



Pedro Miguel Roque Coelho

**O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa Cadeia de
Titularidade Indireta de Valores Mobiliários**

Dissertação com vista à obtenção do
grau de Mestre em Direito e Gestão

Orientador:

Professor Doutor André Figueiredo

Junho de 2018



Pedro Miguel Roque Coelho

**O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa Cadeia de
Titularidade Indireta de Valores Mobiliários**

Dissertação com vista à obtenção do
grau de Mestre em Direito e Gestão

Orientador:

Professor Doutor André Figueiredo

Junho de 2018

Declaração de compromisso anti-plágio

Declaro por minha honra que a dissertação que apresento é original e que as minhas citações estão corretamente identificadas. Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta de ética e disciplinar.

Declaração do número de caracteres

O corpo desta dissertação, incluindo espaços e notas de rodapé, tem um total de 122 688 caracteres.

Para o meu avô Manuel, que
apesar de não estar presente
continua sempre comigo.

Agradecimentos

Aos meus pais, pelo constante apoio e incentivo para me superar sempre e pelo amor que sempre me deram. Se não fossem vocês, não seria quem sou.

Ao meu avô Manuel, por ser o exemplo de que o trabalho árduo compensa e que a meninice pode durar até à velhice.

À minha avó Amélia, pelos pequenos gestos que têm um grande significado.

À Maria, por se ter tornado na minha companhia inseparável, por me fazer rir todos os dias e por me fazer sonhar.

Ao Viktor, por me ouvir falar sobre a tese durante quilómetros sempre com grande interesse.

À Clara, por me ter mostrado como é ter uma irmã mais nova e à Dona Elsa, por me fazer sentir que tenho a família mais perto.

À equipa da UMAC, por todas as vezes que me perguntaram: “Como vai a tese?”, o que me fez acelerar quando estava a perder o ritmo.

Por último, ao meu orientador, Professor Doutor André Figueiredo, por ter acreditado em mim e no tema da presente dissertação e a ter orientado, por fazer comentários sempre certos e por me ter dado liberdade para dissertar sobre o tema sem quaisquer barreiras.

Modo de Citar e outras Convenções

- I. Nas notas de rodapé, as monografias serão citadas, pela primeira vez, pela seguinte ordem: nome do autor, título integral da obra, volume, edição, local de publicação, editora, ano e página(s) em que se encontra a informação relevante. Nas citações seguintes, quando se tratar da mesma obra, esta será identificada pelo nome do autor, o título da obra e a indicação da(s) página(s);
- II. Tratando-se de artigos de uma publicação periódica, a primeira citação será feita da seguinte forma: nome do autor, título integral do artigo, nome da publicação periódica, ano ou volume, número, local de publicação, editora, ano civil e página(s) em que se encontra a informação relevante. Nas citações seguintes, quando se tratar do mesmo artigo, este será identificado pelo nome do autor, o título do artigo e a indicação da(s) página(s);
- III. Tratando-se de artigos consultados online, far-se-á referência ao link onde os mesmos se encontram disponíveis;
- IV. As abreviaturas utilizadas na presente dissertação estarão identificadas, por ordem alfabética, na lista de abreviaturas;
- V. As expressões latinas ou em língua estrangeira empregues na presente dissertação serão apresentadas em itálico.

Abreviaturas

al.	alínea
art.	Artigo
CC	Código Civil
CCom	Código Comercial
Cfr.	Conforme
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CSD	<i>Central Securities Depository</i>
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DL	Decreto-Lei
n.º	número
NYSE	New York Stock Exchange
OPA	Oferta Pública de Aquisição
p.	página
pp.	páginas
Vol.	Volume

Resumo

O surgimento da titularidade indireta de valores mobiliários e das cadeias que lhe são inerentes resultou da desmaterialização dos valores mobiliários que foi imposta pelo recurso ao papel deixar de ser, em determinado momento, viável.

Como a desmaterialização surgiu como resposta prática às limitações do mercado devido ao uso do papel, a mesma não foi de imediato acompanhada pelo Direito, o que fez com que, até à data, este permaneça uma matéria, em certa medida, inexplorada – e fértil em questões por solucionar.

Aquilo que na presente dissertação se procurou foi, precisamente, solucionar duas dessas questões.

Por um lado, esmiuçou-se uma cadeia de titularidade indireta de valores mobiliários com o propósito de enquadrar juridicamente cada uma das relações que no seu âmbito se desenvolviam, teorizando-se sobre que direitos – e contra quem os pode exercer – tem o *beneficial owner*.

Por outro lado, procurou-se oferecer uma solução para tornar a detenção indireta – e, conseqüentemente, o mercado de capitais em geral – de valores mobiliários mais transparente, de forma direta, por via do estudo da aplicabilidade do dever de comunicação de participações qualificadas a cada um dos seus intervenientes e, de forma indireta, através da *blockchain*.

PALAVRAS-CHAVE: cadeia de titularidade indireta de valores mobiliários; titularidade indireta de valores mobiliários; participações qualificadas; direitos de voto; princípio da transparência; mandato sem representação; contrato de gestão de carteiras.

Abstract

The emergence of the indirect holding of securities and the inherent chains resulted from the dematerialization of the securities that was imposed by the use of the paper cease to be, at a given moment, sustainable.

As dematerialization emerged as a practical response to the limitations of the market due to the paperwork crunch, it was not immediately followed up by the law, which has so far remained a matter to some extent unexplored - and fertile on issues to be resolved.

What was sought in the present dissertation was precisely to solve two of these questions.

On the one hand, a chain of indirect holding of securities was devised with the purpose of legally framing each of the relationships that were developed in it, theorizing what rights - and against whom they can be exercised - has the beneficial owner.

On the other hand, an attempt has been made to offer a solution to make indirect holding - and consequently the capital markets in general - more transparent, directly, through the study of the applicability of the obligation to disclose major holdings to each of the members of an indirect holding securities chain and, indirectly, through the blockchain.

KEYWORDS: indirect holding of securities chain; indirect holding of securities; major holdings; vote rights; principle of transparency; mandate without representation; portfolio management agreement.

Introdução

As reações diversificadas ao *paperwork crunch* resultaram em sistemas distintos de detenção de valores mobiliários, optando-se numa jurisdições, como a nossa, por sistemas de titularidade direta e noutras por sistemas de titularidade indireta.

Entre nós, optou-se pela adoção do sistema de titularidade direta, que desconsidera, em grande medida, as situações de titularidade indireta que se desenvolvem em resultado da atuação dos *players* no mercado.

Assim, constatamos que as situações de titularidade indireta se desenvolvem numa zona cinzenta.

Foi com o propósito de retirar este tema da sombra que iniciámos o presente estudo.

Para tal, começámos por descrever o fenómeno de titularidade indireta, nomeadamente o fenómeno que esteve na origem do seu aparecimento e os sistemas – de titularidade indireta e de titularidade direta, conforme já enunciámos – que foram adotados para fazer face à nova realidade que se impôs com a desmaterialização dos valores mobiliários.

De seguida, pretendemos qualificar a titularidade indireta de valores mobiliários quanto à sua natureza jurídica em duas situações distintas – quando o contrato celebrado pelo *ultimate investor* (e *beneficial owner*) com o intermediário financeiro com que tem uma relação direta é apenas tendente à subscrição ou aquisição de valores mobiliários e quando o *ultimate investor* celebra com o intermediário financeiro um contrato de gestão de carteira – descrevendo aí a natureza das relações que se estabelecem entre os intervenientes da cadeia e quais os direitos que assistem ao *ultimate investor* caso ocorra, a dado momento na cadeia, uma situação de incumprimento do contrato por um intermediário financeiro.

Estabelecida a natureza jurídica das relações estabelecidas na cadeia de titularidade indireta, seguimos o nosso estudo analisando sobre quem deve impender o dever de comunicação de participações qualificadas no âmbito de uma cadeia de titularidade indireta, reconduzindo as diferentes posições na cadeia às situações previstas no art. 20.º do CVM como geradoras do dever de comunicação de participações qualificadas previsto no art. 16.º do mesmo Código.

Por último, dissertamos sobre o princípio da transparência e o seu papel central no mercado de capitais, reconduzindo a relevância do estudo ao propósito de desenvolver e cimentar a transparência no mercado de capitais. Dentro deste capítulo final introduzimos uma breve nota sobre inovação financeira, na medida em que vivemos num tempo em que o avanço tecnológico chega ao setor financeiro e, com ele, traz a capacidade de, introduzindo novos processos, aumentar a transparência do setor, mormente no mercado de capitais.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indireta de Valores Imobiliários

Capítulo I

O Fenómeno de Titularidade Indireta de Valores Mobiliários

1.1. O desaparecimento do papel e o surgimento da titularidade indireta

Tradicionalmente, os valores mobiliários eram representados por meio de papel, com caracteres impressos¹.

O desenvolvimento dos mercados dos valores mobiliários e a inerente multiplicação da emissão de novos valores mobiliários levaram a que se tornasse incomportável a sua representação por meio de impressão em papel². Desta forma, atingiu-se um ponto de saturação do sistema de transações no mercado de capitais denominado por *paperwork crunch*, que consistiu na impossibilidade de continuação da negociação de valores mobiliários tendo por base a sua representação em papel.

Como resposta ao *paperwork crunch*, desenvolveu-se uma forma alternativa de representação dos valores mobiliários³, a forma escritural.

Esta nova forma de representação teve a sua primeira previsão legal no Brasil, tendo-lhe sucedido, os restantes países⁴. Em Portugal, a previsão legal desta forma de representação data de 1988⁵ e, atualmente, encontra-se regulada no capítulo II do CVM.

¹ Neste sentido ver Carlos Ferreira de Almeida, “Valores mobiliários: o papel e o computador”, *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais: Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, p. 623

² Para maior aprofundamento da evolução do *paperwork problem*, ver “Crisis in the Securities Industries. A Chronology: 1967-1970”, disponível em http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1970/1971_0730_NYSECrisis.pdf. A título de exemplo, refere-se no texto o aumento do volume de transações de ações no primeiro trimestre de 1967 na NYSE (*New York Stock Exchange*) foi de 14% relativamente ao anterior recorde de volume de transações num trimestre. Nesse ano, o volume de transações aumentou 33% face ao ano anterior. No ano seguinte, o aumento do volume de transações foi tal que a NYSE impôs a redução do horário de venda de ações, de forma a que as faltas de entrega dos valores mobiliários vendidos se pudessem manter em parâmetros minimamente controlados.

Entretanto, multiplicou-se a criação de comités e grupos de trabalho com o propósito de estudar e encontrar uma solução para o *paperwork problem*.

³ Refere James S. Rogers. "An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision.", *Idaho Law Review*, n.º 31, 1995, p. 691 que à data do *paperwork crunch*, o volume de valores mobiliários transacionados por dia na NYSE era de cerca de 10 milhões, o que conduziu a capacidade do *back office* a um ponto de rotura. Após a substituição do papel pelo sistema de transação eletrónico atingiu-se, em outubro de 1987, um até então máximo de 608 milhões de transações por dia e o novo sistema revelou-se capaz de lidar com a situação, tendo ultrapassado o desafio sem grandes sobressaltos, validando a opção da substituição do papel.

⁴ Neste sentido ver Carlos Ferreira de Almeida, “Valores mobiliários: o papel e o computador”, p. 624

⁵ Neste sentido ver Carlos Ferreira de Almeida, “Valores mobiliários: o papel e o computador”, p. 624

Capítulo I - O Fenómeno de Titularidade Indireta de Valores Mobiliários

A forma de representação escritural consiste no registo dos valores mobiliários em contas. Para o efeito existem três modalidades, tal como estabelecido no artigo 61.º do CVM⁶.

Apesar de estarem previstas três modalidades, para efeitos do presente trabalho vamos ater-nos apenas à modalidade prevista na alínea a), por ser a esta que os emitentes têm que recorrer quando estão em causa valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, nos termos do artigo 62.º do CVM.

Esta modalidade de representação escritural assenta, conforme se depreende do texto da alínea a), num sistema centralizado. Este sistema centralizado, por sua vez, consiste num sistema interligado de contas, composto pela conta de emissão, prevista no artigo 91.º, n.º 1, alínea a) do CVM, aberta pelo emitente, e dela constam os elementos fundamentais da emissão; pela conta de registo individualizado⁷, prevista na alínea b) do artigo supramencionado, onde os intermediários financeiros inscritos no sistema centralizado registam os valores mobiliários nas contas detidas pelos investidores; e por contas de controlo (das contas de emissão e das contas de registo individualizado), que têm como função garantir que não se encontram mais valores mobiliários registados em contas de registo individualizado do que aqueles que foram emitidos.

Foi neste quadro de reação ao *paperwork crunch* e conseqüente desmaterialização dos valores mobiliários que, através da admissão da representação meramente escritural o legislador abriu a porta à detenção indireta de valores mobiliários⁸.

1.2. Os diferentes sistemas de detenção de valores mobiliários desmaterializados

Com a necessidade de desmaterialização dos valores mobiliários, surgiram dois sistemas distintos de detenção dos mesmos.

⁶ “O registo individualizado de valores mobiliários escriturais consta de:

- a) Conta aberta junto de intermediário financeiro, integrada em sistema centralizado; ou
- b) Conta aberta junto de um único intermediário financeiro indicado pelo emitente; ou
- c) Conta aberta junto do emitente ou de intermediário financeiro que o representa.”

⁷ É a inscrição em conta de registo individualizado que confere a titularidade dos valores mobiliários, tal como determina o artigo 80.º, n.º 1 do CVM. Assim, é titular dos valores aquele em cuja conta esses valores mobiliários se encontram registados.

⁸ Neste sentido ver Carlos Ferreira de Almeida, “Valores mobiliários: o papel e o computador”, p. 625

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indireta de Valores Imobiliários

Começamos pelo sistema de detenção direta⁹. Neste sistema, o intermediário financeiro atua apenas como depositário dos valores mobiliários do cliente, não tendo qualquer outro interesse nos mesmos para além de os manter para o cliente.

Com isto o *investidor* é, tendo os valores mobiliários registados na sua conta de registo individualizado, juridicamente, o titular direto dos valores mobiliários e dos direitos a eles inerentes, o que significa que é ele quem exerce os seus direitos junto do emitente, de forma direta¹⁰.

O sistema de detenção direta, como indica o próprio nome, não regula as relações de titularidade indireta, pelo que não mais será abordado ou esmiuçado, uma vez que, por um lado, ao não conferir valor à titularidade indireta¹¹, não oferece as soluções necessárias às questões que dela emanam e, conseqüentemente, não nos fornece o *input* necessário para solucionar o problema que se pretende com este trabalho.

Aliás, a questão que nos propomos solucionar surge, precisamente, por o sistema de detenção direta vigorar no nosso ordenamento jurídico, conforme veremos adiante.

Assim, abordaremos o sistema de detenção indireta que reconhece valor jurídico (reforçado, quando comparado com o resultante do sistema de detenção direta) às relações tendentes à detenção indireta de valores mobiliários.

Ao analisar este sistema começamos imediatamente a perceber que o mesmo não é configurável apenas de uma forma, como é apanágio do sistema de detenção direta. Pelo contrário, existem dentro deste várias nuances, na medida em que os valores mobiliários tanto podem ser subscritos inicialmente por um intermediário financeiro que assume as vestes de depositário central, cujos participantes são intermediários financeiros que detêm

⁹ Sistema que vigora em Portugal, por força da aplicação do artigo 80.º, n.º 1 do CVM. Carlos Ferreira de Almeida, “Registo de Valores Mobiliários”, *Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques do Santos*, Vol. I, Coimbra, Almedina, 2005, pp. 897 insere Portugal no âmbito do “sistema latino dito de detenção directa”, pois, por força do artigo suprarreferido, os registos efetuados conferem a quem regista a titularidade sobre os valores mobiliários registados. Realçando também a opção do legislador português pelo sistema de detenção direta André Figueiredo, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros: Com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2012, p. 420.

¹⁰ Neste sentido ver Niranjana Menon, “Insolvency of intermediaries in cross-border securities holding systems”, *Uniform Law Review*, Vol. 22, n.º 2, Oxford, Oxford University Press (em nome de UNIDROIT), 2017, p. 494; entre nós Carlos Ferreira de Almeida, “Registo de Valores Mobiliários”, pp. 886 e ss.

¹¹ De forma sintética e precisa, o *Legal Certainty Group Comparative Survey*, p. 105, disponível em https://ec.europa.eu/info/system/files/comparative-survey-26072006_en.pdf aponta a atribuição da titularidade, no Direito português, àquele que detém os valores mobiliários registados em conta de registo individualizado, desvalorizando as situações de detenção indireta e, conseqüentemente, não atribuindo a titularidade a quem detém valores mobiliários nessas condições.

Capítulo I - O Fenómeno de Titularidade Indireta de Valores Mobiliários

os valores mobiliários por conta de *ultimate investors* ou por conta de outros intermediários financeiros que, por sua vez, os detêm por conta do *ultimate investor* ou, novamente, por conta de um intermediário financeiro até que, a final, um intermediário financeiro detenha por conta do *ultimate investor*¹²; como podem estar registados diretamente em nome de um intermediário financeiro que detenha por conta de *ultimate investors* e/ou de intermediários financeiros¹³.

Atentemos melhor nestas duas modalidades do sistema de detenção indireta.

A primeira modalidade supramencionada não carece de grandes aprimoramentos face à explanação anterior, sendo a modalidade de detenção indireta de percepção mais intuitiva, na medida em que se baseia na subscrição por um intermediário financeiro de todos os valores mobiliários emitidos, atuando, depois, como depositário central¹⁴. A partir deste estabelecem-se as diferentes cadeias de titularidade indireta, por meio da abertura de conta junto do depositário central por parte de intermediários financeiros. Estes intermediários financeiros, através da “aquisição”¹⁵ dos valores mobiliários junto do depositário central, adquirem os direitos inerentes aos mesmos, que serão o alvo das transações que ocorrem ao longo da cadeia. Isto é, o que se transmite entre os níveis de uma cadeia de titularidade indireta não é a propriedade dos valores mobiliários, mas sim os direitos a eles inerentes.

Já a segunda modalidade é um pouco mais complexa, na medida em que os valores mobiliários mais não são que uma entrada nos registos de um sistema centralizado. Encontrando-se os valores mobiliários registados num sistema centralizado, existem, consoante a escolha legislativa, diferentes possibilidades, uma vez que a detenção através

¹² Neste sentido ver Miguel Galvão Teles, “Globalização: detenção de valores mobiliários por conta alheia e valores mobiliários reflexos: em particular, o Projecto de Convenção da Unidroit sobre Intermediated Securities”, *Conferência Portugal, a União Europeia e os EUA. Novas Perspectivas Económicas num Contexto de Globalização*, Coimbra, Almedina, 2010, p. 337.

¹³ Neste sentido ver Charles W. Mooney Jr., “Practising Safer Lex: The Proper Domain of Property, Secured Transactions and Insolvency Laws in the Regulation of Securities Intermediaries”, *European Securities Markets The Investment Services Directive and Beyond*, Londres, Kluwer Law International, 1998, pp. 86 e 87.

¹⁴ Refere Carlos Ferreira de Almeida, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 883 que nos EUA, a Cede & Co. figura como depositário central, sendo titular de cerca de 70% do capital das sociedades com sede naquele país. Este facto representa bem a aplicação dos sistemas de detenção indireta e, conseqüentemente, a importância que as cadeias de titularidade indireta revestem na prática do mercado.

¹⁵ Não se trata de uma verdadeira aquisição, na medida em que o titular (direto) dos valores mobiliários continua a ser o depositário central, uma vez que é em nome deste último que os valores mobiliários se encontram registados. O registo que o intermediário financeiro promove junto do depositário central traduz-se num registo em conta interna do mesmo.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indireta de Valores Imobiliários

de intermediários financeiros pode ser imposta, como acontece no Japão¹⁶, ou ser facultativa, como no caso do Reino Unido, onde se permite que os investidores possam registar-se diretamente no sistema centralizado – ainda que para o efeito seja necessário que os mesmos possuam determinado hardware e software específico, o que representa um gasto extra para o investidor, traduzindo-se esta possibilidade numa faculdade de acesso direto ao sistema centralizado condicionada – ou que possam recorrer a um intermediário financeiro para deterem os valores mobiliários pretendidos¹⁷.

De entre os dois sistemas apresentados (e nuances associadas a um deles), o legislador português optou, conforme já se foi adiantando, pelo sistema de detenção direta. Contudo, a análise dos sistemas de detenção indireta não assume menor relevância, entre nós, do que nos ordenamentos jurídicos em que os mesmos vigoram, desde logo porque a opção pelo sistema de detenção direta criou um ângulo morto aquando da aplicação da lei à prática dos negócios no mercado de capitais¹⁸.

Assim, o estudo dos sistemas de titularidade indireta e das suas nuances, bem como das suas preocupações e soluções para as mesmas, permite-nos compreender melhor as relações que se estabelecem quando se registam valores mobiliários em nome de um intermediário financeiro por conta de outrem. De facto, devemos, até, ir mais longe nesta afirmação. Tendo em conta a realidade do dia a dia do mercado de capitais, a distinção entre sistema de detenção direta e indireta não assume uma relevância prática tão significativa como, à partida, se poderia pensar, na medida em que a sua relevância máxima se traduziria na atribuição ou não de um direito *erga omnes* ao *ultimate investor*.

¹⁶ Neste sentido ver Louise Gullifer, “Ownership of Securities: the Problems Caused by Intermediation”, *Intermediated Securities Legal Problems and Practical Issues*, Londres, Hart Publishing, 2010, p. 2.

¹⁷ Neste sentido ver Louise Gullifer, “Ownership of Securities: the Problems Caused by Intermediation”, p. 2.

¹⁸ Defende Carlos Ferreira de Almeida, “Registo de Valores Mobiliários”, p. 898, e é uma interpretação pacífica, que mesmo quando os valores mobiliários são registados por conta de outrem, o titular (direto), a quem são legalmente atribuídos os direitos inerentes aos valores mobiliários, é aquele que tem o seu nome registado em conta, não sendo relevantes para este efeito os registos em contas internas de intermediários financeiros. Daqui decorre que, todas as relações que se criam por detrás do titular, não se encontram diretamente tuteladas pela lei ou, pelo menos, não é conferido a quem se encontra nessa situação – nem mesmo ao *beneficial owner* – qualquer direito *erga omnes*.

Capítulo I - O Fenómeno de Titularidade Indireta de Valores Mobiliários

No entanto, numa relação entre um sistema misto como é o do Reino Unido e um sistema de detenção indireta como é a Alemanha, onde, à partida se conferiria ao *ultimate investor* um direito *erga omnes*, podemos verificar que tal, por vezes, não acontece¹⁹.

Tendo em conta o caso exposto, podemos concluir que nenhum dos dois sistemas é perfeito, já que o sistema de detenção direta, por força da sua simplificação da realidade, desconsidera (e desprotege) um grande número de intervenientes no mercado; e o sistema de detenção indireta, por força das suas várias nuances e das diferentes previsões existentes em cada país, resulta numa maior dificuldade de certeza jurídica quanto à proteção dos *ultimate investors*.

Assim, impõe-se uma outra distinção, entre sistemas transparentes e não transparentes.

Os sistemas transparentes são aqueles em que todas as transações são registadas no sistema centralizado – e não apenas a transação que se consubstancia na subscrição. É exemplo deste sistema a Espanha²⁰. Os sistemas não transparentes são, *a contrario*, aqueles em que apenas é registada a primeira transação, isto é, a transação correspondente à subscrição. São exemplos de sistemas não transparentes os EUA, o Reino Unido²¹ e Portugal²².

Esta distinção deve, em nossa opinião, assumir uma posição central no debate jurídico, pois permite não só categorizar os diferentes sistemas através do recurso a uma

¹⁹ Neste sentido ver Eva Micheler, “Intermediated Securities and Legal Certainty”, *LSE Law, Society and Economy Working Papers*, n.º 3, 2014, pp. 4 e ss, disponível em http://eprints.lse.ac.uk/55826/1/WPS2014-03_Micheler.pdf a propósito da decisão do *UK High Court* de 23 de janeiro de 2013 relativa ao caso *Eckerle v Wickeder Westfalenstahl GmbH*, na qual se decidiu que os investidores alemães, que tinham recorrido aos serviços da *Clearstream AG* para deterem ações de uma sociedade sediada no Reino Unido, não tinham legitimidade para proporem uma ação com o propósito de obrigar os acionistas majoritários, que votaram em assembleia geral a favor da perda da qualidade de sociedade aberta, a comprarem as suas ações antes de a sociedade perder essa qualidade. Ora, os acionistas minoritários acreditavam deter, em conjunto, 7,2% do capital da sociedade (mais do que os 5% exigidos pela *Companies Act* de 2006 para o efeito). No entanto, o tribunal decidiu que os acionistas minoritários não detinham as ações, uma vez que essas eram detidas pela *Clearstream AG*. Desse modo, os acionistas minoritários detinham, tão só, um interesse puramente económico nas ações subjacentes ao contrato que haviam celebrado com a *Clearstream AG*.

²⁰ Neste sentido ver Louise Gullifer, “Ownership of Securities: the Problems Caused by Intermediation”, p. 7; a imposição do sistema transparente em Espanha decorre do artigo 13 da *Ley del Mercados de Valores*.

²¹ Neste sentido ver Louise Gullifer, “Ownership of Securities: the Problems Caused by Intermediation”, p. 7.

²² Uma vez que em Portugal vigora o sistema de detenção direta e que, conseqüentemente, a titularidade dos valores mobiliários pertence, sem mais, a quem figura na conta de registo individualizado como titular dos mesmos, a lei não prevê a possibilidade de os demais intervenientes numa cadeia de titularidade indireta registarem as suas posições relativamente aos valores mobiliários detidos pelo intermediário financeiro de nível 1.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indireta de Valores Imobiliários

classificação de natureza mais prática do que a anterior, como também confere aos *stakeholders* – nos casos em que estamos perante um sistema transparente – a possibilidade de verificarem se existem mais registos relativamente a determinados valores mobiliários e até quem é que esses registos levam, a final. Isto é, permite aos *stakeholders* a cognoscibilidade das cadeias de titularidade indireta, pois todos os intervenientes na mesma registarão a sua “aquisição”, identificando o elo a quem “adquirem”.

Na sequência desta distinção, importa referir um fator, quanto a nós de grande relevância, por vezes introduzido nos sistemas não transparentes. Trata-se do princípio “*no-look-through*”²³, que consiste em limitar o direito de acesso a informação além do intermediário que está imediatamente abaixo, ou seja, quem detém a conta junto de um intermediário só tem direito de informação relativamente a esse intermediário e não em relação aos intermediários que se encontrem num nível inferior àquele²⁴.

Estando já claro que os intervenientes numa cadeia de titularidade indireta, mormente o *ultimate investor*, não se encontram especialmente protegidos nos sistemas não transparentes, a introdução deste princípio nesses ordenamentos jurídicos visou conferir uma proteção mínima àqueles que se encontram nos níveis mais elevados – sendo especialmente relevante para o *ultimate investor* – pois caso não vigorasse este princípio, a desproteção deste último poderia chegar a um ponto em que teria, praticando o intermediário de nível 1 uma qualquer irregularidade, que o processar diretamente²⁵. Isto mesmo sem que o investidor tenha uma relação direta com esse intermediário e, em virtude disso, não lhe seja possível aceder a toda a informação relevantes para apresentar o seu caso de forma bem-sucedida, desde logo porque os dois intervenientes podem estar – e muitas vezes estão – em jurisdições distintas.

²³ Este princípio resulta do artigo 9.º, n.º 2 da *Unidroit Convention on substantive rules for intermediated securities*. Sobre este princípio veja-se, entre nós, André Figueiredo, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros Com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, pp. 402 e ss.

²⁴ Tomemos como exemplo uma cadeia em que o intermediário de nível 1 (**A**) subscreve 1 000 ações por conta do intermediário de nível 2 (**B**). **B**, por sua vez detém por conta do intermediário de nível 3 (**C**), que detém por conta do intermediário de nível 4 (**D**), que detém por conta do *ultimate investor* (**E**). Nesta cadeia, o princípio “*no-look-through*” traduz-se no seguinte: **E** apenas tem direito de informação face a **D**; **D** apenas tem direito de informação face a **C**; **C** apenas tem direito de informação face a **B**; e **B** apenas tem direito de informação face a **A**.

²⁵ Neste sentido ver Louise Gullifer, “Ownership of Securities: the Problems Caused by Intermediation”, p. 15.

Capítulo I - O Fenómeno de Titularidade Indireta de Valores Mobiliários

Desta forma, por aplicação do mencionado princípio, o *ultimate investor* apenas teria que agir contra o intermediário financeiro com o qual tem contacto direto, ou seja, de acordo com o nosso exemplo²⁶, **E** apenas teria que processar **D**. Este último, para provar que o sucedido não procedia da sua atuação processaria **C**, e assim sucessivamente até se alcançar o **A**, na medida em que a atuação contrária ao contratado ao longo da cadeia procedesse de culpa sua.

A introdução deste princípio nos sistemas não transparentes, apesar de tentar colmatar uma falha grave, não é tão eficaz como se gostaria, por duas razões.

A primeira consiste na morosidade inerente à reação dos intervenientes de nível superior, que para verem satisfeita a sua pretensão têm que assistir a um número – variável e que, por vezes, pode ser enorme – de processos. Este risco acrescenta, por um lado, custos ao estabelecimento de cadeias de titularidade indireta, na medida em que os intermediários financeiros têm que precaver esta possibilidade aquando da celebração do contrato, definindo o preço dos seus serviços incluindo este risco; e, por outro, importa uma grande perda de eficiência na gestão das relações no seio da cadeia de titularidade indireta, reduzindo, em consequência, a eficiência do mercado, podendo, potencialmente, desacelerá-lo.

A segunda tem que ver com o facto de a introdução deste princípio visar, apenas, proteger os intervenientes na cadeia de titularidade indireta. Isto é, trata-se de uma solução que reage ao problema estabelecido de forma compartimentada, na medida em que não acautela os interesses dos *stakeholders*, por não impor qualquer obrigação que mitigue a falta de transparência.

Desta forma, concluímos que o princípio “*no-look-through*” não é, em si, uma solução idónea a proteger os intervenientes na cadeia de titularidade indireta – mormente os *ultimate investors* – e descarta totalmente a tutela dos interesses dos *stakeholders*.

1.3. A titularidade indireta no ordenamento jurídico português

Conforme já referimos anteriormente, o legislador português optou, à semelhança da opção feita pelos outros países do sul da Europa, pelo sistema de detenção direta de valores mobiliários.

²⁶ Ver nota 24 supra.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indireta de Valores Imobiliários

Além disso, o nosso sistema, se pretendermos reconduzi-lo a uma das categorias da distinção entre sistemas transparentes e não transparentes, enquadra-se na categoria de sistemas não transparentes, uma vez que apenas é registável a operação de subscrição ou aquisição na conta de registo individualizado, não prevendo a lei qualquer outra posição, relativa a valores mobiliários, registável.

Assim, entre nós a formação de cadeias de titularidade indireta ocorre numa “realidade paralela”²⁷ à identificada pela lei. Por outras palavras, as cadeias de titularidade direta em Portugal são em tudo semelhantes à segunda modalidade de titularidade indireta que descrevemos no subcapítulo anterior, devendo-se o seu surgimento à necessidade de investidores que não operam no mercado português pretenderem adquirir valores mobiliários negociados no mercado português. Desta forma, as cadeias de titularidade indireta surgem no nosso ordenamento jurídico como resposta à demanda dos investidores pela eficiência e rapidez do mercado.

Não obstante esta eficiência e rapidez necessitarem, obviamente, de ser atendidas, como forma de assegurar a liquidez do mercado, a transparência não deve ser descurada. Nestes termos, tendo já sido analisado o princípio “*no-look-through*” próprio dos sistemas não transparentes²⁸ e considerado inepto para alcançar o objetivo a que se propõe a sua existência, impõe-se a criação de uma solução jurídica sustentada, com respeito pela eficiência do mercado e que reforce a segurança do tráfego jurídico.

Para alcançar tal propósito, é necessário que essa solução ultrapasse a falta (ou reduzida) tutela – que a atual interpretação das normas vigentes determina – das relações jurídicas que se estabelecem entre o titular e os restantes membros de uma cadeia de titularidade indireta – incluindo o *beneficial owner*. Com o objetivo de solucionar esta questão, que prejudica não só o *beneficial owner*, mas também os *stakeholders* que se veem sem capacidade para conhecer de forma completa a cadeia por detrás da titularidade imediata dos valores mobiliários, propomos uma solução mais adiante²⁹.

²⁷ Salientando a impossibilidade de o sistema de detenção direta, baseado na atribuição da titularidade dos valores mobiliários a quem inscreve o seu nome na conta de registo individualizado, de fazer refletir sempre a realidade jurídica por detrás do registo, André Figueiredo, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros: Com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, p. 421; e Paula Costa e Silva, “O conceito de accionista e o sistema de record date”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pp. 450 e ss.

²⁸ Apesar de Portugal ser um sistema não transparente, a doutrina nacional não aborda este princípio como forma de proteção dos intervenientes em cadeias de titularidade.

²⁹ Ver subcapítulo 3.2. infra.

Capítulo II

A Natureza Jurídica da Titularidade Indireta

2.1. O contrato celebrado para a simples subscrição ou aquisição de valores mobiliários

Descritos os diferentes sistemas de titularidade de valores mobiliários e a forma pela qual se estabelecem as relações de titularidade indireta dos mesmos, em Portugal, cumpre-nos subsumir a relação material que se cria neste âmbito ao Direito vigente.

É pacífico afirmar que o titular direto dos valores mobiliários os adquire enquanto mandatário. Neste caso, porquanto o mandatário adquire os valores mobiliários por conta de outrem, mas em nome próprio, encontramos-nos perante um mandato sem representação³⁰ comercial³¹, contrato previsto no artigo 1180.º do Código Civil.

Deste contrato decorre que o mandatário é obrigado a transferir para o mandante os direitos que adquira na execução do mandato³², de modo que os direitos inerentes aos valores mobiliários - como são o direito de voto e o direito aos dividendos³³ - são, por imposição legal, transferidos para a esfera jurídica do mandante.

Em sentido inverso, o mandante deve, nos termos do artigo 1182.º do CC reembolsar o mandatário de todas as despesas em que o mesmo incorra na execução do mandato. Além da obrigação de reembolsar as despesas em que o mandatário incorre na

³⁰ É o contrato pelo qual uma pessoa – singular ou coletiva, que assumirá a função de mandatário – se obriga perante outra – mandante – a realizar um ato jurídico que seja por esta última pretendido, por sua conta, mas em nome próprio. Em sentido próximo da definição aqui apresentada ver Pessoa Jorge, *O Mandato sem representação*, Coimbra, Almedina, 2001, p. 411.

³¹ Tal resulta da aplicação do artigo 231.º do CCom, na medida em que o ato que o mandatário se obriga a praticar por conta do mandante é um ato de comércio. Salientando a natureza comercial do mandato, neste caso na sua modalidade de mandato financeiro, Carlos Ferreira de Almeida, *Contratos II*, 4.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2016, p. 178.º e ss.

³² Tal obrigação encontra-se prevista no artigo 1181.º do CC e é abordado pela doutrina tanto em obras de Teoria Geral, como Manuel de Andrade, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, Vol. II, Coimbra, Almedina, 1992, p. 293; António Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil V*, 2.ª reimpressão da edição de 2005, Coimbra, Almedina, 2011, p. 73; Luís Menezes Leitão, *Direito das Obrigações*, Vol. III, 11.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2016, p. 449; como na obra de referência sobre o tema Pessoa Jorge, *O Mandato sem representação*, p. 283 e ss.

³³ Conforme plasmado nas alíneas do n.º 2 do art. 55.º do CVM. Sobre a classificação de direitos inerentes aos valores mobiliários e direitos destacáveis, ver Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2016, pp. 123 e ss. e José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 3.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2018, pp. 102 e ss.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indireta de Valores Imobiliários

prossecução do contrato de mandato, o mandante encontra-se também obrigado a remunerar o mandatário pelo serviço que é prestado³⁴.

Nestes termos, o contrato entre o mandante e o mandatário que tivesse em vista a aquisição de valores mobiliários seria possível retratar, do ponto de vista jurídico, da seguinte forma: o mandatário é reembolsado pelo mandante pelas despesas em que incorra na aquisição, sendo também remunerado pelo serviço, e o mandante recebe, por transmissão da esfera jurídica do mandatário para a sua, os direitos inerentes aos valores mobiliários adquiridos.

Esta obrigação de transmissão dos direitos adquiridos para a esfera jurídica do mandante, já atrás enunciada, decorre da adoção pelo Direito português da teoria da dupla transferência ou da eficácia mediata do mandato sem representação, o que se traduz na aquisição dos direitos inerentes à coisa adquirida, num primeiro momento, pelo mandatário e que são transferidos para o mandante apenas num momento subsequente³⁵.

Pela aplicação desta teoria conclui-se que cada interveniente numa cadeia de titularidade indireta é, em certo momento, titular dos direitos inerentes aos valores mobiliários registados em nome do intermediário financeiro de nível mais baixo.

No entanto, por o artigo 74.º do CVM professar o sistema de titularidade direta de valores mobiliários, apenas se confere a titularidade dos valores mobiliários a quem os tem registados em conta de registo individualizado. Nessa medida, o intermediário financeiro de nível mais baixo não pode, como resultaria da leitura do artigo 1181.º, n.º 1 do CC, transmitir todos os direitos adquiridos na execução do mandato, uma vez que a titularidade dos valores mobiliários apenas lhe pode ser imputável a ele, por força do registo³⁶. No entanto, todos os outros direitos adquiridos, como é o caso dos direitos de

³⁴ Isto porque o contrato de mandato comercial não se presume gratuito, nos termos do artigo 232.º do CCom. No entanto, ainda que a presunção do CCom fosse diversa, a atuação dos intermediários financeiros é feita a título profissional, o que determina que seria sempre remunerada.

³⁵ Para um maior aprofundamento deste tema ver Pessoa Jorge, *O Mandato sem representação*, pp. 283 e ss.

³⁶ Por isto, conforme salienta José Lebre de Freitas, “Simulação de Contrato de Sociedade, Negócio Fiduciário e Mandato sem Representação”, *Themis*, Ano XVIII, n.º 33, Coimbra, Almedina, 2017, p. 9, o contrato de mandato sem representação já não se encontra no seu estado puro, na medida em que não são todos os direitos adquiridos pelo mandatário que são transmitidos para o mandante, mas sim aqueles que ambos acordam. Isto é, no caso em apreço, as partes acordam serem transmitidos todos os direitos menos a propriedade, que se mantém na esfera jurídica do mandatário. Lebre de Freitas considera, assim, que o mandato sem representação se combina com outras figuras como é, no caso em apreço, o negócio fiduciário *cum amico*.

Capítulo II – A Natureza Jurídica da Titularidade Indireta

voto ou aos dividendos, devem ser transmitidos pelo mandatário – ou mandatários se estivermos perante uma cadeia multinível – para o mandante³⁷.

Deste modo, quando o *ultimate investor* pretende, com a celebração do contrato, exclusivamente adquirir determinados valores mobiliários, o contrato em causa é um mandato sem representação. Mas, estando nós a tratar o tema da titularidade indireta de valores mobiliários, impõe-se a configuração da situação em que a contraparte no contrato – mandatário por conta do *ultimate investor* – não adquire, ela própria, os valores mobiliários objeto do contrato, antes diligencia para tal através da celebração de um novo contrato, com o mesmo objeto, com um terceiro, fazendo-o por conta própria, mas em nome do *ultimate investor*. Deste modo, cria-se uma cadeia de titularidade por ocasião do estabelecimento de várias relações subsequentes de mandatos sem representação.

Entendemos, a este propósito, que o estabelecimento de relações subsequentes tendo em vista a prossecução da obrigação a que o mandatário se vinculou deve ser autorizado pelo *ultimate investor*, como forma de lhe permitir conhecer que na prossecução da sua pretensão não se encontra dependente apenas do mandatário com quem contratou diretamente, mas também de, pelo menos, uma outra entidade. Este conhecimento de que a cadeia de titularidade indireta assumirá vários níveis de intermediação é relevante porque, conforme referimos, cada entidade que compõe um nível de intermediação será, a dado momento, titular fiduciário dos direitos inerentes aos valores mobiliários cuja aquisição foi espoletada pela ordem de compra inicial do *ultimate investor* e, em virtude disso, a adição de níveis de intermediação aporta um maior risco de incumprimento no que diz respeito à transmissão dos direitos de esfera jurídica para esfera jurídica, como se de um sistema de espelhos destinados a refletir os direitos em sentido ascendente se tratasse.

Criando-se esse sistema de reflexão, assente na contratação em cadeia, importa atentar que, sendo o segundo – e os que, eventualmente, se seguirem – contrato de mandato celebrado apenas em nome do *ultimate investor*, mas já por conta do intermediário financeiro com quem este contratou em primeiro lugar, não existe uma relação contratual – direta – entre o *ultimate investor* e o intermediário financeiro que se

³⁷ A respeito desta transmissão, efetuada através das contas abertas junto de intermediários financeiros de nível imediatamente inferior – na posição de mandatários – pelo mandante – intermediário financeiro de nível imediatamente superior – ver André Figueiredo, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros*, p. 368 e Miguel Galvão Teles, “Globalização: detenção de valores mobiliários por conta alheia e valores mobiliários reflexos: em particular, o Projecto de Convenção da Unidroit sobre Intermediated Securities”, p. 337.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indireta de Valores Imobiliários

encontre nesse nível da cadeia – nem, por maioria de razão, com os que se encontram para lá desse nível. Isto determinaria, à partida, a perda da capacidade de agir contra esse intermediário, caso o mesmo incumprisse o contratado, ficando o *ultimate investor* limitado à possibilidade de agir contra a sua contraparte – que, por sua vez, também poderia agir apenas contra aquele com quem mantivesse uma relação contratual direta – devido ao incumprimento desta perante si³⁸.

No entanto, consideramos que, havendo a necessidade de consentimento do *ultimate investor* para haver lugar à contratação em cadeia, ou seja, para que possa haver lugar ao submandato³⁹, o mesmo se encontra numa posição de subordinação em relação ao contrato de mandato celebrado entre o *ultimate investor* e o intermediário financeiro de nível mais elevado, uma vez que o primeiro só acontece por ocasião da existência do segundo.

Assim, embora do ponto de vista formal os contratos celebrados pelos intermediários financeiros em nome próprio não tenham ligação com o *ultimate investor*, a verdade é que a sua existência se encontra, não só dependente da existência do primeiro, como também a ele subordinada, na medida em que o propósito do submandato é satisfazer o contrato de mandato na origem da cadeia, tendo, por isso, que se conformar com os termos do mesmo.

Deste modo, é nosso entendimento que a subordinação de todos os submandatos que venham a ser celebrados para satisfazer o contratado inicialmente celebrado pelo *ultimate investor* importa a relação deste com qualquer submandatário, pois do ponto de vista material o propósito do submandatário é nada mais do que satisfazer o propósito que levou o *ultimate investor* a tomar a decisão inicial de contratar.

Estabelecendo-se esta relação – direta, por força do objeto material dos contratos – o *ultimate investor* vê-se num papel reforçado face àquele em que estaria se não houvesse

³⁸ Esta forma de lidar com o incumprimento da ordem dada pelo *ultimate investor* resultante da atuação de um membro da cadeia de titularidade indireta com o qual o *ultimate investor* não mantém uma relação contratual direta consubstancia-se no princípio *no-look-through*, que analisaremos no subcapítulo 1.2. e criticaremos, por, não só aportar às relações de titularidade indireta uma morosidade indesejável na resolução de situações de incumprimento, como também introduzir um fator de risco em cada grau de intermediação inerente à possibilidade de, no futuro, haver lugar a litigância para, simplesmente, imputar a responsabilidade pelo incumprimento ao nível de intermediação seguinte.

³⁹ Ver Ana Prata, *Dicionário Jurídico I*, 5.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2013, pp. 1378 e 1380.

Capítulo II – A Natureza Jurídica da Titularidade Indireta

subordinação dos contratos de submandato ao contrato de mandato celebrado em primeiro lugar, conforme trataremos de forma aprofundada mais adiante⁴⁰.

2.2. O contrato celebrado para gerir a carteira – incluindo a aquisição ou subscrição – de valores mobiliários

Quando o *ultimate investor*, ao celebrar o contrato tendente à aquisição ou subscrição de valores mobiliários, não tem em vista apenas essa aquisição, mas pretende, igualmente, que o intermediário financeiro gira a sua carteira de valores mobiliários, encontramos-nos perante uma modalidade especial de mandato sem representação comercial⁴¹. Trata-se do contrato de gestão de carteiras⁴², que é regulado pelo Decreto-Lei n.º 163/94, de 4 de junho.

Este diploma, no artigo 1.º, n.º 1, define o seu objeto, determinando a sua aplicabilidade a todas as relações em que uma sociedade – um intermediário financeiro, transportando a definição do diploma para o escopo do nosso estudo – assuma a posição de sociedade gestora de uma carteira de bens – valores mobiliários no âmbito aqui analisado – de um terceiro, administrando-os.

Importa-nos especialmente este contrato devido às operações que o intermediário financeiro pode fazer enquanto administrador da carteira⁴³, relevando especialmente para efeitos do nosso estudo a possibilidade de “*Subscrição, aquisição ou alienação de quaisquer valores mobiliários*”⁴⁴, podendo, cumulativamente, exercer os direitos inerentes aos valores mobiliários da carteira que gere⁴⁵.

⁴⁰ Ver capítulo 2.1. supra.

⁴¹ É o próprio artigo 1.º, n.º 3 do DL n.º 163/94 define o contrato de gestão de carteira como um mandato, na medida em que exige como condição para a sua existência a celebração de um contrato de mandato escrito.

⁴² O contrato pelo qual um investidor contrata um intermediário financeiro, com o propósito de lhe confiar a administração de determinado património financeiro – no caso em apreço valores mobiliários – que detenha, tendo em vista o aumento da sua rentabilidade. Podemos encontrar definições deste contrato em José A. Engrácia Antunes, *Direito dos Contratos Comerciais*, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 587 e ss.; Orlando Vogler Guiné, “Do contrato de gestão de carteiras e do exercício do direito de voto: OPA obrigatória, comunicação de participação qualificada e imputação de direitos de voto”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pp. 153 e ss.

⁴³ Note-se que o DL n.º 193/94 faz uma delimitação positiva das operações permitidas à sociedade gestora na prossecução da sua atividade nas alíneas do art. 6.º, deixando a delimitação negativa para o art. 7.º, onde são enumeradas as operações vedadas às sociedades gestoras.

⁴⁴ Excerto do art. 6.º, al. a) do DL n.º 193/94.

⁴⁵ Apontando não só esta possibilidade, mas afirmando que o exercício de direitos, nomeadamente o direito de voto, pelos intermediários financeiros que atuam enquanto gestores de carteiras ocorre na maioria dos contratos deste tipo, Orlando Vogler Guiné, “Do contrato de gestão de carteiras e do exercício do direito de voto: OPA obrigatória, comunicação de participação qualificada e imputação de direitos de voto”, pp. 154 e ss. De acordo com a informação que o mesmo revela, em 2005 30% dos contratos de gestão de

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indireta de Valores Imobiliários

Tomando o exposto em linha de conta e cruzando-o com a análise anterior, impõem-se duas conclusões. Por um lado, a sociedade gestora pode decidir subscrever ou adquirir valores mobiliários por conta do cliente, mas em nome próprio, o que importa que a titularidade direta dos valores mobiliários em causa seja sua, tendo o investidor, de acordo com o que já enunciámos anteriormente, os valores mobiliários registados numa conta individualizada aberta junto da sociedade gestora ou numa *conta omnibus*⁴⁶. Daqui resulta que da simples decisão de aquisição de valores mobiliários por parte da sociedade gestora pode criar-se uma situação de titularidade indireta, pois os valores mobiliários são registados em nome do mandatário, mas por conta do mandante.

Ainda relativamente a esta primeira conclusão importa salientar que os contratos de gestão de carteira, para além de poderem introduzir um elemento fiduciário⁴⁷, por não consistirem num mandato sem representação puro, introduzem-no de uma forma mais vinculada do que vimos no subcapítulo anterior, na medida em que a titularidade dos valores mobiliários já não é o único direito inerente aos valores mobiliários adquiridos por conta do *ultimate investor* que, por força de acordo entre as partes, não lhe é transmitido, porquanto a sociedade gestora pode exercer os direitos inerentes aos valores mobiliários, sem que estejam limitados por instruções do *ultimate investor*.

Assim, a posição deste último surge menos reforçada do que aquela que tem no âmbito da relação descrita no subcapítulo anterior, pois aqui, após mandar a sociedade gestora para exercer os direitos inerentes aos valores mobiliários por sua conta terá que confiar que a mesma o fará prosseguindo a maior rendibilidade da carteira para o cliente.

carteira registados na CMVM previam expressamente a possibilidade de a sociedade gestora poder exercer os direitos de voto inerentes aos valores mobiliários sob a sua gestão sem que houvesse lugar a instruções prévias por parte do investidor/cliente.

⁴⁶ Ver art. 5.º, n.º 3, al. a) e b) do DL n.º 163/94. Caso o registo seja feito numa conta *omnibus*, ao abrigo da al. b), recai sobre a sociedade gestora da carteira a obrigação de desdobrar os movimentos em tantas subcontas quantos os clientes relativos aos quais haja valores mobiliários registados na conta *omnibus*, em cumprimento do previsto no n.º 4 do mesmo artigo. No Regulamento (EU) n.º 909/2014, de 24 de julho de 2014 do Parlamento Europeu e do Conselho (Regulamento CSD), também se encontra prevista esta obrigação no art. 38.º, n.º 4. Sobre esta matéria, ver na doutrina André Figueiredo, “Novidades da infraestrutura do mercado de capitais: o Regulamento n.º 909/2014 relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia e às Centrais de Valores Mobiliários”, p. 33, disponível em https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1435239984artigo_csd_r_af.pdf.

⁴⁷ Notando a natureza fiduciária do contrato de gestão de carteira, Manuel A. Carneiro da Frada, “Crise Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras”, *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Sérvulo Correia*, Vol. III, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, p. 655.

Capítulo II – A Natureza Jurídica da Titularidade Indireta

No que concerne à segunda conclusão acima mencionada impõe-se, primeiro, a resposta às duas questões que de seguida se enunciam, pois será a partir daí que se retirará a conclusão.

Caso se forme uma cadeia de titularidade indireta multinível fundada na decisão de adquirir ou subscrever determinados valores mobiliários, tendo essa decisão de aquisição ou subscrição partido da sociedade gestora, há lugar a acesso direto do *ultimate investor* a cada um dos mandatários intervenientes na cadeia? Ou, a haver esse acesso, quem o tem é a sociedade gestora e não o *ultimate investor*?

A bem da melhor percetibilidade da resposta a estas questões importa traçar esquematizar a cadeia que surgiria de acordo com o que foi acima exposto. Neste âmbito, **A** celebra um contrato de gestão de carteira com **B**, com o propósito de aumentar a rendibilidade da sua carteira. Este, por sua vez, celebra um contrato de mandato sem representação com **C** para a aquisição de ações da sociedade **X**, autorizando que **C** celebre, ele próprio, outro contrato de mandato, em nome próprio, mas por conta de **B**, para adquirir as referidas ações. Assim, **C** celebra um contrato de mandato com **D**, que adquire as ações e as regista na sua conta de registo individualizado aberta junto de um participante do sistema centralizado.

Relativamente a esta cadeia devemos distinguir dois cenários, por deles resultarem consequências distintas.

O primeiro cenário será a previsão, no contrato de gestão de carteira, do exercício dos direitos inerentes aos valores mobiliários, nomeadamente o exercício dos direitos de voto, ser feito pela sociedade gestora da carteira.

Neste caso, os direitos inerentes às ações sobre as quais **B** dá ordem de compra serão transferidos, através dos vários níveis de intermediação, para a esfera jurídica deste, não havendo lugar à transferência para a esfera jurídica de **A**.

Deste modo, não parece adequado falarmos de **A** enquanto *ultimate investor*, na medida em que a decisão de investimento não parte do próprio e os direitos inerentes às ações adquiridas não são por ele exercidas. **A** é, assim, o beneficiário do resultado económico final resultante do investimento naqueles valores mobiliários, mas não o *beneficial owner* dos mesmos, pois nada lhe é transmitido além do referido resultado económico.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indireta de Valores Imobiliários

Com efeito, cremos que o *ultimate investor* neste cenário é o **B**, pois é dele que parte a ordem de compra e é a ele que são, em última análise, transmitidos os direitos inerentes às ações, pelo que se justifica que a proteção que anteriormente defendemos como adequada ao *ultimate investor* na relação com os intermediários financeiros que compõem a cadeia de titularidade indireta – submandatários – seja conferida ao **B**, uma vez que é não só o gestor da carteira, mas também o *ultimate investor*.

O segundo cenário é aquele em que **B**, enquanto gestor da carteira de **A**, está autorizado a adquirir valores mobiliários, mas não a exercer os direitos a eles inerentes.

Neste âmbito, há uma dissociação entre o emitente da ordem de compra e quem exerce os direitos inerentes, mormente o direito de voto. Donde resulta que, ao contrário do cenário anterior, **A** não é credor apenas do resultado económico das ações adquiridas, dado que a transmissão dos direitos não termina na esfera jurídica de **B**, mas sim na da **A**.

Em virtude desta transmissão dos direitos de voto, o CVM considera o **A** como o *beneficial owner*, na medida em que há imputação dos direitos de voto, coincidindo esta consideração, em nossa opinião, com a classificação de **A**, neste cenário concreto, como *ultimate investor* daquela operação.

No entanto, a relação estabelecida com os intermediários financeiros **C** e **D** não é subordinável ao contrato celebrado entre **A** e **B**, dado que o contrato celebrado entre **B** e **C** é um contrato de mandato autónomo, ainda que celebrado na execução da função de gestor de carteira, pois resulta da decisão livre de **B** adquirir aquelas ações em concreto, em alternativa a não adquirir valores mobiliários ou adquirir outros quaisquer.

Posto isto, apenas o contrato celebrado entre **C** e **D** deve ser classificado como submandato e, por isso, subordinado ao contrato de mandato sem representação celebrado entre **B** e **C**.

Deste modo, se os contratos de submandato celebrados no âmbito de uma cadeia de titularidade indireta fundada na relação jurídica descrita no subcapítulo anterior são subordinados ao contrato de mandato originário, por serem dele decorrentes, os contratos subsequentes ao contrato de gestão de carteira que têm em vista a aquisição de valores mobiliários não são, em rigor, submandatos relativamente ao contrato de gestão de carteira, por não apresentarem nem o mesmo objeto nem terem que se conformar com os termos do contrato originário. Assim o direito de ação do *ultimate investor* contra os

Capítulo II – A Natureza Jurídica da Titularidade Indireta

submandatários que enunciámos no subcapítulo anterior não deve ser conferido ao *ultimate investor* desta operação.

A conclusão pela não subordinação dos contratos de mandato subsequentes ao contrato celebrado pelo *ultimate investor* deve-se, essencialmente, ao facto de, em última análise, a iniciativa da aquisição não partir dele, mas sim do seu gestor de carteira na execução do mandato que lhe foi atribuído. Ora, isto determina que, ao *ultimate investor*, não é possível atuar caso uma ordem de compra não seja executada conforme contratado por um dos intermediários financeiros da cadeia de titularidade indireta estabelecida para o efeito, desde logo, porque tal não foi por si contratado.

Aliás, o que o *ultimate investor* contrata é um serviço de gestão da sua carteira, tendo em vista o aumento da sua rendibilidade, resultando daqui que, todos os temas inerentes aos negócios celebrados pelo gestor da carteira são da sua responsabilidade, cabendo ao próprio exercer os seus direitos quando há incumprimento dos contratos que celebra. À esfera jurídica do *ultimate investor* só chegaria o direito a agir quando o incumprimento de determinado negócio celebrado pelo gestor de carteira tem impacto no objeto do contrato que celebrou com este, ou seja, quando o incumprimento de um contrato celebrado pelo gestor de carteira impacta a rendibilidade da carteira.

No entanto, por os direitos de voto inerentes aos valores mobiliários objeto do contrato de mandato celebrado por **B** e do submandato subsequente deverem ser transmitidos para a esfera jurídica do *ultimate investor*, este terá o direito de agir contra **B** se ocorrer uma situação de incumprimento ao longo da cadeia de titularidade indireta, mesmo que essa situação não tenha impacto na rendibilidade esperada da carteira, na medida em que o *ultimate investor* é credor de **B** relativamente aos direitos de voto.

No entanto, conforme explicámos anteriormente, por ocasião da celebração do contrato de gestão de carteira, ficou vedado ao *ultimate investor* o direito a agir contra os intermediários financeiros – submandatários – pois, celebrando um contrato de gestão de carteira, a iniciativa de adquirir novos valores mobiliários passa do *ultimate investor* para a sociedade gestora da carteira e, com essa transferência da iniciativa, transfere-se, também, a posição contratual que seria do *ultimate investor* se a iniciativa partisse dele – como acontece na situação descrita no subcapítulo anterior.

Neste sentido, o contrato que seja celebrado pela sociedade gestora da carteira, tendo como objeto a aquisição de valores mobiliários, é, em si, um contrato de mandato

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indireta de Valores Imobiliários

sem representação em tudo semelhante ao descrito no subcapítulo anterior. Tal determina que os contratos que venham a ser celebrados na senda do primeiro lhe estejam subordinados, pelas mesmas razões anteriormente enunciadas, sendo, por isso, subordinados ao contrato celebrado pela sociedade gestora da carteira com o intermediário financeiro de nível mais elevado da cadeia de titularidade a estabelecer.

Respondendo às questões enunciadas, o acesso direto a qualquer dos intermediários financeiros que componham a cadeia de titularidade indireta não é um direito presente na esfera jurídica do *ultimate investor* – quando for o A considerado como tal – por ter sido transferido, por ocasião da celebração do contrato de gestão de carteira, para a esfera jurídica do gestor da mesma.

Quando, por outro lado, o *ultimate investor* coincide com o gestor da carteira, tal direito é-lhe conferido, por não haver dissociação entre a figura do *ultimate investor* e do emitente da ordem de compra e titular último dos direitos inerentes aos valores mobiliários adquiridos.

2.3. A revisão da Diretiva dos Acionistas como fonte de evolução da regulação das cadeias de titularidade indireta

A Diretiva dos Acionistas⁴⁸ afigura-se como um instrumento relevante na regulação da matéria da titularidade indireta de valores mobiliários, sendo, por isso, a sua referência obrigatória na presente dissertação, na medida em que dela resultará uma evolução, ainda não definitiva, mas de grande relevância no que ao tema diz respeito.

Essa evolução resulta, em grande medida, da introdução do artigo 3.º-A, especialmente o n.º 3, que prevê, no seu segundo parágrafo, a possibilidade de os Estados-Membros poderem autorizar a sociedade participada, i.e. aquela cujos valores mobiliários são detidos por intermédio de uma cadeia de titularidade indireta, ou terceiros por ela indicados, a solicitar ao intermediário financeiro ou à CSD as informações relativas à identidade dos acionistas – ou seja, a identidade dos *beneficial owners* – e também dos intermediários financeiros que compõem a cadeia de intermediação⁴⁹.

⁴⁸ Diretiva 2007/36/CE, de 11 de julho de 2007, do Parlamento Europeu e do Conselho, alterada pela Diretiva (EU) 2017/828, de 17 de maio de 2017, do Parlamento Europeu e do Conselho, que deverá ser transposta até 10 de junho de 2019.

⁴⁹ A redação integral do art. 3.º-A, n.º 3, 2.º parágrafo é a seguinte: “Os Estados-Membros podem autorizar que a sociedade solicite à central de valores mobiliários ou a outro intermediário ou prestador de serviços

Capítulo II – A Natureza Jurídica da Titularidade Indireta

Ora, esta previsão da Diretiva dos Acionistas vai de encontro à necessidade já por nós apontada no que ao conhecimento dos *beneficial owners* e dos intermediários de uma cadeia de titularidade indireta diz respeito. No entanto, entendemos que esta previsão não é ainda, conforme referimos, definitiva, na medida em que se revela insuficiente por, em primeiro lugar, prever este direito da sociedade participante de forma condicionada, i.e., deixando ao critério dos Estados-Membros transpor ou não tal direito para o ordenamento jurídico interno e, em segundo lugar, por, prevendo este “direito ao conhecimento” e consequente dever de informação para os intermediários, circunscrever o conhecimento que advenha do exercício desse direito à sociedade participada, não impondo o dever de divulgação dessa informação ao mercado em geral.

Desta forma, parece-nos correto afirmar que a matéria da titularidade indireta de valores mobiliários e das relações entre os intervenientes nas cadeias que dela resultam se encontra, do ponto de vista legislativo europeu, em evolução, mas ainda de forma tímida, não havendo ainda uma harmonização completa neste âmbito. Contudo, parece-nos que esse caminho se assume como inevitável, considerando-se, por isso, este como um sinal do início dessa harmonização.

a recolha das informações relativas à identidade dos acionistas, incluindo os intermediários da cadeia de intermediários, e a transmissão das informações à sociedade.”.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

Capítulo III

Dever de Comunicação de Participações Qualificadas dos Elementos de uma Cadeia de Titularidade Indireta

A previsão do dever de comunicação de participações qualificadas constante do artigo 16.º do CVM é fulcral para a transparência do mercado de valores mobiliários, não só porque confere aos (potenciais) investidores a possibilidade de analisar a estrutura acionista da sociedade em que pretendem investir⁵⁰ - o que reveste particular importância, uma vez que a estrutura acionista é, normalmente, indicador do rumo que a sociedade irá adotar⁵¹ - como também porque permite ao regulador um maior controlo das transações dos valores mobiliários de cada sociedade a cada momento.

Desta forma, o artigo 16.º, n.º 1 impõe ao participante o dever de comunicação das suas participações sempre que atinja ou ultrapasse, em sentido ascendente ou descendente, os valores de referência de 10%, 20%, um terço, metade, dois terços e 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade.

O artigo 16.º, n.º 2 enuncia mais alguns valores de referência. Na sua alínea a), estabelece como relevantes os valores de 5%, 15% e 25% para as sociedades que se encontrem nas condições das subalíneas i), ii) e iii). Já a alínea b) impõe o dever de comunicação de participações qualificadas a quem atinja ou ultrapasse o valor de 2%, quando se trate de uma sociedade nas condições previstas na subalínea i) da alínea a).

Estes valores são relevantes na medida em que representam participações que, dependendo da sociedade participada, podem conferir ao participante uma influência significativa na gestão, o controlo da mesma ou, no limite, o domínio da sociedade.

Tomando em linha de conta as diferentes situações suprarreferidas que a norma pretende expor, justifica-se a classificação de uma participação de 2% como qualificada pelo facto de, estando a sociedade participada inserida num mercado de capitais com grande liquidez, um acionista com uma participação de 2% poder ter já influência na gestão daquela.

⁵⁰ Enfatizando a relevância da comunicação de participações qualificadas para a transparência no mercado de capitais, nomeadamente para colocar os investidores numa situação em que as decisões de investimento quotidianas são o mais informadas possível, Hugo Moredo Santos, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, p. 51.

⁵¹ Neste sentido ver Hugo Moredo Santos, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, p. 57 e ss.

Capítulo III – Dever de Comunicação de Participações Qualificadas dos Elementos de uma Cadeia de Titularidade Indireta

Por outro lado, se estivermos perante uma sociedade cuja estrutura acionista seja pouco diversa, tendo, por exemplo, três acionistas (A, B e C), em que A detenha 40% e B e C 30%, cada um, todos estão sujeitos ao dever de comunicação de participações qualificadas, tendo cada um deles a capacidade de influenciar a gestão, especialmente se dois deles se aliarem, com recurso a um acordo parassocial, por exemplo.

Assim, a teleologia subjacente à previsão legal do dever de comunicação de participações qualificadas é a de expor ao mercado (investidores e regulador) quem é que, a cada momento, detém os direitos de voto necessários para influenciar ou determinar o curso de ação da sociedade de que é participante.

Daqui se depreende que a norma em apreço reveste o papel de alicerce do mercado de capitais português, pois é ela que impõe a transparência como condição *sine qua non* à atuação no mercado, bem como protege os (potenciais) investidores, fornecendo-lhes uma espécie de diretriz da possível atuação da sociedade, permitindo-lhes, dessa forma, investir ou desinvestir de uma forma mais informada e munindo-os das ferramentas necessárias para poderem prever o posicionamento da sociedade relativamente aos desafios do dia a dia⁵². O referido dever pode, assim, ser considerado um dever de atuação transparente no mercado.

A transparência surge como efeito imediato deste dever nas situações em que o participante é titular direto das participações. Por outras palavras, as participações a que correspondem os direitos de voto imputáveis ao participante encontram-se registadas em seu nome, sendo este simultaneamente o seu titular e beneficiário.

Questão diferente surge quando o titular (direto) e o beneficiário último (*beneficial owner*) das participações não são coincidentes. É para acautelar este tipo de questões⁵³ que o art. 16.º, n.º 1, al. b) do CVM remete o critério de determinação dos direitos de voto relevantes para efeitos de comunicação de participações qualificadas para o art. 20.º, n.º 1 do CVM⁵⁴.

⁵² No mesmo sentido ver Vítor Pereira Neves, “A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação de Direitos de Voto no Código de Valores Mobiliários”, *Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, Vol. II, Coimbra, Almedina, 2008, p. 514.

⁵³ De acordo com Nuno Ricardo da Pena, *Código dos Valores Mobiliários Anotado e Comentado*, 2.ª Edição, 2016, p. 112, nota 1.

⁵⁴ O art. 20.º, n.º 1 do CVM tem a seguinte redação: “No cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto:

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

Daqui se retira que os direitos de voto relevantes para efeitos de comunicação de participações qualificadas não são determinados com base numa apreciação formal da titularidade das participações sociais, mas antes com recurso a uma análise de natureza material da titularidade dos direitos de voto, que procura encontrar e, por conseguinte, divulgar todas as situações que se podem traduzir na possibilidade de influenciar a gestão da sociedade⁵⁵.

3.1. O dever de comunicação de participações qualificadas na situação prevista no art. 20.º, n.º 1, al. a) do CVM

Ao *beneficial owner* – enquanto titular indirecto de valores mobiliários – pode ser aplicável o dever de comunicação de participações qualificadas por via de outras alíneas do artigo 20.º, n.º 1, na medida em que são configuráveis situações de detenção indirecta de direitos de voto que caiam no âmbito de aplicação dessas outras alíneas.

Ora, imaginemos uma situação em que **A** detém ações da **sociedade Y. A**, no entanto, celebra um acordo com **B**, no qual se obriga a exercer os direitos de voto inerentes

-
- 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 ou de instrumento financeiro:
 - i) Que lhe confira o direito incondicional ou a opção de adquirir, por força de acordo vinculativo, ações com direitos de voto já emitidas por emitente cujas ações estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado;
 - ii) Com liquidação física, não abrangido pela subalínea anterior, mas indexado às ações nessa subalínea mencionadas e com efeito económico similar à detenção de ações ou de instrumentos referidos nessa mesma subalínea;
 - f) Inerentes a ações detidas em garantia pelo 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) Inerentes a ações subjacentes a instrumentos financeiros detidos pelo participante, com liquidação financeira, indexados às ações mencionadas na alínea e) e com efeito económico similar à detenção de ações ou de instrumentos referidos nessa mesma alínea;
 - j) Imputáveis a qualquer das pessoas referidas numa das alíneas anteriores por aplicação, com as devidas adaptações, de critério constante de alguma das outras alíneas.

⁵⁵ Em 2003, Miguel Galvão Teles, “Fungibilidade de valores mobiliários e situações jurídicas meramente categoriais”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra, Coimbra Editora, 2003, pp. 198 e 199 considerava a impossibilidade – pelo menos na maioria das transações efetuadas em mercado – de imputação dos valores mobiliários como algo negativo, na medida em que a impossibilidade de imputação pode levar a que situações que devem ser cognoscíveis o não sejam por incapacidade de seguir o rasto das mesmas até a quem, a final, devam ser imputadas.

Capítulo III – Dever de Comunicação de Participações Qualificadas dos Elementos de uma Cadeia de Titularidade Indireta

às suas ações no sentido que **B** o instruir. Desta forma, **B** é o *beneficial owner* dos direitos de voto de que **A** é titular, havendo assim lugar a uma detenção indireta dos mesmos, por força do estabelecido na al. c) do n.º 1 do artigo 20.º do CVM.

Seria ainda possível configurar uma situação de titularidade indireta de direitos de voto, conducente à comunicação de participações qualificadas, no caso em que **A** celebra com **B** um acordo tendente à aquisição futura das ações que o mesmo detém na **sociedade Z**. Neste caso, **A** não é, do ponto de vista legal, titular dos valores mobiliários, por os mesmos ainda pertencerem ao **B**. No entanto, há lugar a uma detenção indireta dos direitos de voto, por força da al. e) do n.º 1 do artigo 20.º do CVM, na medida em que, havendo um acordo para a aquisição futura dos valores mobiliários se cria o risco de o (futuro) adquirente poder já influenciar o exercício dos direitos de voto.

Apesar de as situações supra descritas culminarem em situações de detenção indireta de direitos de voto, para efeitos do presente trabalho, atentaremos no estabelecido no artigo 20.º, n.º 1, al. a), que prevê a imputação de direitos de voto nos casos em que os mesmos sejam detidos em nome próprio, mas por conta de outrem, o participante, ou seja, com recurso a uma cadeia de titularidade indireta dos valores mobiliários.

Do conteúdo desta alínea retira-se que quando alguém é titular de direitos de voto em nome próprio, mas não é o seu *beneficial owner*, os direitos de voto são imputados não só ao *beneficial owner*, mas também a quem os detém em nome próprio, isto é, ao titular direto, que é quem tem a titularidade dos mesmos registada em conta⁵⁶.

Assim, da leitura textual do preceito em causa, retira-se que, havendo recurso a uma cadeia de titularidade indireta para a subscrição ou aquisição de determinada quantidade de participações sociais que confira direitos de voto relevantes para efeitos de comunicação de participações qualificadas, deve comunicar não só quem dá a ordem inicial de compra e que, no futuro, terá o poder para indicar o sentido de voto, como também quem dá a ordem de compra efetiva, ou seja, quem vê o seu nome figurar na conta de registo individualizado.

Para que se perceba mais facilmente esta construção, imaginemos que **A** pretende comprar ações correspondentes a 5% dos direitos de voto da **sociedade X**. Para tal dá indicação ao seu corretor (**B**) de que o pretende fazer. **B** contacta o banco **C** com quem

⁵⁶ No mesmo sentido veja-se Hugo Moredo Santos, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, p. 421

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

costuma trabalhar nestas situações e este compra as ações, registando-as na sua conta de registo individualizado aberta junto do banco **D**.

Nesta situação, consideramos que os direitos de voto devem ser imputados tanto ao **A**⁵⁷, por servir “*de parâmetro de referência, de guia, ao exercício dos direitos de voto*”⁵⁸, como ao **C** “*porque é titular das ações às quais os direitos de voto são inerentes*”⁵⁹, criando-se assim na esfera jurídica, tanto de **A** como de **C**, a obrigação de comunicação de participações qualificadas decorrente do art. 16.º do CVM.

A faculdade de **A** poder, querendo, determinar o sentido de voto é-lhe conferida pela própria lei, quando se estabelece a possibilidade de, no art. 23.º-C, n.º 6, quem detém participações em nome próprio, mas por conta de clientes, votar em sentidos diversos, desde que prove que o cliente detém as participações relativas às quais está a votar naquele sentido e que foram dadas ordens para votar naquele sentido.

Assim, sendo a própria lei a reconhecer ao *beneficial owner* o direito de determinar o sentido de voto inerente aos direitos de voto de que é indiretamente titular, não seria concebível a ideia de o mesmo não se encontrar sujeito ao dever de comunicação de participações qualificadas, já que é a própria lei que lhe concede o poder de influenciar a gestão da sociedade participada.

Por outro lado, ao intermediário financeiro, por ser o titular direto dos valores mobiliários, devem ser imputados os direitos de voto, ainda que, na prática, o *beneficial owner* possa determinar sempre o sentido de voto.

Desta forma, ao *beneficial owner* deve sempre ser imposto o dever de comunicar as participações qualificadas, pois os direitos de voto são-lhe imputáveis, na medida em que, como se referiu anteriormente, é a lei que lhe confere o poder de determinar o sentido de voto. Além disso, é ele que suporta o risco económico e que, por isso, detém os incentivos para votar de forma a que a sociedade participada lhe proporcione retorno para o investimento que realizou.

Relativamente ao intermediário financeiro que detém a titularidade direta dos valores mobiliários, entende-se, por várias razões, que deve ser sujeito ao dever de comunicação de participações qualificadas. Em primeiro lugar, se o *beneficial owner*

⁵⁷ Neste sentido Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, p. 436 refere que, quando o intermediário financeiro atua por conta de outrem, os negócios celebrados e os riscos próprios dos mesmos são imputáveis ao cliente. Ora, trazendo esta explicação para o nosso exemplo, os direitos de voto são imputáveis ao **A**, pois os intermediários financeiros que integram a cadeia atuaram por sua conta.

⁵⁸ Hugo Moredo Santos, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, p. 421.

⁵⁹ Hugo Moredo Santos, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, p. 421.

Capítulo III – Dever de Comunicação de Participações Qualificadas dos Elementos de uma Cadeia de Titularidade Indireta

decidir não usar o poder que a lei lhe confere e o intermediário financeiro não se encontrar numa situação que caiba no art. 23.º-C, n.º 6, ou seja, que lhe imponha o fracionamento do sentido de voto, por deter participações por conta de outros clientes, abre-se espaço à possibilidade de ser o intermediário financeiro a determinar o sentido de voto dos direitos de voto inerentes às mesmas, ainda que essa determinação se encontre limitada pelo dever de prosseguir o interesse do seu cliente, que lhe é imposto pelo art. 304.º, n.º 1 do CVM, ou seja, apenas deve atuar se da interpretação do contrato que tem com o cliente for possível retirar, com elevado grau de certeza, qual seria o sentido de voto pretendido⁶⁰. Caso contrário deverá abster-se.

Além disto, importa ainda atentar na possibilidade oferecida pelo art. 306.º, n.º 3 do CVM⁶¹. Se as partes (*beneficial owner* e intermediário financeiro) acordarem que o intermediário financeiro pode exercer os direitos de voto inerentes aos valores mobiliários objeto do negócio de acordo com o seu interesse ou de terceiro, o intermediário financeiro surge como um titular direto típico, isto é, que detém os valores mobiliários registados em conta aberta em seu nome e que exerce os direitos inerentes aos mesmos da forma que melhor lhe aprouver. Nesta situação, ao intermediário financeiro, para ser um titular direto típico, apenas lhe faltará suportar o risco de investimento inerente à compra dos valores mobiliários.

Este caso parece ser aquele em que a necessidade de imputar os direitos de voto ao intermediário financeiro é mais óbvia, devendo, conseqüentemente, impor-se na sua esfera jurídica o dever de comunicar as participações qualificadas que resultem desses direitos de voto.

Nesta medida, crê-se que os direitos de voto devem sempre ser imputados ao intermediário financeiro, que detém a titularidade direta dos valores mobiliários, e ao *beneficial owner*. Àquele porque, no mínimo é, do ponto de vista legal, titular dos valores mobiliários a cujos direitos de voto são inerentes e preenchem os requisitos para serem

⁶⁰ Neste sentido ver André Figueiredo, “Titularidade indireta de ações e exercício de direitos de voto”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV, n.º 3, Coimbra, Almedina, 2012, pp. 537 e ss.

⁶¹ O artigo 306.º, n.º 3 do CVM tem a seguinte redação: “O intermediário financeiro **não pode, no seu interesse ou no interesse de terceiros**, dispor de instrumentos financeiros dos seus clientes ou **exercer os direitos a eles inerentes, salvo acordo dos titulares.**” (negrito nosso).

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

considerados participações qualificadas, e a este por, no limite, suportar o risco económico inerente à compra dos valores mobiliários objeto do negócio^{62 63}.

Com efeito, a imputação dos direitos de voto a um e a outro nestes termos e para os efeitos previstos no art. 16.º do CVM não parece causar qualquer mau estar na doutrina, independentemente de se fazer uma interpretação igual do art. 20.º, n.º 1, qualquer que seja o artigo que para ele remete, como é exemplo o art. 194.º do CVM relativo à aquisição tendente ao domínio total, ou de se entender que o art. 20.º, n.º 1 tem uma natureza transitiva, devendo ser interpretado à luz do objetivo subjacente à remissão efetuada⁶⁴, na medida em que mesmo quem defende esta interpretação considera que, para efeitos do dever de comunicação de participações qualificadas, devem ser imputados todos os direitos de voto imputáveis em abstrato⁶⁵, isto é, todos os direitos de voto em relação aos quais aquela pessoa, singular ou coletiva, tenha capacidade de ou possa influenciar, ainda que, na prática do dia a dia, o não faça⁶⁶.

Neste sentido, ao intermediário financeiro que é simultaneamente titular direto dos valores mobiliários não são imputados votos apenas e só por o mesmo deter a titularidade por conta de outrem (critério formal), mas também por, ainda que não suporte o risco económico, haver a possibilidade de determinar o sentido no qual são exercidos os direitos de voto (critério material). Relativamente ao beneficiário efetivo deve haver imputação dos direitos de voto porque é quem, em última análise, tem sempre o poder de decidir se exerce o direito de votar ou não e, quando o exerce, em que sentido o faz.

⁶² Neste sentido ver João Mattamouros Resende, *A Imputação dos Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010, p. 128; Hugo Moredo Santos, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, p. 421.

⁶³ Luc Thévenoz, “Who holds (intermediated) securities? Shareholders, account holders, and Nominees”, *Uniform Law Review*, Vol. 15, n.º 3-4, Londres, Oxford University Press, 2010, p. 846 avança uma outra razão para que o dever de comunicação de participações qualificadas recaia sobre o *beneficial owner* que é a tutela do interesse do Estado enquanto *stakeholder*, na medida em que apenas se for possível identificar o *beneficial owner* será possível efetuar um verdadeiro controlo ao nível de tributação, lavagem de dinheiro e, em alguns setores determinantes, da exposição (indesejada) de empresas estratégicas a determinado capital estrangeiro.

⁶⁴ Neste sentido ver Vítor Pereira Neves, “A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação de Direitos de Voto no Código de Valores Mobiliários”, pp. 518 a 529.

⁶⁵ O mesmo é referido por Vítor Pereira Neves quando refere que “não pode o intérprete aceitar acriticamente que a remissão feita no artigo 187.º para os critérios de imputação de direitos de voto previstos no número 1 do artigo 20.º deve valer com o sentido de que deverão considerar-se relevantes, para os efeitos de constituição do dever de lançamento de OPA obrigatória, todos os votos que, de acordo com os limiares mínimos de relevância fixados para efeitos de transparência, sejam relevantes para cômputo das participações qualificadas a comunicar nos termos do artigo 16.º”, ob. cit., p. 530.

⁶⁶ Neste mesmo sentido, ver Carlos Osório de Castro, “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, p. 167.

Capítulo III – Dever de Comunicação de Participações Qualificadas dos Elementos de uma Cadeia de Titularidade Indireta

A aplicação do dever de comunicação de participações qualificadas ao beneficiário efetivo retira-se não só da doutrina e com recurso a argumentos de natureza lógica, como também da análise da atuação do legislador.

No anexo à recente Lei n.º 89/2017, de 21 de agosto, o legislador regula o Registo Central do Beneficiário Efetivo, criado pela Lei n.º 83/2017, de 18 de agosto. Ora, este Registo tem por objetivo reunir a informação “suficiente, exata e atual”⁶⁷ sobre as pessoas que detenham a titularidade das participações das entidades abrangidas pelo Registo.

Tendo em conta o objetivo deste Registo poder-se-ia pensar que as entidades cujas ações são transacionadas em mercado regulamentado estariam obrigadas a divulgar a informação relativa aos beneficiários efetivos das suas ações. No entanto, o legislador assim não entendeu, excluindo do âmbito de aplicação do Registo “as sociedades com ações admitidas em mercado regulamentado, sujeitas a requisitos de divulgação de informações consentâneos com o direito da União Europeia (...), que garantam suficiente transparência das informações relativas à titularidade das ações”⁶⁸.

Com esta decisão, quanto a nós acertada, o legislador reforçou a posição que foi exposta anteriormente, na medida em que considerou o dever de comunicação de participações qualificadas previsto no artigo 16.º do CVM, com recurso aos critérios de imputação de direitos de voto previstos no art. 20.º, n.º 1 do CVM, mecanismo bastante para que o beneficiário efetivo das ações admitidas a negociação em mercado regulamentado fosse divulgado ao público.

3.2. O dever de comunicação (ou não) de participações qualificadas dos intervenientes na cadeia de titularidade indireta que não se encontram (diretamente) abrangidos pelo artigo 20.º, n.º 1, al. a)

Estando já assente a necessidade de comunicar as participações qualificadas nos casos do intermediário financeiro e do *beneficial owner*, recupere-se o exemplo de cadeia de titularidade indireta que foi dado no subcapítulo anterior⁶⁹.

Nesse exemplo, a complexidade da cadeia de titularidade indireta de ações é muito reduzida, sendo constituída por **A**, que é o *beneficial owner*, **B** que é o corretor e **C** que é o intermediário financeiro que assume a titularidade das ações. De todos, já se determinou que **A** e **C** têm o dever de comunicar as participações qualificadas, mas nada se disse

⁶⁷ Ver artigo 1.º do anexo à Lei n.º 89/2017, de 21 de agosto.

⁶⁸ Transcrição integral da al. e) do art. 4.º do anexo à Lei n.º 89/2017, de 21 de agosto.

⁶⁹ Ver supra pp. 25 e 26.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

quanto a **B**. Tal omissão resulta tão somente do facto de a sua posição na cadeia não se enquadrar diretamente nem no proémio, nem em qualquer das alíneas do número 1 do artigo 20.º do CVM.

No entanto, a necessidade de transparência no mercado de capitais impõe que numa cadeia de titularidade indireta não se permita uma opacidade tal que apenas dois elos da mesma sejam revelados, podendo os restantes manterem-se desconhecidos. Isto porque, nesse espaço intermédio onde a divulgação não é, de momento, imposta, é possível a participação de entidades que não devem ser autorizadas a atuar no mercado de capitais.

Deste modo, a existência de máxima transparência importaria a divulgação de todos os elos da cadeia, acabando, assim, com esse espaço de atuação das referidas entidades.

Esta divulgação permitiria aos (potenciais) investidores assegurarem-se, em momento anterior à decisão de investimento, de que não existe nenhuma entidade de índole duvidosa associada às operações de compra das participações que determinam ou influenciam o curso da gestão da sociedade, e que, sendo descoberto esse envolvimento, poderá determinar a desvalorização da sociedade e, conseqüentemente, ter um impacto negativo no património do investidor.

Paralelamente confere-lhes a possibilidade de analisar a *big picture* no que à titularidade dos valores mobiliários em apreço diz respeito. Isto é, a divulgação de toda a cadeia de titularidade indireta elimina a possibilidade de um intermediário financeiro, em violação do seu dever de titular fiduciário, alienar os valores mobiliários que detém fiduciariamente invocando a posição de *beneficial owner* dos mesmos⁷⁰.

Assim, a divulgação da composição integral das cadeias de titularidade indireta deve ser encarada como um tema central em sede de exigência de transparência no mercado de capitais.

Para que haja lugar a esta divulgação é necessário que a mesma seja alicerçada numa construção jurídica sólida.

Com o propósito de justificar essa imposição é necessário que, numa primeira fase, se analisem as possíveis construções jurídicas que possam determinar a divulgação dos elos da cadeia que permanecem, à data, ocultos. Numa fase posterior, em que essa

⁷⁰ Suscitando esta possibilidade e indagando sobre a dificuldade de a solucionar relativamente ao terceiro adquirente de boa fé ver James S. Rogers. "An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision.", p. 696.

Capítulo III – Dever de Comunicação de Participações Qualificadas dos Elementos de uma Cadeia de Titularidade Indireta

construção tenha já sido qualificada como juridicamente sólida e bastante para impor a divulgação daqueles, deve a mesma ser confrontada com a realidade do mercado de capitais. Isto é, a aplicação da referida construção não pode ser possível apenas em abstrato. Deve antes ser aplicável à realidade do mercado de capitais, onde a exigência de transparência reveste um caráter fundamental, mas não pode ter primado absoluto sobre todas as outras fundações. Desta forma, é necessário que o impacto da construção que leva à divulgação dos elos intermédios da cadeia de titularidade indireta não seja tão significativo que prejudique pilares fundamentais como a eficiência ou a liquidez do mercado, tornando-o uma estrutura demasiado pesada e lenta.

Com respeito pelas premissas acima enunciadas procurar-se-á, de seguida, alcançar a referida construção juridicamente sólida, através da elaboração (e conseqüente rejeição daquelas que não oferecerem a solução pretendida) de várias teorias possíveis, nas quais se respeite o valor do registo em conta de registo individualizado e a titularidade que o mesmo determina. Assim, o que se procurará determinar não é a atribuição da titularidade das ações a entidades que não as têm registadas em conta aberta em seu nome, mas sim a divulgação das entidades que permitem a construção do caminho entre o titular direto e o titular indireto ou *beneficial owner*, ou seja, procurar-se-á aumentar a transparência do mercado sem que isso implique a redução da sua eficiência ou da segurança jurídica das transações das ações⁷¹.

A divulgação dos elos intermédios poderia ser alcançada através da imposição às sociedades participadas da obrigação de criar um registo, à semelhança do que acontece com o Registo Central do Beneficiário Efetivo, onde a própria sociedade registasse a forma pela qual o poder de decidir o sentido de voto chega ao *beneficial owner*, ou seja, aquando do exercício do direito de voto, o mesmo só poderia ser efetuado se, em conjunto com a demonstração do recebimento de instruções para votar naquele sentido, o intermediário financeiro (titular direto das participações sociais) apresentasse documentos idóneos a comprovar a composição da cadeia de titularidade indireta.

Com isto, para além da exigência do artigo 23.º-C, n.º 6, al. b), para que o voto fracionado fosse admitido, o intermediário financeiro teria que apresentar também o comprovativo da composição da cadeia, expondo cada elo e a entidade que o componha.

⁷¹ Com isto, não se criará uma titularidade autónoma da titularidade advinda do registo em conta de registo individualizado, o que, a acontecer, tornaria a atuação no mercado de capitais impossível, conforme aponta bem André Figueiredo, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros Com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, pp. 420 e 421.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

A teoria acima enunciada é de fácil aplicação. No entanto, a mesma pode ter um efeito perverso, que é o de funcionar como um incentivo ao *empty voting*, na medida em que, não querendo os membros da cadeia de titularidade indireta tornar-se conhecidos, os direitos de voto relativos àquelas ações não são exercidos e, dessa forma, contorna-se o dever de divulgação.

Este potencial efeito secundário torna esta construção inapta para alcançar o objetivo pretendido, não sendo, por isso, a solução que se procura.

Poder-se-ia abordar a divulgação dos elos da cadeia de uma outra perspetiva, impondo a divulgação não à sociedade, como na construção anterior, mas antes ao *ultimate investor*. Desta forma, a obrigação de divulgação da cadeia de titularidade indireta associar-se-ia à obrigação de divulgação de participações qualificadas deste. Assim, a obrigação de divulgação da cadeia impenderia sobre o seu nível mais elevado, ou seja, gerar-se-ia no momento em que os direitos inerentes aos valores mobiliários subjacentes alcançassem a esfera jurídica do *ultimate investor*, completando, assim, a cadeia de titularidade indireta.

Esta construção tem como grande vantagem, em nossa opinião, a eficiência, na medida em que não sobrecarrega qualquer dos intervenientes no mercado com novos deveres, para além do dever do *ultimate investor* de descrever a forma através da qual os direitos inerentes aos valores mobiliários objeto da cadeia foram transmitidos desde a esfera jurídica do titular direto até à sua. Desta forma, aos elos intermédios da cadeia não é aplicável nenhum dever para além dos contratualmente assumidos.

No entanto, entendemos que esta construção, à semelhança da anterior não soluciona os problemas que identificámos, uma vez que, não raras vezes, o *ultimate investor* desconhece os elos da cadeia que se encontram para além daquele com quem estabeleceu uma relação contratual direta. Aliás, desconhece até, na maioria das vezes, a complexidade da cadeia que se desenvolve com o propósito de transferir os direitos inerentes aos valores mobiliários relativamente aos quais deu a ordem de compra inicial.

Este desconhecimento obvia ao *ultimate investor* a capacidade para divulgar a cadeia, por a não conhecer e por não ter meios para a poder conhecer, na medida em que, de acordo com a prática atual do mercado de capitais, não impende sobre os elos intermédios qualquer obrigação de divulgação da sua posição. Assim, também esta solução se encontra votada ao insucesso ainda antes de posta em prática, não podendo, por isso, ser por nós proposta.

Capítulo III – Dever de Comunicação de Participações Qualificadas dos Elementos de uma Cadeia de Titularidade Indireta

A última construção que se nos afigura possível é o recurso à aplicação analógica do dever de comunicação de participações qualificadas às entidades que compõem os elos intermédios da cadeia de titularidade indireta. Esta aplicação analógica fundamenta-se pela própria natureza constitutiva das cadeias de titularidade indireta, na medida em que no intervalo entre o intermediário financeiro que detém a titularidade direta dos valores mobiliários e o beneficiário efetivo dos mesmos, são criadas várias (consoante a complexidade da cadeia de titularidade indireta serão mais ou menos) relações entre intermediários financeiros, corretores e outros *players* do mercado que visam assegurar a transmissão ao beneficiário efetivo dos direitos inerentes aos valores mobiliários.

Essas relações de natureza contratual estabelecidas entre os elos da cadeia⁷², por transmitirem os direitos associados à titularidade dos valores mobiliários como que se de um conjunto de espelhos⁷³ se tratasse, permitem construir o percurso entre o titular direto e o titular indireto dos valores mobiliários.

Ora, para os efeitos pretendidos, essa transmissão em espelho dos direitos associados aos valores mobiliários, como por exemplo o direito de voto, deve ser acompanhada pela transmissão dos deveres a eles inerentes, neste caso concreto do de comunicação ao mercado das participações qualificadas.

Atentemos, mais uma vez, no artigo 20.º, n.º 1, al. a). Já aqui concluímos que o intermediário financeiro que detém a titularidade direta dos valores mobiliários cabe, enquanto titular fiduciário, na previsão da norma, devendo, portanto, comunicar a detenção de participações qualificadas. A diferença maior entre este titular fiduciário e os restantes elos da cadeia é o registo em conta de registo individualizado, ou seja, a inscrição dos valores mobiliários no registo oficial e público. Se analisarmos a situação dos restantes elos da cadeia de titularidade indireta, cada um deles é, pelo menos até transmitir, através do seu espelho, os direitos inerentes aos valores mobiliários detidos pelo primeiro ao elo imediatamente superior, titular dos mesmos a título fiduciário.

⁷² Para maior detalhe sobre a natureza jurídica da cadeia de titularidade indireta, ver capítulo II supra.

⁷³ Cfr. André Figueiredo, *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros Com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, p. 368; e Miguel Galvão Teles, “Globalização: detenção de valores mobiliários por conta alheia e valores mobiliários reflexos: em particular, o Projecto de Convenção da Unidroit sobre Intermediated Securities”, p. 337 que afirma que há associado a cada valor mobiliário alvo de uma cadeia de detenção indireta múltiplos direitos: o direito do intermediário titular dos valores básicos, o direito do intermediário subsequente, até que se chega ao direito do beneficiário último. Estes direitos são, na verdade, reflexos uns dos outros, ou seja, o direito do intermediário dito titular direto é refletido no nível imediatamente subsequente da cadeia, que por sua vez reflete e é refletido, verificando-se este fenómeno até que se chegue ao beneficiário último, cujo direito é apenas reflexo, visto não haver um prolongamento da cadeia além do seu nível.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

Isto determina que, havendo a necessidade de o primeiro comunicar, todos os que se lhe seguem devem igualmente fazê-lo, pois conforme referimos, todos eles são a dado momento, tanto quanto o elo superior da cadeia, o titular indireto dos valores mobiliários.

Em suma, é a própria forma pela qual se organiza a cadeia de titularidade indireta e que viabiliza a transmissão dos direitos de voto até ao *beneficial owner* que nos oferece a solução para impor o dever de comunicação aos elos intermédios da cadeia.

Confrontando esta solução com a realidade do mercado de capitais, pode-se apontar, desde logo, como positivo o facto de não ser necessária qualquer intervenção legislativa para que se imponha o referido dever àquelas entidades, não afetando, deste modo, a segurança existente do tráfego jurídico. Além deste ponto positivo, é ainda possível apontar como uma mais-valia o facto de esta solução não impor às entidades visadas uma grande adaptação para efetivar o cumprimento do seu dever. Aliás, podemos mesmo afirmar que, tendo em conta a interpretação que acima se expos, e que se defende, o dever de comunicação de participações qualificadas já se encontra na esfera jurídica de todos os membros das cadeias de titularidade indireta.

Em suma, da interpretação analógica da redação atual da lei resulta a aplicabilidade do dever de comunicação de participações qualificadas às entidades que ocupam as posições intermédias da cadeia de titularidade indireta. O resultado desta interpretação considera-se benéfico para a atuação no mercado de valores mobiliários, na medida em que dele decorre um aumento significativo da transparência, sem que se lese a dinâmica necessária à prática dos negócios, ou seja, beneficia-se a posição dos (potenciais) investidores, dotando-os de melhores e mais completas ferramentas para suportar a decisão de investir ou não. Além disto, o próprio mercado torna-se, certamente, mais apelativo aos investidores estrangeiros, pois projeta-se no exterior a importância dada à transparência e à correta atuação no mercado, o que, por um lado, afasta os investidores que não pretendam pautar a sua atuação de acordo com esses padrões e, por outro, atrai aqueles que pautam a sua atuação por elevados critérios de transparência e clareza.

Mais ainda, esta solução oferece-se como alternativa ao princípio *no-look-through*, que criticámos anteriormente⁷⁴, pois confere uma maior proteção aos membros da cadeia de titularidade indireta, especialmente ao *ultimate investor*, na medida em que lhe permite conhecer a identidade dos intervenientes na cadeia e, bem assim, identificar, caso algum deles viole alguma das obrigações que se espelham ao longo da cadeia, o responsável.

⁷⁴ Ver capítulo 1.2 supra.

Capítulo III – Dever de Comunicação de Participações Qualificadas dos Elementos de uma Cadeia de Titularidade Indireta

Por esta solução assentar na transmissão dos direitos inerentes aos valores mobiliários por meio de reflexo, devemos considerar que, em sentido descendente⁷⁵, se refletem as obrigações a que o intermediário financeiro que contratou diretamente com o *ultimate investor* se vinculou. Deste modo, o *ultimate investor* fica munido das informações necessárias para, confrontado com um incumprimento das obrigações contratuais, propor diretamente uma ação contra o responsável, ainda que não seja parte contratual imediata do mesmo.

Posto isto, a solução que ora apresentamos colmata as duas falhas que apontámos ao princípio *no-look-through*. Por um lado, soluciona o problema da falta de transparência, que não é, sequer, objeto do referido princípio. Por outro, permite ao *ultimate investor* defender-se de forma mais célere e eficiente, conferindo-lhe a possibilidade de propor uma ação diretamente contra o responsável pelo incumprimento das obrigações contratuais refletidas, pois o mesmo, devido ao dever de divulgação, encontra-se expressamente identificado.

3.3. Confrontação das soluções apresentadas com a prática do mercado

Tendo sido comprovada a aplicabilidade do dever de comunicação de participações qualificadas tanto ao intermediário financeiro que assume o papel de titular direto dos valores mobiliários a título fiduciário, como ao *beneficial owner* e aos restantes membros de uma cadeia de titularidade indireta, importa verificar, com recurso a uma análise empírica, se, na prática dos mercados, estes intervenientes cumprem esse dever.

Tomemos como exemplo duas das maiores sociedades a desempenharem o papel de titular direto por conta do participante⁷⁶, ou seja, aquelas a quem a alínea a) do número 1 do artigo 20.º se aplica de forma direta.

Através de uma busca no website da entidade reguladora do mercado de valores mobiliários⁷⁷, não foi possível encontrar qualquer informação relativa à existência de participações qualificadas detidas por uma destas duas sociedades em qualquer sociedade aberta.

Deste modo, imaginamos que, sendo estas duas entidades as duas maiores prestadoras deste tipo de serviços, deterão, certamente, registados em conta de registo

⁷⁵ As obrigações transmitem-se, neste caso, do intermediário financeiro de nível mais elevado para o intermediário financeiro de nível mais baixo, ou seja, em sentido inverso ao caminho percorrido pelos direitos inerentes aos valores mobiliários detidos.

⁷⁶ *Clearstream Banking AG* e *Euroclear Plc*

⁷⁷ http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/part_qual.cfm

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

individualizado aberta em seu nome, valores mobiliários suficientes para que haja lugar, segundo a nossa interpretação, que expusemos anteriormente, à comunicação de participações qualificadas.

No entanto, admitimos que possa haver um entendimento divergente do nosso, que considere que estas entidades se encontram isentas do dever de comunicação de participações qualificadas ao abrigo da exceção contida no artigo 74.º, n.º 3 do CVM.

Ora, prevendo este preceito que se pode não considerar titular, “quando esteja em causa o cumprimento de deveres de informação, de publicidade, ...”⁷⁸, quem tenha os valores mobiliários registados em conta de registo individualizado, pode a CMVM considerar que as referidas entidades reúnem as condições necessárias para preencher os requisitos deste preceito.

A nós, por outro lado, não nos parece aplicável tal exceção por, conforme descrito, haver associado à titularidade o poder de, com uma margem de discricionariedade mais ou menos alargada, poderem exercer os direitos de voto inerentes aos valores mobiliários registados.

⁷⁸ Excerto do art. 74.º, n.º 3 do CVM.

Capítulo IV – O princípio da transparência como pilar fundamental do mercado

Capítulo IV

O princípio da transparência como pilar fundamental do mercado

O princípio da transparência é, como já referimos, atualmente, um pilar fundamental de todo o Direito dos Valores Mobiliários.

No entanto, nem sempre foi conferida a este princípio a relevância atual, não havendo, no âmbito do mercado de capitais, uma preocupação tão séria relativamente à transparência inerente às operações que nele eram realizadas e às posições adquiridas pelos seus intervenientes em resultado dessas mesmas operações⁷⁹.

Contudo, em 2004 foi aprovada a Diretiva da Transparência⁸⁰, com o propósito de concretizar o princípio da transparência e torná-lo num tema central do Direito dos Valores Mobiliários comunitário.

No entanto, por a Diretiva da Transparência ser de harmonização mínima⁸¹, cedo se percebeu que não continha medidas suficientemente fortes para cumprir o seu propósito. Tal constatação ficou patente no Relatório de Avaliação da Diretiva da Transparência⁸², onde foram apontados vários pontos da Diretiva que necessitavam de aprimoramento.

Não se pense que, apesar de haver críticas à Diretiva, a mesma não teve pontos positivos. A prova de que os tinha está também contida no Relatório, onde se concluiu que 80% dos *stakeholders* consideravam a informação periódica divulgada pelas sociedades emitentes de valores mobiliários em mercado regulamentado em virtude das

⁷⁹ Hugo Moredo Santos, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, p. 50 aponta a crise de 1929 como um marco histórico e de grande relevância para a introdução do tema da transparência do mercado de capitais que, até então, era negligenciado. Foi, segundo o autor, com o *Securities Exchange Act* americano que o tema ganhou uma posição de relevo, na medida em que desta iniciativa legislativa resultou a previsão de um conjunto de deveres de divulgação de informação que não existiam até à data. No plano europeu, o advento da transparência do mercado de capitais chegou, conforme referimos no texto, com a Diretiva da Transparência.

⁸⁰ Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro de 2004, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado.

⁸¹ Indicando o grau de harmonização da Diretiva, entre nós, Bruno Ferreira, “A Transposição da Diretiva da Transparência II”, *O Novo Direito dos Valores Mobiliários – I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2017, pp. 43 e ss.; no plano internacional Rüdiger Veil, *European Capital Markets Law*, 2.ª Edição, Londres, Hart Publishing, 2017, p.397 e Jan Dalhuisen, *Dalhuisen on Transnational Comparative, Commercial, Financial and Trade Law*, Vol. 3, Oxford, Hart Publishing, 2010, p. 709.

⁸² *Transparency Directive Assessment Report*, elaborado pela Mazars e pela Marccus Partners para a Comissão Europeia.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

obrigações decorrentes da Diretiva da Transparência relevantes para a tomada de uma melhor decisão de investimento⁸³.

Mas, para o escopo do trabalho que nos ocupa, importa, sobretudo, perceber quais as conclusões a que o Relatório chega no que à comunicação de participações qualificadas diz respeito.

Antes de mais, concluiu-se no Relatório que 79% dos analistas financeiros e dos investidores institucionais consideram que a informação divulgada em cumprimento do dever de comunicação de participações qualificadas é útil para fins de investimento⁸⁴. Esta confirmação, por parte da grande maioria dos decisores em matéria de investimento, da relevância da comunicação de participações qualificadas reforça a extrema importância que este tema reveste em sede não só de transparência, como do funcionamento do mercado em geral.

Mas não é apenas a conclusão atrás mencionada que vai de encontro ao que temos referido ao longo do nosso trabalho, já que também se concluiu que a imposição pela Diretiva deste dever não constituiu um encargo financeiro desproporcionado para os *players* do mercado, ou seja, o benefício que a comunicação de participações qualificadas trouxe ao mercado foi muito superior aos custos de implementação a ela inerentes, sendo, por isso, uma alteração totalmente razoável.

No entanto, como referimos anteriormente, o facto de a Diretiva da Transparência ser de harmonização mínima importou algumas falhas, que foram apontadas pelo Relatório⁸⁵, relativamente à regulação da comunicação de participações qualificadas.

Neste âmbito cumpre-nos salientar que uma das demonstrações mais claras de que, apesar de bem-intencionada, a Diretiva da Transparência não correspondeu inteiramente às necessidades de transparência do mercado é o facto de, num universo de 27 Estados-

⁸³ Ver p. XIII das conclusões do Relatório de Avaliação da Diretiva da Transparência.

⁸⁴ Ver p. XV das conclusões do Relatório de Avaliação da Diretiva da Transparência.

⁸⁵ Neste contexto foram apontadas pelos inquiridos como sendo as falhas mais relevantes as relativas a falta de resistência ao mercado das previsões normativa da Diretiva, na medida em que consideraram que a inovação financeira resultava no contorno, por determinados *players* do mercado, das regras de transparência. Também relevantes são as falhas apontadas no que ao *empty voting* diz respeito, considerando que a Diretiva deveria prever medidas para o evitar, ou relativamente ao detalhe da informação a divulgar quando se atingem patamares de participações qualificadas bastante relevantes. Todos estes, e mais alguns temas que aqui não enunciámos por não se encontrarem no âmbito de aplicação direto do nosso trabalho, mas que entendemos serem relevantes para uma melhor compreensão da evolução da transparência no mercado de capitais comunitário até à data, são apontados na p. XV do Relatório.

Capítulo IV – O princípio da transparência como pilar fundamental do mercado

membros, 15 terem adotado, aquando da transposição da Diretiva, limiares adicionais para a comunicação de participações qualificadas⁸⁶, sendo que Portugal introduziu os limiares adicionais de 2% e de 90%.

Apesar de se ter verificado a implementação de limiares inferiores aos 5% correspondentes ao mínimo previsto na Diretiva, a fixação dos mesmos não era, à data do Relatório, pacífica, na medida em que os analistas financeiros e investidores institucionais se encontravam alinhados no sentido de ser benéfico o abaixamento do limiar mínimo, os reguladores não estavam completamente certos dos seus benefícios ou malefícios, estando, por isso, divididos, e os emitentes consideravam que essa medida não era positiva⁸⁷.

No que diz respeito aos limiares que geram a obrigação de comunicar participações qualificadas foi também objeto de análise no Relatório a possibilidade de qualquer variação de 1% a partir do limiar mínimo dever ser comunicado, à semelhança do que se encontrava previsto no Reino Unido. Mais uma vez, a resposta não era unânime entre os *players* do mercado, sendo essa medida apoiada pela larga maioria dos analistas financeiros, dos investidores institucionais e das associações de investidores de retalho, mas desencorajada e condenada pela esmagadora maioria dos reguladores e dos emitentes⁸⁸.

Toda esta discussão resultante da Diretiva da Transparência abriu a porta a um processo de revisão de fundo do tema da transparência no mercado de capitais comunitário, que culminou na aprovação da Diretiva da Transparência II⁸⁹.

A Diretiva da Transparência II, ao invés da primeira, é mais musculada, na medida em que é de harmonização máxima⁹⁰ e inclui no seu âmbito de aplicação vários dos temas que não integravam o âmbito de aplicação da Diretiva da Transparência e que tinham motivado críticas, como por exemplo o tema da contabilização, para efeitos de comunicação de participações qualificadas, de direitos de voto em relação aos quais o

⁸⁶ Tal como se retira da análise da tabela constante das pp. 112 e 113 do Relatório.

⁸⁷ Ver p. 114 do Relatório.

⁸⁸ Ver p. 116 do Relatório.

⁸⁹ Diretiva 2013/50/EU, do Parlamento Europeu e do Conselho de 22 de outubro de 2013, que alterou a Diretiva da Transparência e foi transposta para o ordenamento jurídico português pelo Decreto-Lei n.º 22/2016, de 3 de junho, tendo entrado em vigor no dia seguinte.

⁹⁰ A este propósito ver Rüdiger Veil, *European Capital Markets Law*, p. 398.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

participante tem um acordo que lhe permite, no futuro, adquirir os instrumentos a que os direitos de voto estão associados.

No entanto, classificar a Diretiva da Transparência II como sendo de harmonização máxima não é completamente correto, na medida em que a mesma ainda confere aos Estados-membros a possibilidade de adotarem limiares de comunicação mais baixos e/ou adicionais aos impostos pela Diretiva 2004/109/CE⁹¹.

O nosso entendimento quanto aos limiares que espoletam o dever de comunicação de participações qualificadas encontra-se alinhado com a posição propugnada na Diretiva, na medida em que dentro do espaço comunitário existem mercados de capitais com níveis de maturidade muito distintos. Isto é, se em dado mercado 2% pode ser completamente irrelevante, num outro pode já conferir uma importante influência na administração da sociedade emitente, dependendo do nível de *free-float* dos emitentes de cada mercado.

Por outro lado, a Diretiva da Transparência II manteve inalterado o artigo 9.º, n.º 4 da Diretiva da Transparência, que prevê a isenção para as sociedades de custódia de valores mobiliários que detenham, enquanto custodiantes, ações em relação às quais só possam exercer os direitos de voto inerentes quando devidamente instruídos por escrito para o efeito⁹². Quanto a nós, esta isenção é, se interpretada sem a necessária cautela, em grande medida, potenciadora da criação de opacidade no mercado de capitais e passível de, através do *empty voting*⁹³, se “mascarar” uma cadeia de titularidade indireta composta por entidades cuja atuação no mercado de capitais não deve ser admitida, nomeadamente por ligações a atividades de branqueamento de capitais ou de financiamento de terrorismo.

⁹¹ Cfr. Considerando 12 da Diretiva da Transparência II, que justifica esta margem de atuação conferida aos Estados-membros com a existência de diferentes níveis de concentração em cada Estado-membro, considerando, dessa forma, melhor prosseguidos os interesses comunitários com a possibilidade de adoção de diferentes limiares de comunicação de participações qualificadas, consoante a necessidade de cada mercado, com o objetivo último de maximizar a transparência de cada mercado, conseqüentemente, do mercado comunitário.

⁹² Esta isenção de comunicação de participações qualificadas encontra-se plasmada no ordenamento jurídico nacional no artigo 16.º-A, n.º 1, al. c).

⁹³ Se aquele que tem o poder de dar instruções de voto ao custodiante não pretender ser identificado, basta, para conseguir o seu propósito ou, pelo menos, dificultar a sua identificação, contratar com o custodiante que apenas pode exercer os direitos de voto segundo instruções expressas para o fazer e, posteriormente, não dar qualquer instrução. Assim, o custodiante não comunica qualquer participação qualificada porque não pode, discricionariamente, exercer os direitos de voto e a entidade por detrás também não é identificada porque não há qualquer instrução de sentido de voto, logo não há razão para que o custodiante revele a identidade de quem está habilitado a dar as instruções.

Capítulo IV – O princípio da transparência como pilar fundamental do mercado

Senão vejamos, conforme já foi por nós anteriormente referido, a adequada transparência do mercado de capitais deve assentar na possibilidade de identificar os *beneficial owners* de todos os valores mobiliários emitidos. Neste sentido, apontámos também que, para termos a garantia de que tal é possível, é absolutamente necessário que se consiga reconstruir, nos casos em que os valores mobiliários não são detidos diretamente, a cadeia de titularidade indireta que os conduz ao *beneficial owner*, pois o risco de determinados valores mobiliários serem utilizados com o propósito de branquear capitais ou de financiar o terrorismo não se encontra restrito aos *beneficial owners*, mas antes a todos aqueles que retiram algum proveito económico da participação no mercado de capitais.

Nesta medida, consideramos que, à luz das mais recentes preocupações associadas à negociação de valores mobiliários e ao combate ao branqueamento de capitais e ao financiamento do terrorismo, a isenção que se encontra prevista na Diretiva da Transparência, que não foi revogada pela Diretiva da Transparência II e que, conseqüentemente, se encontra plasmada no Direito português, deve, enquanto não se verificar a sua revogação⁹⁴, ser objeto de uma interpretação restritiva, de modo a ser compatível com a aplicação da solução por nós proposta com o objetivo de cimentar e maximizar a transparência no mercado de capitais.

Justificando essa interpretação restritiva temos que a disposição que consagra a isenção no ordenamento jurídico português não se encontra, claramente, pensada para ser aplicável às situações em que a contraparte do custodiante não é, ela própria, o *beneficial owner* dos valores mobiliários depositados no custodiante.

Atentemos na letra da norma: “*Ações detidas por entidades de custódia nessa qualidade, desde que apenas possam exercer os direitos de voto inerentes a essas ações ou instrumentos de acordo com instruções do titular dadas por escrito*”⁹⁵. Daqui decorre que apenas cabem no âmbito de aplicação desta isenção as situações em que:

- i) As ações sejam detidas por uma entidade de custódia, atuando nessa qualidade;

⁹⁴ Passo quanto a nós inevitável considerando o escalonamento atual da importância dos princípios subjacentes ao mercado de capitais.

⁹⁵ Redação da al. c) do n.º 1 do art. 16.º-A do CVM. O sublinhado e o negrito são nossos.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

- ii) A entidade de custódia apenas possa exercer os direitos de voto inerentes às ações mediante e de acordo com as instruções escritas do titular.

Ora, nos casos em que haja titularidade indireta dos valores mobiliários, o titular, de acordo com o artigo 74.º, não é quem detém, a final, os direitos de voto inerentes às ações, na medida em que os mesmos são transmitidos, de acordo com o exposto no presente trabalho para a esfera jurídica do *beneficial owner* – titular (apenas) indireto das ações.

Isto é, a norma que confere isenção de comunicação de participações qualificadas às entidades de custódia ignora, na prática, aquela que é a realidade em que as entidades de custódia mais atuam, ou seja, a detenção de valores mobiliários como custodiantes por conta do titular direto das ações, sendo este apenas um submandatário do *ultimate investor*.

Desta forma, a isenção prevista no art. 16.º-A, n.º 1, al. c) não é passível de ser aplicada às situações de detenção indireta de valores mobiliários, por ser desajustada e abrir espaço à atuação no mercado de capitais de entidades que se pretendem fora do mesmo, pelo que em nada limita a solução por nós proposta no capítulo anterior.

Em suma, da análise da Diretiva da Transparência e da sua alteração pela Diretiva da Transparência II, devemos concluir que as grandes diferenças relativas aos diferentes estádios de evolução dos mercados de capitais dos Estados-membros ditaram a impossibilidade de, até à data, haver uma uniformização efetiva do Direito comunitário em matéria de comunicação de participações qualificadas, principalmente ao nível da definição dos limiares geradores do dever de comunicação de participações qualificadas.

No entanto, consideramos que já foi percorrido um caminho significativo nesta matéria e que ainda há mais caminho a percorrer, passando, nomeadamente, pela revogação da isenção acima discutida e pela harmonização da definição de determinados conceitos chave que têm definições distintas consoante o Estado-membro em que o conceito é empregue. Esta falta de harmonização gera ineficiência principalmente quando falamos de operações de investimento transfronteiriço em que no ordenamento jurídico onde o investidor se encontra determinado conceito pode ter um sentido distinto daquele que tem no ordenamento jurídico onde o investimento é feito.

Capítulo IV – O princípio da transparência como pilar fundamental do mercado

Assim, o percurso futuro em matéria de transparência deve ser feito no sentido de procurar conjugar a maximização da transparência com a eficiência, abraçando a inovação financeira de forma a que a mesma não surja como forma de contornar as regras de transparência, mas sim como forma de conseguir um maior nível de transparência aliado a uma maior dinâmica e eficiência do mercado.

4.1. A tecnologia como (possível) potenciadora da transparência

Referindo de forma muito breve a tecnologia – *blockchain* – em que, atualmente, se deposita maior esperança como meio de aportar segurança jurídica, eficiência e transparência ao tráfego no mercado de capitais, é possível ver que a inovação financeira já não busca, conforme outrora, contornar as regras existentes. Isto é, a inovação financeira, atualmente, já não é inovação para manter vivo o que os métodos antigos estavam a deixar morrer, mas sim inovação “disruptiva”, ou seja, que pretende fazer o seu substrato – no caso concreto o setor financeiro – evoluir e tornar-se mais dinâmico.

A propósito da tecnologia *blockchain* gostaríamos de deixar apenas uma nota para além da referência anterior. Esta tecnologia propõe-se como uma verdadeira alternativa à intermediação, prometendo, com a redução dos elementos intermediários, uma redução nos custos e no risco de falha inerente à intervenção humana no processo de intermediação⁹⁶. Assim, esta tecnologia pressupõe que as operações lhe sejam confiadas, ao invés de confiadas aos intermediários tradicionais que as vêm possibilitando ao longo de décadas.

Transportando esta alternativa para o objeto do nosso estudo, temos a aquisição/subscrição de valores mobiliários efetuada com recurso à *blockchain*. Neste cenário hipotético, a *blockchain* teria a capacidade de efetuar o encontro entre a ordem de compra emitida pelo *ultimate investor* e a ordem de venda. Resta saber se tal seria possível no caso de uma operação transfronteiriça, em que a ordem de venda não seria emitida no mesmo país que a ordem de compra, ou seja, as ordens seriam emitidas em diferentes *blockchains*. Será que, mesmo neste caso, a *blockchain* substituiria totalmente a intermediação ou seria necessária a intervenção de um ou mais intermediários para fazer

⁹⁶ Sobre a blockchain como alternativa à intermediação ver Pedro Martins, *Introdução à Blockchain*, Lisboa, FCA, 2018, pp. 13 e ss.; Aaron Wright e Primavera De Filippi, “Decentralized Blockchain Technology and the Rise of *Lex Cryptographia*”, p. 2, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2580664&download=yes.

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

a ponte entre os diferentes sistemas, isto é, teria que ser um intermediário a procurar o *match* entre as ordens quando as mesmas não fossem emitidas no mesmo sistema?

Atualmente ainda não é possível, tanto quanto sabemos, responder a esta questão. No entanto, se for possível, a introdução desta tecnologia no mercado de capitais aportaria-lhe -ia um grande nível de transparência, pois na base desta tecnologia encontra-se a publicidade⁹⁷ e, reduzindo os elos intermédios, haveria menos margem para a atuação oculta no mercado de capitais. Aliás, mesmo que se mantivesse a intervenção dos intermediários financeiros, cada transmissão dos direitos inerentes aos valores mobiliários ao longo de uma cadeia de titularidade indireta seriam registados na *blockchain*, equivalendo esse registo, público, a uma comunicação imprópria das participações qualificadas.

⁹⁷ Partimos, nesta breve referência à *blockchain*, do pressuposto de que a ser adotada esta tecnologia para o registo dos valores mobiliários seria adotada a sua forma mais pura, ou seja, a *blockchain* pública. Sobre a definição de *blockchain* pública ver Christian Catalini e Joshua S. Gans, “Some Simple Economics of the Blockchain”, 2016, p. 1, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2874598; e Hossein Kakavand e Nicolette Kost De Sevres, “The Blockchain Revolution: an Analysis of Regulation and Technology related to Distributed Ledger Technologies”, p. 4, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2849251>. Este último texto analisa a implementação da tecnologia nos mercados financeiros, em substituição dos intermediários, salientando a diminuição do risco inerente às operações.

Conclusão

Conclusão

Na presente dissertação estudámos o desenvolvimento das situações de titularidade de valores mobiliários com recurso a cadeias de titularidade indireta, em particular qual o enquadramento jurídico das posições jurídicas que se criam para lá do registo dos valores mobiliários que confere a titularidade a quem os regista.

Neste âmbito concluímos que, quando o contrato celebrado entre o *ultimate investor* e o intermediário financeiro de nível mais elevado tem como propósito apenas a subscrição/aquisição de valores mobiliários, este contrato tem a natureza de mandato sem representação. Já o contrato celebrado entre o intermediário financeiro – mandatário – e outro intermediário financeiro, bem como todos os outros contratos que se lhe sigam, são submandatos, encontrando-se, por isso, subordinados ao contrato de mandato originário. Nestes termos, o *ultimate investor* tem direito de ação contra qualquer dos submandatários, por a sua posição contratual derivar da posição originária do *ultimate investor* enquanto mandante.

Já quando o *ultimate investor* celebra um contrato de gestão de carteira, sendo este uma modalidade específica de mandato sem representação, o *ultimate investor* assume a posição de mandante e o intermediário financeiro – gestor da carteira – de mandatário. O gestor da carteira, por sua vez, celebra contratos para subscrição/aquisição de valores mobiliários no exercício da sua atividade, assumindo ele próprio, nestes contratos, a posição de mandante e o intermediário financeiro que com ele contrata a de mandatário. Os contratos que se sigam a este, terão, tal como suprarreferido, a natureza de submandatos. Deste modo, os contratos subsequentes são derivados do primeiro, celebrado pelo gestor de carteira, o que determina que este terá o direito de ação sobre qualquer submandatário. Já ao *ultimate investor*, que celebra o contrato de gestão de carteira, não lhe é conferido o direito de agir contra os intermediários financeiros que assumem a posição de submandatários, mas apenas contra a sociedade gestora da carteira.

O outro grande tema que nos ocupou neste estudo foi a aplicabilidade – ou não – do dever de comunicação de participações qualificadas aos diferentes intervenientes numa cadeia de titularidade indireta de valores mobiliários. O estudo deste tema levou-nos a concluir pela aplicabilidade do dever de comunicação de participações qualificadas a todos os elementos da cadeia. Ao intermediário financeiro que regista os valores mobiliários em nome próprio por ser, legalmente, o titular destes. Ao *ultimate investor*, o

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

dever de comunicação é aplicável por ser dele a iniciativa de adquirir os valores mobiliários, sendo ele quem, em última análise, suporta o risco económico inerente e quem tem, também, o poder determinar qual o sentido de voto dos direitos de voto inerentes aos valores mobiliários adquiridos.

Quanto aos elos intermédios da cadeia de titularidade indirecta, a aplicabilidade do dever de comunicação de participações qualificadas justifica-se pelo facto de, a dado momento, estes serem titulares, não do ponto de vista legal, mas materialmente, dos direitos de voto inerentes aos valores mobiliários, na medida em que os mesmos são transmitidos de forma ascendente ao longo da cadeia até se alcançar a esfera jurídica do *ultimate investor*. Ora, inerente a esta titularidade momentânea está a possibilidade de interferir no exercício dos direitos de voto, já que as instruções do sentido de voto efetuam um percurso contrário àquele que é efetuado pelos direitos de voto.

Em suma, concluímos com esta dissertação que, mesmo tendo o legislador português optado pelo sistema de titularidade directa de valores mobiliários, não prevendo, em consequência de tal opção, expressamente as situações de titularidade indirecta, o enquadramento legal das mesmas é possível á luz do Direito português. Aliás, não só é possível o seu enquadramento, como também em matéria de transparência – nos casos em que da cadeia de titularidade indirecta resulte a existência de participações qualificadas – as normas consagradas no CVM relativas à comunicação de participações qualificadas, garantem, se interpretadas de acordo com o aqui defendido, a transparência, que é imprescindível ao saudável funcionamento do mercado de capitais.

Bibliografia

Bibliografia

Livros e artigos

Almeida, Carlos Ferreira de

- *Contratos II*, 4.^a Edição, Coimbra, Almedina, 2016

- “Registo de Valores Mobiliários”, *Estudos em Memória do Professor Doutor António Marques dos Santos*, Vol. I, Coimbra, Almedina, 2005

- “Valores mobiliários: o papel e o computador”, *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais: Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, Vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 2007

Andrade, Manuel A. Domingues de, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, Vol. II, Coimbra, Almedina, 1992

Antunes, José A. Engrácia

- *Direito dos Contratos Comerciais*, Coimbra, Almedina, 2014

- *Os Instrumentos Financeiros*, 3.^a Edição, Coimbra, Almedina, 2018

Câmara, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.^a Edição, Coimbra, Almedina, 2016

Catalini, Christian e Gans, Joshua S., "Some Simple Economics of the Blockchain", disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2874598

Castro, Carlos Osório de, “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, Coimbra, Coimbra Editora, 2000

Cordeiro, António Menezes, *Tratado de Direito Civil V*, 2.^a Reimpressão da Edição de 2005, Coimbra, Almedina, 2011

Dalhuisen, Jan, *Dalhuisen on Transnational Comparative Commercial Finance and Trade Law*, Vol. 3, Oxford, Hart Publishing, 2010

Ferreira, Bruno, “A Transposição da Diretiva da Transparência II”, *O Novo Direito dos Valores Mobiliários – I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2017

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

Figueiredo, André

- “Novidades da infraestrutura do mercado de capitais: o Regulamento n.º 909/2014 relativo à melhoria da liquidação de valores mobiliários na União Europeia e às Centrais de Valores Mobiliários”, disponível em https://institutovaloresmobiliarios.pt/estudos/pdfs/1435239984artigo_csd_r_af.pdf

- *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros: Com Aplicação Especial na Gestão de Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2012

- “Titularidade indireta de ações e exercício de direitos de voto”, *Revista de Direito das Sociedades*, Ano IV, n.º 3, Coimbra, Almedina, 2012

Frada, Manuel A. Carneiro da, “Crise Mundial e Alteração das Circunstâncias: Contratos de Depósito vs. Contratos de Gestão de Carteiras”, *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Sérvulo Correia*, Vol. III, Coimbra, Coimbra Editora, 2011

Freitas, José Lebre de, “Simulação de Contrato de Sociedade, Negócio Fiduciário e Mandato sem Representação”, *Themis*, Ano XVIII, n.º 33, Coimbra, Almedina, 2017

Guiné, Orlando Vogler, “Do contrato de gestão de carteiras e do exercício do direito de voto: OPA obrigatória, comunicação de participação qualificada e imputação de direitos de voto”, *Direitos dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra, Coimbra Editora, 2008

Gullifer, Louise, “Ownership of Securities: the Problems Caused by Intermediation”, *Intermediated Securities Legal Problems and Practical Issues*, Londres, Hart Publishing, 2010

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

Kakavanda, Hossein e Savres, Nicolette Kost De, “The Blockchain Revolution: an Analysis of Regulation and Technology related to Distributed Ledger Technologies”, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2849251>

Leitão, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações*, Vol. III, 11.^a Edição, Coimbra, Almedina, 2016

Martins, Pedro, *Introdução à Blockchain*, Lisboa, FCA, 2018

Bibliografia

Menon, Niranjana, “Insolvency of intermediaries in cross-border securities holding systems”, *Uniform Law Review*, Vol. 22, n.º 2, Oxford, Oxford University Press (em nome do UNIDROIT), 2017

Micheler, Eva, “Intermediated Securities and Legal Certainty”, *LSE Law, Society and Economy Working Papers*, n.º 3, 2014, disponível em http://eprints.lse.ac.uk/55826/1/WPS2014-03_Micheler.pdf

Mooney Jr., Charles W., “Practising Safer Lex: The Proper Domain of Property, Secured Transaction and Insolvency Laws in the Regulation of Securities Intermediaries”, *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, Londres, Kluwer Law International, 1998

Neves, Vítor Pereira, “A Natureza transitiva dos Critérios de Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, *Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, Vol. II, Coimbra, Almedina, 2008

Pena, Nuno Ricardo da, *Código dos Valores Mobiliários Anotado e Comentado*, 2.ª Edição, Edição de Autor, 2016

Prata, Ana, *Dicionário Jurídico I*, 5.ª Edição, Coimbra, Almedina, 2013

Resende, João Mattamouros, *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010

Rogers, James S., “An Essay on Horseless Carriages and Paperless Negotiable Instruments: Some Lessons from the Article 8 Revision”, *Idaho Law Review*, n.º 31, 1995

Santos, Hugo Moredo, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011

Silva, Paula Costa e, “O conceito de accionista e o sistema de *record date*”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VIII, Coimbra, Coimbra Editora, 2008

Teles, Miguel Galvão

- “Globalização: detenção de valores mobiliários por conta alheia e valores mobiliários reflexos: em particular, o Projeto de Convenção da Unidroit sobre Intermediated Securities”, *Conferência Portugal, União Europeia e EUA: Novas Perspectivas Económicas num Contexto de Globalização*, Coimbra, Almedina, 2010

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

- “Fungibilidade de valores mobiliários e situações jurídicas meramente categoriais”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra, Coimbra Editora, 2003

Thévenoz, Luc, “Who holds (intermediated) securities? Shareholders, account holders and Nominees”, *Uniform Law Review*, Vol. 15, n.º 3-4, Londres, Oxford University Press, 2010

Veil, Rüdiger, *European Capital Markets Law*, 2.^a Edição, Londres, Hart Publishing, 2017

Wright, Aaron e Filippi, Primavera De, “Decentralized Blockchain Technology and the Rise of Lex Cryptographia”, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2580664&download=yes

Relatórios

Crisis in the Securities Industry. A Chronology: 1967 – 1970, New York Stock Exchange, Inc., 1971

Legal Certainty Group Comparative Survey, 2006

Transparency Directive Assessment Report, 2009

O Dever de Comunicação de Participações Qualificadas numa cadeia de Titularidade Indirecta de Valores Imobiliários

ÍNDICE

Agradecimentos.....	iv
Modo de Citar e outras Convenções	v
Abreviaturas	vi
Resumo.....	vii
Abstract	viii
Introdução	1
Capítulo I.....	2
O Fenómeno de Titularidade Indireta de Valores Mobiliários.....	2
Capítulo II	11
A Natureza Jurídica da Titularidade Indireta	11
2.1.O contrato celebrado para a simples subscrição ou aquisição de valores mobiliários	11
2.2.O contrato celebrado para gerir a carteira – incluindo a aquisição ou subscrição – de valores mobiliários.....	15
2.3.A revisão da Diretiva dos Acionistas como fonte de evolução da regulação das cadeias de titularidade indireta	20
Capítulo III.....	22
Dever de Comunicação de Participações Qualificadas dos Elementos de uma Cadeia de Titularidade Indireta	22
3.1.O dever de comunicação de participações qualificadas na situação prevista no art. 20.º, n.º 1, al. a) do CVM	24
3.2.O dever de comunicação (ou não) de participações qualificadas dos intervenientes na cadeia de titularidade indireta que não se encontram (diretamente) abrangidos pelo artigo 20.º, n.º 1, al. a)	29
3.3.Confrontação das soluções apresentadas com a prática do mercado	35
Capítulo IV	37
O princípio da transparência como pilar fundamental do mercado.....	37
4.1.A tecnologia como (possível) potenciadora da transparência	43
Conclusão.....	45
Bibliografia	47