.
- ANTUNES, José Engrácia – *Participações Qualificadas e Domínio Conjunto (A Propósito do Caso “A. Champalimaud – Banco Santander”)*, Publicações Universidade Católica, Porto, 2000.
- ANTUNES, José Engrácia – *Direito das Sociedades*, 4ª Ed., Edição de Autor, Porto, 2013.
- ANTUNES, José Engrácia – *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*. 2.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2002, pp. 317 e ss. e 345 e ss.
- ASSMANN, Heinz-Dieter / SCHNEIDER, Uwe H. – *WpHG. Kommentar*. 5. Auflage, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2009.
- CÂMARA, Paulo – *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, in *CadMVM*, n.º 7, 2000 (Abril), pp. 195-268.

- CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2011.
- CASTRO, Carlos Osório de – *A Imputação de Direitos de Voto no Código de Valores Mobiliários*, in *CadMVM*, n.º 7, 2000 (Abril), pp. 163-192.
- CUNHA, Paulo Olavo – *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2012.
- COELHO, Eduardo de Melo Lucas – *Direito de Voto dos Accionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Rei dos Livros, Lisboa, 1987.
- COELHO, Eduardo de Melo Lucas – *A Formação das Deliberações Sociais – Assembleia Geral das Sociedades Anónimas*, Coimbra Editora, Coimbra, 1994.
- EMMERICH, Volker / HABERSACK, Mathias – *Aktien- und GmbH-Konzernrecht Kommentar*, 6. Auflage, C.H.Beck, München, 2010.
- FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria – *El Significado de la Ley de Transparencia en la Modernización del Derecho societario español*, RDS, 2004, n.º 22, pp. 87-114.
- FRANCO, António Sousa – *Apresentação do Sr. Ministro das Finanças*, in *Trabalhos Preparatórios do Código dos Valores Mobiliários*, CMVM, Lisboa, 1999, pp. 9-40.
- GEIBEL, Stephan / SÜSSMANN, Rainer – *WpÜG – Kommentar*. Verlag C.H.Beck, München, 2002.
- HAARMANN, Wilhelm / SCHÜPPEN, Matthias – *Frankfurter Kommentar zum WpÜG*. 2. Auflage, Verlag RuW, Frankfurt am Main, 2008.
- HIRTE, Heribert, BÜLOW, Christoph von – *Kölner Kommentar zum WpÜG*. 2. Auflage, Verlag Carl Heymanns, Köln/Berlin/Bonn/München, 2010.
- JORGE, Fernando Pessoa – *O Mandato sem Representação*, Almedina, Coimbra, 2001 (reimpressão).
- JÚDICE, José Miguel / ANTAS, Maria Luísa / FERREIRA, António Artur / PEREIRA, Jorge Brito – *OPA – Ofertas Públicas de Aquisição (legislação comentada)*, Semanário Económico, Lisboa, 1992.
- KÜMPEL, Sigfried – *Bank- und Kapitalmarktrecht*. 3. Auflage, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2004.
- LEBLANC, Dominique – *Franchisement de seuils, pactes accionaires, action de concert*, *Le Nouveau Droit des Marchés Financiers en France*, Bulletin Joly, Paris 1990, p. 29-41.
- MENÉNDEZ, Aurelio Menéndez – *Los Pactos de Sindicación para el Organo Administrativo de la Sociedad Anonima*, *Estados de Derecha Mercantil en Homenaje a Rodrigo Uría*, Civitas, Madrid, 1978.
- NEVES, Vítor Pereira – *A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *Estudos Comemorativos de 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa* (2008), Vol. II, pp. 507-541.
- OPITZ, Georg – *WpHG, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Verkaufsprospektgesetz, Kommentar* (Hrsg. SCHÄFER), Verlag W. Kohlhammer, Stuttgart/Berlin/Köln, 1999.
- OPPO, Giorgio – *Le Convenzioni Parasociali tra Diritto delle Obbligazioni e Diritto delle Società*, in *Rivista di Diritto Civile*, 1987.
- PAIS, Sofia Oliveira – *O Acórdão Marleasing – Rumo à Consagração Implícita do Efeito Horizontal das Directivas?*, in *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, 1992.

- PEREIRA, Jorge Brito – *A OPA Obrigatória*, Almedina, Coimbra, 1998.
- RESENDE, João Mattamouros – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2010.
- RIEHMER, Klaus / SCHÜPPEN, Matthias – *Öffentliche Übernahmeangebote* (Hersg. HAARMANN/RIEHMER/SCHÜPPEN), Verlag Recht und Wirtschaft, Heidelberg, 2002.
- RIVERA, Vicente M. Mambrilla – *Los Pactos Parasociales y la Transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas: Análisis de su Tratamiento en la Ley 26/2003*, RDS, 2004, n.º 22, pp. 205-250.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan – *Aprobada la Directiva de Transparencia*, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, ano XXIV, Abril/Junho de 2005, pp. 262-265.
- SANTOS, Hugo Moredo – *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Wolters Kluwer/Coimbra Editora, Coimbra, 2011.
- SANTOS, Mário Leite – *Contratos Parassociais e Acordos de Voto nas Sociedades Anónimas*, Edições Cosmos, Lisboa, 1996.
- SCHNEIDER, Uwe H. – *The Computation of Qualified Participations According to the EU-Transparency Directive*, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 399-415.
- SILVA, João Calvão da – *Estudos de Direito Comercial: Pareceres*, Almedina, Coimbra, 1996.
- SILVA, João Calvão da – *Fusão de Sociedades, Acordo de Voto, e Derrogação de Obrigatoriedade de OPA*, *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 2001.
- SILVA, João Soares da – *Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código de Valores Mobiliários*, in *CadMVM*, n.º 26, 2007 (Abril), pp. 47-58.
- SILVA, Paula Costa e – *Organismos de Investimento Colectivo e Imputação de Direitos de Voto*, in *CadMVM*, n.º 26, 2007 (Abril), pp. 70-81.
- SILVA, Paula Costa e – *A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição*, in *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2007.
- SILVA, Paula Costa e – *O Domínio da Sociedade Aberta e seus Efeitos*, in *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2004.
- SILVA, Paula Costa e – *Sociedade Aberta, Domínio e Influência Dominante*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 541-571.
- TELLES, Inocêncio Galvão – *Manual dos Contratos em Geral*, 4.ª, Coimbra Editora, Coimbra, 2002.
- TRIGO, Maria da Graça – *Os Acordos Parassociais sobre o Exercício do Direito de Voto*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2011.
- TRIGO, Maria da Graça – *A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição*, in *Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, Coimbra, 2007.
- VENTURA, Raúl – *Acordos de Voto*, in *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992.

- VENTURA, Raúl – *Acordos de Voto: Algumas Questões Depois do Código das Sociedades Comerciais, O Direito*, ano 124, n.ºs 1-2, 1992 [Janeiro-Junho].
- VAZ, João Cunha – *As OPA na União Europeia face ao Novo Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2000.
- VIÇOSO, Madga – *Os Acordos de Concertação Dirigidos ao Domínio de Sociedades Abertas*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, Vol. I, Almedina, Coimbra, 2011.
- XAVIER, Vasco da Gama Lobo – *Anulação de Deliberação Social e de Deliberações Conexas*. Almedina, Coimbra, 1998.
- XAVIER, Vasco da Gama Lobo – *A Validade dos Sindicatos de Voto no Direito Português Constituído e Constituinte*. In: 45 *ROA*, 1985, pp. 639 a 653.