



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

FACULDADE DE DIREITO DE LISBOA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS E EMPRESARIAIS

MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO

**LIMITAÇÃO AO EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO E OPA
OBRIGATÓRIA**

JORGE BRITO PEREIRA

Orientador

ANA RITA DA LAPA SERRA

Aluna n.º 142709054

Lisboa

Março, 2011

RESUMO

O presente trabalho tem como objectivo proceder a uma análise expositiva da Oferta Pública de Aquisição Obrigatória como figura fundamental no direito dos valores mobiliários, bem como dos limites que fundamentam o dever do seu lançamento.

O âmago da dissertação consiste na conexão dos mecanismos de “blindagens” estatutárias, entendidas como medidas de defesa do controlo instituído na sociedade, com os limiares legalmente estabelecidos que fundamentam o dever de lançamento de OPA.

Para esta análise assumem especial relevância os mecanismos de imputação de direitos de voto, em particular, as regras de contagem de votos em Assembleia-Geral e o seu impacto no seio do instituto da OPA obrigatória.

Este é um trabalho essencialmente expositivo que pretende analisar o regime vigente em Portugal e contribuir para o lançamento da discussão sobre a ligação dos mecanismos que limitam o exercício dos direitos de voto com as regras de imputação e contagem destes mesmos direitos, para efeitos de determinação da ultrapassagem dos limites que impõem o lançamento de OPA obrigatória.

Palavras-Chave: OPA obrigatória; blindagem; imputação de direitos de voto.

ABSTRACT

The present essay has as its purpose the expositive analysis of the mandatory takeover bid (TOB) as a fundamental institute of the securities legal framework, as well as the limits that ground the duty of its release.

The central subject of the present thesis is the connection of the statutory control enhancing mechanisms, perceived as a defence mechanism of the company's established control, with the borders legally established which base the TOB's release obligation.

The mechanisms of granting voting rights are of particular relevance for this analysis, especially the General Meeting's vote counting rules and its impact on the mandatory TOB institution.

This is mainly an expositive essay which intends to analyze the current legal framework in Portugal and to contribute to the discussion regarding the connection between the mechanisms that bound the voting rights' exercise and the rules of the granting and counting of such rights, for the purpose of determining whether the boundaries which establish the release of the mandatory TOB were surpassed.

Keywords: mandatory TOB; control enhancing mechanism; granting of voting rights.

Índice

1.	Introdução.....	1
2.	A Oferta Pública de Aquisição	5
2.1.	Enquadramento jurídico-económico da figura	5
2.2.	Evolução da regulamentação legal aplicável à OPA	7
2.2.1.	Considerações Gerais	7
2.2.2.	Desde o Decreto-Lei n.º 426/83 até ao Código de Mercado de Valores Mobiliários	7
2.2.3.	O Decreto-Lei n.º 261/95	8
2.2.4.	Aprovação do Código de Valores Mobiliários e a influência comunitária	9
3.	“Blindagem” de Estatutos	15
3.1.	Limitações estatutárias ao exercício dos direitos de voto.....	15
3.2.	A utilização de sistemas de limitação dos direitos de voto no direito português	19
3.2.1.	A realidade empresarial no PSI-20.....	19
3.2.2.	Análise de casos tipo ilustrativos dessa realidade	20
4.	A imputação dos direitos de voto	27
4.1.	O artigo 20.º do CVM: regras de imputação de votos	27
4.2.	Os limiares que fundamentam o dever de lançamento de OPA e as regras de contagem de votos	29
5.	Conclusões.....	35
6.	Bibliografia.....	39

1. Introdução

O presente trabalho, elaborado no âmbito do Mestrado em Direito e Gestão, ministrado pela Universidade Católica Portuguesa, tem como objectivo proceder a uma análise jurídico-económica das limitações estatutárias ao exercício do direito de voto e a sua conexão ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição (doravante “OPA”).

A OPA enquanto meio de aquisição de valores mobiliários consiste, também, num meio de aquisição do controlo sobre a sociedade visada. A obrigatoriedade do seu lançamento, imposta pelo direito dos valores mobiliários, visa garantir a repartição do prémio de controlo pelos accionistas e possibilitar a saída dos minoritários da sociedade assentando, a OPA, no princípio da universalidade da oferta que obriga a que sejam abrangidos todos os valores mobiliários que confirmam direitos de voto.

Uma vez que a obrigatoriedade de lançamento de OPA se funda na ultrapassagem, por um accionista, de certos limites dos direitos de voto correspondentes ao capital social de determinada sociedade aberta, importa aferir como são imputados estes direitos.

Desta forma, o escopo do presente trabalho corresponderá, numa primeira fase, à análise jurídico-económica da figura da OPA, em especial da OPA obrigatória¹, percorrendo a evolução do seu regime no direito dos valores mobiliários português.

A este respeito, destaca-se a diferença assinalável entre os modelos anglo-saxónico e europeu continental, no qual se insere o direito português, no que toca a fenómenos de reestruturação empresarial e formas de aquisição dos valores mobiliários, de entre os quais a OPA se afigura um exemplo². No primeiro modelo, a elevada dispersão do capital das empresas está ligada ao forte desenvolvimento do mercado de capitais e atractividade dos mercados secundários, que contribuem para a constante difusão de títulos e participações sociais, permitindo a participação de um grande número de accionistas. Já no modelo europeu continental, os mercados de capitais não se

¹ Destaca-se, a este propósito, a especialidade do sistema europeu, face ao regime Norte-Americano, no qual não existe a figura da OPA obrigatória.

² Para uma análise das diferenças entre os sistemas de governo anglo-saxónico e europeu continental cfr JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU *Governança das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2006; PAULO CÂMARA, *Os modelos de governo das Sociedades Anónimas*, in *A reforma do Código das Sociedades Comerciais, Estudos em homenagem ao Prof. Raúl Ventura*, Almedina, 2007

encontram no mesmo estágio de desenvolvimento, encontrando-se o capital ainda fortemente concentrado num pequeno número de accionistas de referência, que detêm o controlo da sociedade, não se registando uma intensidade semelhante no que respeita aos processos de fusões e aquisições.³

Usualmente, quem detém o controlo da sociedade – tipicamente os gestores, no sistema anglo-saxónico, ou os accionistas maioritários, no sistema continental europeu – deparando-se com a ameaça da possibilidade de tomadas hostis de aquisição, recorre à utilização de técnicas defensivas, criando obstáculos à aquisição do controlo da sociedade.

De entre essas técnicas destaca-se, no âmbito do presente estudo, a imposição estatutária de limitações ao exercício de direitos de voto.

Assim, procurar-se-á caracterizar os mecanismos de “blindagens”⁴ de estatutos no direito português, entendida, em sentido amplo, como qualquer medida estatutária destinada a reforçar os mecanismos de controlo de determinada sociedade com o capital disperso pelo público, em especial a limitação estatutária ao exercício do direito de voto, permitida e regulada pela alínea b) do número 2 do artigo 384º do Código das Sociedades Comerciais (doravante “CSC”).

Esta limitação, ao permitir a separação entre propriedade e controlo reforçando, a posição dos administradores, constitui um desvio ao princípio da proporcionalidade. A este propósito, importa referir que, do estudo *Proportionality Between Ownership and*

³ Destaca-se, ainda, a especial acuidade que assume, no sistema anglo-saxónico, o chamado problema de agência. Neste sistema, em virtude da forte dispersão do capital pelo público, a gestão da empresa é confiada a gestores profissionais, colocando-se o problema do alinhamento de incentivos, sendo o *management* da empresa a deter o controlo da mesma. Por outro lado, quanto maior a dispersão de capital pelo público, maior capacidade existe de diversificação do risco entre um grande número de accionistas, uma vez que a empresa obtém financiamento, com capital próprio, a um custo mais reduzido do que se verificaria se o capital estivesse concentrado beneficiando, cada investidor, da possibilidade de diversificação da sua carteira de investimentos. Para mais desenvolvimentos sobre a teoria da agência *vide* JILL SOLOMON, *Corporate Governance and Accountability*, Second Edition

⁴ O termo “blindagem” será, doravante, utilizado em sentido corrente, não técnico, por facilidade de exposição. Para mais desenvolvimentos sobre o que deve entender-se por “blindagem” de estatutos, *vide* PAULO LOPES MARCELO, *A Blindagem da Empresa Plurissocietária*, Almedina, 2002, pp. 15-18

*Control in EU listed companies*⁵ relativo à implementação deste princípio em alguns Estados-Membros da União Europeia, e a correspondente utilização de *control enhancing mechanisms*, pode aferir-se que é maioritariamente aceite, na Europa, a estipulação estatutária de limitações ao exercício dos direitos de voto, *voting rights ceilings* o que, contudo, não implica a sua adopção automática pelas empresas, o que se prende, sobretudo, com o possível impacto que a estipulação de tais limitações pode acarretar no seu valor⁶.

De forma a completar a presente análise e aferir da utilização das denominadas “blindagens” estatutárias no sistema jurídico português, atender-se-á à realidade empresarial do PSI-20 – principal índice de referência nacional – sendo analisadas as limitações estatutárias existentes em quatro das maiores empresas que integram o referido índice: EDP - Energias de Portugal, Millenium BCP, Banco Português de Investimento (BPI) e Portugal Telecom, SGPS (PT).

De seguida, proceder-se-á à aferição dos mecanismos de imputação de direitos de voto, através da análise das normas do Código dos Valores Mobiliários (doravante “CVM”), com especial destaque para o artigo 20.º deste diploma.

Por fim e, em resultado da análise realizada, procurar-se-á relacionar a matéria das limitações estatutárias ao exercício dos direitos de voto com o dever de lançamento de OPA, nomeadamente, as regras aplicáveis à contagem de votos em Assembleia-Geral tendo especialmente em conta a *ratio* subjacente aos limites que fundamentam este dever.

Constitui desígnio último da dissertação demonstrar a relevância do tema das limitações ao exercício dos direitos de voto, especialmente no que toca à contabilização dos votos

⁵ Este estudo, inserido no Plano de Acção para o Direito das Sociedades e *Corporate Governance*, foi encomendado pela Comissão Europeia, em 2007, desenvolvido pelo Instituto Europeu de *Corporate Governance*, o *Institutional Shareholder Services*, e a sociedade de Advogados *Shearman & Sterling* e encontra-se disponível http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm

⁶ O valor de determinada empresa corresponderá ao preço de todos os direitos que os valores mobiliários atribuem aos seus detentores. Para a análise dos vários métodos de avaliação de empresas Cfr, JOSÉ PAULO ESPERANÇA e PEDRO LEITE INÁCIO, *Fusões e Aquisições*, in Escola de Pós-Graduação em Ciências Económicas e Empresariais, 1996, 65-91 e BREALEY & MAYERS, *Principles of Corporate Finance* McGraw-Hill, 2000 pp 62-83.

que determinam a ultrapassagem dos limites que impõem o dever de lançamento de OPA. E, é assim, uma vez que na maioria das vezes, atendendo à realidade subjacente, aquele que detém determinada percentagem dos direitos de voto pode não deter efectivamente o domínio da sociedade.

Por outro lado, o regime da OPA obrigatória, ao estabelecer situações de derrogação, suspensão e exclusão do dever de lançamento, procura atender à situação particular das sociedades que são objecto da sua regulamentação.

É esta realidade que passará, nas páginas seguintes, a analisar-se.

2. A Oferta Pública de Aquisição

2.1. Enquadramento jurídico-económico da figura

De um ponto de vista eminentemente jurídico, a OPA consiste numa proposta contratual dirigida ao público para compra ou troca de valores mobiliários, sendo, também, de uma perspectiva jurídico-económica, um método de aquisição do controlo sobre a sociedade visada. Assim, o objecto fundamental de uma OPA consiste na aquisição de acções, de obrigações e de outros valores mobiliários, mediante o pagamento de um determinado preço, que possam assegurar o controlo de determinada sociedade aberta.⁷

O regime das OPA, regulado no Capítulo I do Título III do CVM, é norteado pelos princípios da estabilidade da oferta, igualdade de tratamento entre os accionistas (cfr. artigo 112.º); intermediação obrigatória (cfr. artigo 113.º) e necessidade de aprovação de prospecto e registo prévio (artigo 114.º). Neste sentido, identifica-se, como princípio geral subjacente a esta matéria, a protecção do público destinatário das ofertas, especialmente os investidores não-qualificados, necessariamente indeterminado para a classificação da oferta como pública, conforme resulta do artigo 109.º.

Sob uma perspectiva económica, constata-se que o recurso ao mecanismo da OPA, à semelhança dos restantes métodos de aquisição de empresas existentes,⁸ de entre os quais a referida figura se destaca, encontra a sua racionalidade económica na criação de valor, resultante dessa aquisição, para os accionistas. Encontram-se várias justificações e factores estratégicos para a realização de uma operação de aquisição, seja através do lançamento de OPA, seja através de outro tipo de mecanismos. De entre esses factores destacam-se, a título de exemplo, a realização de economias de escala e eficiência, a eliminação de ineficiências, a obtenção de fundos excedentários, a obtenção de ganhos de quota de mercado, diversificação e consolidação industrial.⁹ Assentando, primordialmente, a decisão de aquisição de uma empresa em razões de cariz económico,

⁷ Sobre o conceito de oferta pública *vide* PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2009, pp-576-583;

⁸ Cfr. PAULO CÂMARA, que define a OPA como técnica de concentração empresarial, *Ob.Cit.* pág.605

⁹ Cfr. JOSÉ PAULO ESPERANÇA e PEDRO LEITE INÁCIO, *Ob.cit.* pp.9-13

esta torna-se alvo de aquisição sempre que o valor daí resultante, para o comprador, seja superior ao preço de aquisição.¹⁰

O mercado bolsista assenta, em grande medida, nas expectativas dos investidores, reflexo de vários indicadores, como o preço e os resultados por acção, os dividendos pagos aos accionistas, entre outros. Desta forma, o preço das acções de determinada sociedade já será o reflexo do valor que os accionistas dela esperam, incorporando as expectativas de crescimento futuro, o que traduz o comportamento especulativo no mercado bolsista¹¹.

A grande elasticidade do preço nos valores mobiliários leva a que, o simples anúncio do lançamento de uma OPA, possa conduzir à flutuação do preço das acções destas empresas (quer da empresa compradora, quer da empresa-alvo)¹². Tal ocorrência resultará da chamada eficiência dos mercados, que reagirão e ajustar-se-ão ainda antes do anúncio da OPA¹³.

O lançamento de OPA, associado a uma alteração no domínio de uma empresa, corresponde a um fenómeno de reestruturação empresarial. Neste sentido, o sucesso deste tipo de operações - visando, essencialmente, tirar partido de sinergias entre diferentes organizações - estará sempre dependente e, em grande medida limitado, pela estrutura organizativa e de capital dominante de cada empresa.

Assim se compreende que o escopo do actual regime aplicável às OPA, em especial às obrigatórias, vertido no CVM aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, corresponda à tentativa de conciliar a estrutura organizativa das sociedades com o capital aberto ao investimento público – sociedades abertas - e a necessidade de impulsionar o mercado de capitais.¹⁴

¹⁰ Cfr, BREALEY & MAYERS, *Ob.cit.*, pp. 939-1003

¹¹ Cfr, a este respeito, JOSÉ PAULO ESPERANÇA e PEDRO LEITE INÁCIO, *Ob.cit.*

¹² JOSÉ PAULO ESPERANÇA e PEDRO LEITE INÁCIO, *Ob.cit.* pp.28-30

¹³ Em mercados eficientes, na sua forma forte, o preço das acções reflecte toda a informação, mesmo a privilegiada, ou seja, a que não é objecto de divulgação pública. Cfr, BREALEY & MAYERS, *ob.cit.*, pp.349-375

¹⁴ Cfr. Trabalhos Preparatórios do Código de Valores Mobiliários, CMVM, 1999, pág, 21

2.2. Evolução da regulamentação legal aplicável à OPA

2.2.1. Considerações Gerais

O regime aplicável à matéria das OPA sofreu, desde a sua origem, várias alterações legislativas, tanto em resultado da experiência prática, como da influência comunitária na matéria, podendo identificar-se vários períodos de regulamentação.

Nos subcapítulos seguintes, proceder-se-á à identificação dos traços gerais desse regime.

2.2.2. Desde o Decreto-Lei n.º 426/83 até ao Código de Mercado de Valores Mobiliários

A figura da OPA foi, inicialmente, tratada no Decreto-Lei n.º 429/83, de 13 de Dezembro, que fazia depender de autorização ministerial a realização de ofertas lançadas do estrangeiro sobre sociedades de direito português, reconhecendo manifestamente, a natureza incipiente do direito vigente sobre esta matéria. Mais tarde, com a entrada em vigor do CSC, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Setembro, a figura da OPA foi já tratada enquanto específico processo de aquisição de valores mobiliários e, ainda que de forma superficial, enquanto processo aquisitivo obrigatório. O artigo 313.º previa um conjunto de situações que fundamentavam a OPA como forma obrigatória de aquisição de valores mobiliários, numa tentativa de estabelecer o seu regime, fruto de uma análise de direito comparado, como pode constatar-se pela leitura do n.º 28 do preâmbulo do diploma.

A entrada em vigor do Código do Mercado dos Valores Mobiliários (doravante “CMVM”), elaborado com o objectivo de compatibilizar a linha liberalizadora do mercado - que se pretendia que funcionasse com maior autonomia - com a protecção dos interesses públicos em causa, veio alterar substancialmente o regime vertido no CSC¹⁵. Procurou, então, complementar-se o regime contido no direito societário, uma vez que os preceitos referentes a esta matéria não foram revogados. Este novo diploma regulava, não só o regime da OPA enquanto específico programa contratual, mas também a figura da OPA obrigatória. Contudo, não fornecia qualquer conceito de oferta

¹⁵ Como pode constatar-se da leitura do preâmbulo do diploma. Cfr JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA obrigatória*, Almedina, 1998, pp 60-65

pública de aquisição, indicando apenas os limites que fundamentam a obrigatoriedade do seu lançamento.

A matéria das OPA era especificamente tratada nos artigos 527.º e 528.º, que determinavam os casos que fundamentam o dever de utilização deste mecanismo, tendo por referência os valores mobiliários referidos no artigo 523.º

2.2.3. O Decreto-Lei n.º 261/95

O Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, elaborado com o propósito de unificar e simplificar o regime anterior, veio revogar os preceitos do CSC no que à matéria das OPA dizia respeito. Procedeu à definição do conceito de sociedade de subscrição pública (contida na alínea a) do n.º 1 do artigo 3.º); introduziu o conceito de pessoas actuando em concertação com o oferente, no n.º 2 do artigo 525.º (o qual seria relevante para a aferição dos limiares que fundamentam o dever de lançamento da OPA) e introduziu os artigos referentes às derrogações da obrigatoriedade do lançamento de OPA (artigo 528.º-A) e da perda da qualidade de sociedade com subscrição pública (artigo 531.º-A).

O artigo 527.º definia os casos de OPA obrigatória prévia, em que um determinado accionista detinha já valores mobiliários da sociedade em causa. A quantidade de direitos de voto que esses valores lhe atribuíam, fundamentava a obrigatoriedade de realização de aquisição adicional através do recurso ao mecanismo da OPA, enquanto meio de aquisição de valores mobiliários da natureza dos indicados no n.º 1 do artigo 523.º, emitidos por uma sociedade de subscrição pública (de acordo com o conceito plasmado na alínea j) do n.º 3 do artigo 1.º).

Por outro lado, o regime inovador do artigo 528.º, tratando da OPA geral obrigatória, pretendia proporcionar uma melhor defesa aos accionistas minoritários. Assim, a detenção de mais de 50% das acções, por um só accionista, conduziria, automaticamente, a uma posição de domínio por parte do adquirente.

Do regime contido no CMVM, após as alterações levadas a cabo pelo Decreto-Lei n.º 261/95, constata-se que as várias hipóteses de OPA apresentavam, como ponto comum, *a detenção e/ou vontade de adquirir valores mobiliários que assegurassem determinada*

percentagem de direitos de voto correspondentes ao capital social.¹⁶, emitidos por uma sociedade de subscrição pública, reunidos os demais pressupostos e requisitos contidos nos artigos 527.º e 528.º.

2.2.4. Aprovação do Código de Valores Mobiliários e a influência comunitária

A aprovação do novo CVM pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Dezembro, resultado de um esforço de modernização do regime vertido no código anterior, procedeu à simplificação de todo o processo das ofertas públicas e, em especial, das situações que fundamentam o dever de lançamento de OPA.

A figura da OPA passaria, assim, a ser tratada de forma autónoma, na Secção II do Capítulo III do Título III do CVM. O seu regime assenta agora num dever jurídico de lançamento de OPA uma vez ultrapassados certos limiares percentuais, impostos pelo artigo 187.º, sendo, igualmente, aplicáveis os princípios gerais referentes à figura das ofertas públicas em geral.

É visível a influência comunitária na conformação actual do direito dos valores mobiliários português, em especial no regime da OPA, em resultado da transposição, para a legislação nacional, das denominadas Directivas das OPA (Directiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Abril), através do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, e Directiva da Transparência (Directiva n.º 2004/109/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro), pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro.

A Directiva das OPA, precedida de vários projectos de diploma sucessivamente falhados, foi aprovada em 2004, fruto de um longo e complexo processo negocial que simboliza o compromisso assumido pelos Estados-Membros no que respeita à definição de um enquadramento comum aplicável às OPA no espaço comunitário¹⁷. A

¹⁶Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *Ob. Cit.* pág.183

¹⁷O impulso decisivo resultou das conclusões Relatório Winter, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, 2002*, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf, um estudo encomendado pela Comissão Europeia a um grupo de especialistas em direito societário, liderado por Jaap Winter com o objectivo de modernizar o direito societário na Europa. Para mais desenvolvimentos

harmonização do regime aplicável às OPA, ao nível comunitário, permitindo a aquisição transfronteiriça de empresas, poderá propiciar a formação de grandes aglomerados europeus, aproveitando, desta forma, as potencialidades de um espaço comunitário em que são abolidas as restrições à livre circulação de pessoas, mercadorias e capitais, assim cumprindo os desígnios de um verdadeiro mercado único¹⁸.

A OPA, modalidade de oferta geral e subsequente surge, agora, como meio legitimador de uma aquisição já consumada, não determinando, para o seu titular, qualquer dever de aquisição, mas apenas de lançamento da oferta, obedecendo ao processo previsto para o efeito no CVM¹⁹. Destaca-se, a este propósito, a par dos princípios da equidade de tratamento dos accionistas, a protecção dos interesses minoritários, a transparência na informação veiculada e a não perturbação do exercício da actividade normal da sociedade visada para além de um período razoável durante o processo de OPA, a importância fundamental do princípio da generalidade e universalidade da oferta, vertido no artigo 173.º – *all holders rule*. Este princípio postula que a oferta, para ser qualificada como pública, deve dirigir-se a todos os titulares de valores mobiliários, proibindo-se qualquer tipo de discriminação entre os destinatários da mesma.

À semelhança do que se verificava já no CMVM²⁰, este dever apresenta um duplo âmbito, objectivo e subjectivo, como resultado do disposto no n.º 1 do artigo 187.º:

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

O âmbito objectivo do dever²¹, estatuído no artigo 187.º, corresponde ao universo dos valores mobiliários que serão objecto da oferta, emitidos por uma determinada

sobre a preparação da Directiva cfr A.MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu das Sociedades*, Almedina, 2005, pp. 493-527

¹⁸ Contribuindo decisivamente para o sucesso da aprovação da 13ª Directiva Comunitária e aproximação de sistemas jurídicos tão diferentes como o inglês e o alemão, destaca-se o sucesso da OPA hostil lançada pela *Vodafone Airtouch* sobre a *Mannesmann*, em 1999. Esta situação fez perceber a necessidade de um nível mínimo de harmonização de legislações entre os Estados-Membros, conferindo um nível mínimo de protecção às partes envolvidas em processos de OPA.

¹⁹ Cfr. PAULO CÂMARA, *Ob.Cit* pp - 654-655.

²⁰ Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *Ob.Cit.* pp.117-263

sociedade com o capital aberto ao investimento público – sociedade aberta²²²³. Nos termos do n.º 1 do artigo 1.º trata-se, essencialmente, de acções e outros valores mobiliários que confiram direito de subscrição ou aquisição de acções.^{24 25} O âmbito subjectivo é constituído pelas entidades em relação às quais se constitui o dever de lançamento da oferta.²⁶

Assim, o dever jurídico de lançamento de OPA, nos termos do artigo 187.º, constituir-se-á na esfera jurídica dos titulares de participações qualificadas, que ultrapassem as fasquias impostas no artigo 187.º, n.º 1, por referência aos mecanismos de imputação contidos no artigo 20.º.

Os limites percentuais sobre os quais assenta a obrigatoriedade, para o titular das participações qualificadas, constituem-se em um terço e metade dos direitos de voto, sendo estes limites cumulativos e considerados como parâmetros médios dos sistemas jurídicos em que existe a figura da OPA obrigatória espelhando, ademais, a realidade social das sociedades abertas.²⁷ Tendo em conta a dispersão do capital, própria deste tipo de sociedades, o controlo é obtido em limites inferiores a metade dos direitos de voto. No entanto, e de forma a adaptar o sistema à realidade material de cada empresa, a lei permite a dispensa deste dever para o titular de participações qualificadas que prove não ter o domínio da sociedade visada, nos termos dos números 2 e 3 do artigo 187.º

²¹ Cfr. PAULO CÂMARA, *Ob.Cit* pp. 658-667

²² É importante referir que, contrariamente ao que se verifica em outros regimes jurídicos, o regime português nunca restringiu o regime de OPA obrigatória às sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, *i.e.*, às sociedades cotadas. Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *Ob.Cit*, pp.134-146;

²³ Para uma noção completa sobre o conceito de sociedade aberta fr. PAULO CÂMARA, *ob cit*, pp 521-569.

²⁴ Para mais desenvolvimentos sobre a matéria da subscrição de valores mobiliários *vd.* PAULO CÂMARA, *Emissão e Subscrição de valores mobiliários*, in AA.VV., *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, 1997

²⁵ Para mais desenvolvimentos sobre o conceito de valores mobiliários *cfr.* HELENA LOUREIRO BAYÃO HORTA, *Unidades de participação em fundos de capital de risco para investidores qualificados sob forma titulada*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 21, 2005, pág. 9.e restante bibliografia indicada no artigo.

²⁶ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual Ob.Cit* pp. 667-670

²⁷ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual Ob.Cit* pp. 670-672

No que respeita à fasquia dos 50% dos direitos de voto, não se admite qualquer dispensa do dever, entendendo-se que quem detenha mais de metade dos direitos de voto, invariavelmente detém o domínio da sociedade²⁸.

A lei prevê, contudo, um conjunto de derrogações e hipóteses de suspensão desse dever, nos artigos 189.º e 190.º, respectivamente, que correspondem a excepções aos efeitos da delimitação positiva da obrigação de lançamento de OPA, com o objectivo de flexibilizar os efeitos de aplicação das previsões de obrigatoriedade

Além dos limiares que fundamentam o dever em questão, foi estabelecido um regime de contrapartida mínima norteado por imperativos mínimos, de imposição comunitária, através do artigo 4.º da Directiva das OPA.

Esse preço é balizado pelo artigo 188.º, que determina que a contrapartida da oferta obrigatória tenha, como referência mínima, o preço praticado pelo oferente ou por qualquer uma das pessoas que, em relação a este, estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta (cfr. alínea a)²⁹.

Da análise do regime jurídico aplicável à figura da OPA destacam-se, como objectivos essenciais, a defesa dos interesses dos accionistas minoritários e a protecção e garantia da transparência e do regular funcionamento do mercado mobiliário³⁰.

Estes desígnios são visíveis através da atribuição da possibilidade de saída da sociedade, verificada a probabilidade de alteração do controlo da mesma, garantindo-se aos chamados accionistas financeiros ou de mero investimento³¹ (vs accionistas empresários ou de controlo) a possibilidade de alienar as suas acções ou permanecer junto da nova

²⁸ De acordo com PAULO CÂMARA, *Manual Ob.Cit* pp. 696, o limiar de 50% dos direitos de voto resulta numa presunção inilidível de detenção do domínio.

²⁹ Sobre a *ratio* da existência de um preço mínimo, *vide* PAULO CÂMARA, *Ob.Cit* pp, 683-693

³⁰ Cfr. A.MENEZES CORDEIRO, *Ofertas Públicas de Aquisição* - in *Direito dos Valores Mobiliários*, pág.279

³¹ Aqueles para quem a participação social, mais do que representar a vontade de intervenção e participação na formação da vontade da sociedade, representa um investimento financeiro. Cfr. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEDIA, *Sociedades Comerciais*, Coimbra, 2003, pág.297; JOSÉ MARQUES ESTACA, *O destaque dos direitos de voto em face do CVM*, in *Estudos em honra do Professor Doutor José Oliveira de Ascensão*, Vol.II, Coimbra 2008, pp.1347-1364; PAULO LOPES MARCELO, *Ob. cit.* Pág..33

administração, caso optem por manter a sua participação social, constituindo, o seu principal interesse, a valorização das acções. A este argumento se aduzem razões de transparência face ao mercado e de segurança dos investidores, ao mesmo tempo que se possibilita a partilha do chamado prémio de controlo³², impedindo que alguém, através da aquisição de participações sociais representativas do capital com direitos de voto, se veja investido do controlo da sociedade, em desfavor dos accionistas minoritários, que podem ver o valor da sua participação social diminuído, em virtude da compressão do universo dos valores mobiliários sujeitos a negociação. Procura, assim, evitar-se que os accionistas que detém a maior percentagem de capital e direitos de voto obtenham um prémio adicional pela transferência da gestão e controlo da sociedade – os chamados *private benefits of control* -, em desfavor dos accionistas minoritários.³³

³² Sobre o prémio de controlo *vide* PAULO LOPES MARCELO, *Ob.Cit*, pág.55, notas 113 e 114

³³ Uma vez que, o propósito último do lançamento de oferta pública consiste na aquisição do controlo de determinada sociedade, o oferente procurará adquirir os valores mobiliários que lhe garantam esse controlo, designadamente através da aquisição das participações sociais dos accionistas maioritários que, justamente por conferirem o domínio, serão mais valiosas.

3. “Blindagem” de Estatutos

3.1. Limitações estatutárias ao exercício dos direitos de voto

O termo “blindagem” de estatutos refere-se, em sentido amplo, a qualquer medida de defesa contra a interferência de outros agentes, tornando mais duradouro o poder de gestão numa determinada sociedade aberta³⁴.

Existem várias técnicas e mecanismos de “blindagem”, sejam medidas defensivas no decorrer de uma OPA, sejam técnicas preventivas que podem consistir em medidas organizatórias, limitações aos direitos de voto, esquemas financeiros, entre várias outras possibilidades permitidas pelo legislador³⁵.

Atendendo ao âmbito do presente estudo, proceder-se-á, apenas, à análise do mecanismo de limitação estatutária ao exercício dos direitos de voto.

Esta limitação, permitida pelo direito societário português através da alínea b) do n.º 2 do artigo 384.º, determina que não sejam contados os votos emitidos pelo mesmo accionista, em nome próprio, ou em representação de outrem, acima de determinado limite. Este mecanismo altera as regras de contagem de votos em Assembleia-Geral, e faz com que sejam necessários mais de metade dos votos para obter o domínio da sociedade³⁶. Esta limitação pode revestir as mais variadas configurações³⁷, referindo-se a todas as acções, ou apenas a uma categoria determinada, não podendo, contudo, dirigir-se a accionistas determinados e concretos, respeitando o princípio da igualdade entre os sócios.

³⁴ Cfr. MENEZES CORDEIRO *Assembleia Geral: quórum, votos e maioria*, Almedina, 2009, pp.113-114; LOPES MARCELO, *A blindagem da empresa plurissocietária*, Almedina, 2002.

³⁵ Para uma análise mais detalhada sobre o tema da blindagem e estratégias de defesa no direito nacional vide MENEZES CORDEIRO, *Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Dezembro, Ano 54, III, 1994 pp. 761 e ss, *passim A OPA estatutária como Defesa contra tomadas hostis*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 58, I, 1998, pp. 133 e ss; PAULO LOPES MARCELO, *A blindagem da empresa plurissocietária*, Almedina, 2002; MENEZES LEITÃO, *As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil* in, *Separata do Volume VII do Direito dos Valores Mobiliários*, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra, 2007

³⁶ Cfr *Código Das Sociedades Comerciais Anotado*, COORDENAÇÃO ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, Almedina, 2009 pág. 948

³⁷ Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *ob.cit.*, pp.200-207

Configura, assim, uma medida estatutária de defesa preventiva contra OPA hostis, visando a consolidação do controlo³⁸ da sociedade nas mãos de um grupo de accionistas dominante.

O direito de voto, enquanto direito social, essencial à qualidade de sócio é um direito individual indispensável ao bom funcionamento da sociedade. Corresponde a um direito de participação, na formação das deliberações sociais, como resulta do disposto na alínea b) do n.º 1 do artigo 21.º³⁹. Nas palavras de PINTO FURTADO, o voto corresponde à *declaração final de vontade, de ciência ou de sentimento, emitida no âmbito de um processo deliberativo pelo titular do respectivo direito ou seu representante, a exprimir o sentido que a deliberação deve ter em função da proposta submetida ao sufrágio*⁴⁰⁴¹.

Tanto as restrições legais (cfr. alíneas do n.º 6 do artigo 384.º; n.º 4 do 384.º; artigo 341.º; n.º 3 do artigo 75.º todos do CSC), como as limitações convencionais ao exercício do direito de voto autorizadas por lei constituem uma derrogação do princípio capitalista de que a cada acção corresponde um voto, vertido no artigo 384.º, n.º 1 do CSC. De acordo com este princípio, o voto é expresso em função da fracção de capital detida por cada accionista, sendo o poder interno auferido pelos sócios, directamente proporcional à percentagem de capital social por eles detida⁴². Neste sentido, atendendo a que todas as acções têm o mesmo valor nominal, que não pode ser inferior a um cêntimo (cfr. artigo 276.º, n.º 1), a participação social de cada accionista dependeria do montante de capital subscrito.

Apresentam-se várias justificações para a adopção destas limitações por parte das sociedades abertas. Desde logo, destaca-se a sua eficácia como mecanismo protector contra o lançamento de OPA hostis, evitando o controlo por parte de uns, em detrimento de todos os outros, da gestão social da empresa. Funciona, pois, como *control*

³⁸ Controlo será aqui entendido enquanto possibilidade de exercício de influência dominante na gestão da sociedade.

³⁹ Para uma noção da natureza jurídica do direito de voto *vide* JORGE HENRIQUE DA CRUZ PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, Almedina 2005, pp. 51-56.

⁴⁰ PINTO FURTADO, *Deliberações dos Sócios - Comentário ao Código das Sociedades Comerciais* 2003, pág.101)

⁴¹ “*O voto é o modo de actuação através do qual o portador do direito de votar contribui para a realização do interesse social*” RODRIGO SANTIAGO, *Dois estudos sobre o Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 1987, pág.11

⁴² Cfr. ARMANDO TRIUNFANTE, *A tutela das minorias nas sociedades anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra 2004, pág.96

enhancing mechanism. No entanto, traz associado o risco de diminuição de liquidez às participações sociais em questão, podendo conduzir a uma decisão de não investir ou aumentar a participação⁴³. Favorecendo a dispersão das participações sociais, este tipo de disposições pode desencorajar a aquisição de um grande número de acções, por parte do mesmo accionista, que se verá privado do exercício, em Assembleia-Geral, dos direitos de voto que se encontrem abrangidos por esta limitação⁴⁴.

Por outro lado, a *ratio* desta medida pode encontrar-se na conformação das relações de poder entre os accionistas, assegurando maior independência ao Conselho de Administração, face à Assembleia-Geral e às variações ao nível da estrutura accionista⁴⁵.

Pode, também, este mecanismo representar uma forma financiamento para a sociedade, promovendo a entrada de novos sócios e o correspondente capital sem, no entanto, lhes atribuir poder de controlo na sociedade e sem alterar, de forma drástica, a realidade social e as relações internas de poder, estando o exercício do direito de voto limitado a um certo limite de acções⁴⁶.

O valor das acções está dependente, em grande medida, da capacidade de quem detém o poder na sociedade e, por via da lei, é a Assembleia-Geral quem designa os administradores da sociedade (cfr. artigo 391.º CSC). Neste sentido, as participações sociais e o exercício do direito de voto afiguram-se de extrema importância na vida da sociedade, podendo influenciar, directamente, o seu valor de mercado.

Questão relevante, levantada por ORLANDO GUINÉ⁴⁷, prende-se com a possibilidade ou não de estabelecer um limite de tal forma baixo, que o accionista se veja privado do exercício efectivo do seu direito de voto, tendo em atenção que o pacto social pode estipular um número mínimo de votos para participar em Assembleia-Geral.

⁴³ Cfr. PAULO LOPES MARCELO, *Ob.Cit*, pp.46-47

⁴⁴ Cfr. ARMANDO TRIUNFANTE, *A tutela das minorias nas sociedades anónimas – Direitos Individuais*, Coimbra 2004, pp. 95-109); PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, 20017 pp 280-286

⁴⁵ Apontam-se razões de ordem técnica e eficiência na gestão da sociedade. Cfr PAULO LOPES MARCELO, *Ob.Cit*, pág.67

⁴⁶ Cfr. MENEZES LEITÃO *Ob.Cit*.

⁴⁷ *Ob.Cit*, pág. 54

Concorde-se, ou não, com o mérito deste tipo de soluções, a verdade é que as denominadas “blindagens” de estatutos são utilizadas, quer no direito nacional, quer em diversos sistemas estrangeiros.

Este tipo de mecanismos configura, desde logo, um desvio ao princípio da proporcionalidade entre o capital e o controlo, princípio de *corporate governance* que constitui uma peça fundamental no moderno direito europeu das sociedades, como se infere do disposto no Relatório Winter⁴⁸, *proportionality between ultimate economic risk and control means that share capital which has an unlimited right to participate in the profits of the company or in the residue on liquidation, and only such share capital, should normally carry control rights, in proportion to the risk carried*. Assim, preconiza-se a existência de uma equilibrada correspondência entre o capital que suporta o risco e aquele que detém o controlo⁴⁹.

Destacam-se, ainda, a este propósito, as recomendações da OCDE, de acordo com as quais, os mercados devem funcionar de forma transparente e eficiente, não devendo as medidas defensivas contra OPA hostis funcionar como um mecanismo de defesa contra a responsabilização do *management* da empresa – (*OECE Principles of Corporate Governance, Section II, E*)⁵⁰

Neste sentido, a adopção de medidas defensivas poderá ter resultados económicos para as empresas, verificando-se dois efeitos: (i) o efeito no preço, de acordo com o qual o custo final da oferta tende a subir quando as empresas adoptam medidas defensivas, o que faz perder o interesse dos investidores, que optarão por empresas que não adoptam esse tipo de medidas; (ii) e o efeito na disciplina⁵¹ uma vez que, protegidas por medidas defensivas, as administrações tenderão a ser menos eficientes na gestão da actividade, menos susceptíveis que são de ser responsabilizadas pelos accionistas, apontando-se, como um dos efeitos da OPA, o efeito disciplinador das administrações.⁵²

⁴⁸ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, 2002, pág.3.*

⁴⁹ PAULO CÂMARA, *Manual, Ob.Cit.* pág. 629.

⁵⁰ Disponível em <http://www.oecd.org>

⁵¹ Cfr MENEZES LEITÃO, *As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil* in, Separata do Volume VII do *Direito dos Valores Mobiliários*, Instituto dos Valores Mobiliários, Coimbra, 2007 pág.65

⁵² Destaca-se, contudo, a existência de estudos, quer na Europa, quer nos EUA (onde a actividade ao nível das OPA é bastante intensa) de acordo com os quais o impacto destas medidas não será significativo, quer

Não obstante as recomendações quanto à plena vigência do princípio da proporcionalidade entre propriedade e controlo, este princípio deve ser conjugado com o princípio da autonomia das sociedades no que respeita à conformação da sua estrutura organizativa – *inherent right to self organization*. Se é certo que existem normas imperativas quanto à organização e funcionamento das sociedades com o capital aberto ao investimento público, especialmente pelo carácter limitado da sua responsabilidade e consequente preocupação com o público que com elas contacta⁵³, é-lhes, contudo, dada uma margem de liberdade, permitindo certo tipo de estipulações estatutárias, entre as quais se inclui a possibilidade de limitação do exercício de direitos de voto.

Por fim, importa referir que não existe um modelo óptimo ou um sistema puro de adopção entre o princípio *one share one vote* e o direito das sociedades de livremente conformar a sua estrutura organizatória. Verifica-se a coexistência destas duas realidades, expectavelmente num nível que permita o reforço dos direitos dos accionistas, maximizando a eficiência e o valor das empresas⁵⁴.

3.2. A utilização de sistemas de limitação dos direitos de voto no direito português

3.2.1. A realidade empresarial no PSI-20

A utilização de mecanismos de “blindagem” de estatutos, limitando o exercício de determinados direitos, nomeadamente de voto, poderá conduzir à desvalorização das acções, prejudicando o investimento dos accionistas, como anteriormente referido⁵⁵. No entanto, é um mecanismo utilizado por quatro empresas do PSI-20, principal índice de referência nacional.

no valor de mercado da empresa, quer no sucesso da operação – JEFFREY N.GORDON, *An american perspective on Anti-Takeover Laws in the EU* in GUIDO FERRARINI, KLAUS.H.HOPT, JAAP WINTER, EDDY WYMEERSCH *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, 2004

⁵³ Cfr. MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, Almedina, 2007; PAULO OLAVO CUNHA, *Ob.Cit.*

⁵⁴ Cfr. O estudo *Proportionality Between Ownership and Control in EU listed companies*, que atesta a coexistência destes dois princípios nas várias legislações utilizadas.

⁵⁵ Destaca-se, a título de exemplo a valorização dos títulos da CIMPOR, aquando da antecipação de possível “desblindagem” dos estatutos, em 2000 e a subida na cotação das acções da BRISA quando anunciou a “desblindagem” em 2001 – Cfr. PAULO LOPES MARCELO *Ob.Cit.*, pág. 22

No capítulo seguinte analisar-se-ão, de forma necessariamente sucinta, atendendo ao âmbito do presente estudo, as limitações estabelecidas nos contratos das sociedades em questão.

3.2.2. Análise de casos tipo ilustrativos dessa realidade

3.2.2.1. EDP

A EDP, Energias de Portugal S.A (doravante EDP), é constituída por um capital social no valor de €3.656.537.715 (três mil seiscientos e cinquenta e seis milhões, quinhentos e trinta e sete mil setecentos e quinze euros), repartido entre duas categorias de acções:

- a) €2.936.222.980, correspondem a acções ordinárias, da categoria A;
- b) €720.314.735, correspondem a acções da categoria B, ou seja, às acções a reprivatizar, nos termos do n.º 4 do artigo 4.º.

Esta sociedade estipula, no seu contrato social (cfr. artigo 14.º), que às acções da categoria A se aplica uma limitação ao exercício dos direitos de voto, limitação essa que não se aplicará às acções da categoria B, enquanto se mantiverem na titularidade de entes públicos⁵⁶. De acordo com esta disposição, não serão considerados os votos inerentes à categoria A, emitidos por um só accionista, em nome próprio ou em representação de outrem, que excedam 5% da totalidade dos votos correspondentes ao capital social.

As figuras *infra* ilustram a estrutura accionista da empresa e a repartição do capital por geografias, através das quais podemos concluir que 34,6% do capital social se encontra disperso por accionistas cuja participação social é inferior a 0,9%. Pode, ainda, concluir-se que a limitação estatutária em questão afecta dois accionistas, a saber, a Caixa Geral de Depósitos, que detém uma participação social correspondente a 5,7% do capital social e a Iberdrola cuja participação social corresponde a 9,5% desse mesmo capital.

⁵⁶ Atente-se à especialidade desta empresa que integra ainda capitais públicos.

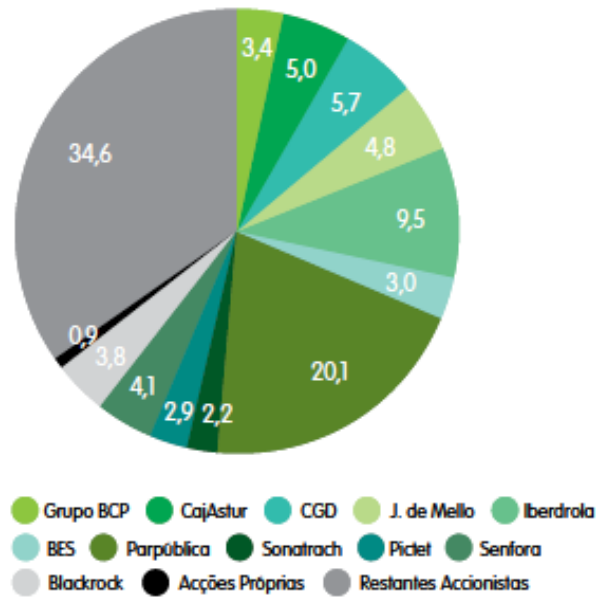


Figura 1 - Estrutura Accionista da EDP⁵⁷

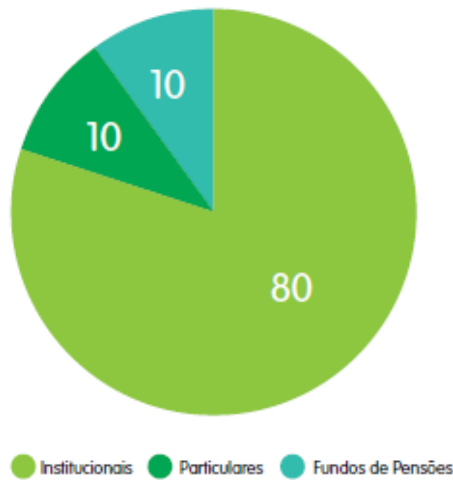


Figura 2 - Repartição Geográfica da Estrutura Accionista

A EDP declara, no seu relatório de Governo⁵⁸, respeitar a recomendação 1.3.1 da CMVM⁵⁹, de acordo com a qual as sociedades deverão prever que a cada acção, *i.e.* o

⁵⁷ Fonte: “Relatório e Contas 2009, Caderno Institucional do Governo da Sociedade e de Sustentabilidade, página 125”.

<http://www.edp.pt/pt/investidores/kitinvestidor/Kit%20Investidor%20%20Relatrio%20e%20Contas/Cap%20C3%ADtulo%20do%20Governo%20da%20Sociedade%202009.pdf>

⁵⁸ Disponível em

http://www.edp.pt/pt/investidores/assembleiasgerais/assembleiasanuais/2010/Assembleia%20Anual%202010/Ponto1_RC_EDP09_Cap04.pdf, pág. 116

princípio “*one share one vote*”, que se encontra vertido no artigo 14.º dos Estatutos. De acordo com o mesmo documento, constitui entendimento da Administração que a regra da proporcionalidade dos votos em relação ao capital social, deverá ser avaliada em termos relativos e não absolutos, correspondendo, a limitação prevista no artigo 14.º, à *expressão da vontade dos accionistas na tutela dos interesses específicos da sociedade* não sendo estes privados, ademais, de forma total, do direito de voto impedindo, apenas, o exercício dos votos que estejam acima do limite estabelecido.

Mais se afirma que a referida limitação não constituiu qualquer medida destinada a impedir o êxito de OPA, correspondendo a uma disposição que visa acautelar os interesses da sociedade, tutelando os interesses dos seus accionistas.

Como se verá, o limite estatutário imposto por esta empresa constitui o mais baixo das empresas que integram a presente análise.

3.2.2.2. Millenium BCP

O Millenium BCP, instituição bancária, constitui-se com um capital social no valor de €4.694.600.000 (quatro milhões, seiscentos e noventa e quatro mil, e seiscentos euros), integralmente realizado, a cada acção correspondendo o valor nominal de um euro.

Esta instituição inseriu, no artigo 16.º dos seus Estatutos, uma disposição que limita o exercício dos direitos de voto, quando emitidos por um só accionista a um limite de 20% do capital social, encontrando-se, nos números 14, 15 e 16 do mesmo artigo um complexo esquema de imputação dos direitos de voto, que remete para os mecanismos de imputação de direitos de voto contidos no artigo 20.⁶⁰.

Da análise da estrutura accionista do grupo, pode constatar-se que o capital social se encontra repartido por um total de 176.760 accionistas, correspondendo a participação social mais elevada - detida pela Sonangol - a um total de 10% dos direitos de voto.

A Administração considera que esta limitação constitui uma forma de garantir *aos pequenos e médios accionistas o direito a terem uma maior e efectiva influência em*

⁵⁹ Inserida no Código de Governo das Sociedades, 2010, alterado pelo Regulamento da CMVM n.º1/2010

⁶⁰ O contrato social do Millenium BCP encontra-se disponível em <http://www.millenniumbcp.pt/pubs/pt/grupobcp/quemsomos/contratodesociedade/>

*decisões que venham a ser submetidas à Assembleia-Geral*⁶¹. Afirma-se que a limitação tem como objectivo a restrição dos direitos dos grandes accionistas, salvaguardando a sociedade de aquisições hostis e garantindo aos pequenos accionistas maior representatividade do peso relativo mais significativo dos votos por si detidos.

Importa, ainda, referir que o Millennium BCP adoptou a disposição estatutária permitida pela alínea a) do n.º 2 do artigo 384.º do CSC, ao fazer corresponder, no n.º 3 do artigo 16.º, um voto a cada mil euros de capital. Apresentam-se, essencialmente, razões de ordem prática e eficiência em sede de Assembleia-Geral. Entende-se, ademais, que os direitos dos accionistas não saem, de forma alguma, prejudicados, uma vez que terão sempre a possibilidade de agrupar-se, de forma a participar nas deliberações sociais.

3.2.2.3. BPI

O Banco Português de Investimentos, (doravante BPI), com um capital social constituído por €760.000.000.000 (setecentos e sessenta milhões de euros) prevê, nos seus estatutos, uma dupla “blindagem”⁶², à semelhança do que se verifica no Millennium BCP.

O n.º 3 do artigo 12.º faz corresponder um voto a cada quinhentas acções considerando, a Administração, que esta disposição, motivada, essencialmente por razões de ordem prática procede à conjugação dos interesses dos accionistas em participar activamente na sociedade com o interesse do bom funcionamento da Assembleia-Geral que recomenda a participação de um número limitado de participantes⁶³.

Por outro lado, o n.º 4 do mesmo artigo determina que não sejam contados os votos emitidos por um só accionista, por si ou em representação de outrem, que excedam um total de 20% do capital social⁶⁴.

⁶¹ Manual de Políticas de Compliance, pp.306 e 307, disponível em <http://www.millenniumbcp.pt/pubs/pt/governacao/article.jhtml?articleID=612714>

⁶² O Contrato de sociedade do BPI encontra-se disponível em http://rep.bancobpi.pt/RepMultimedia/getMultimedia.asp?channel=Multimedia%20-%20RI%20-%20Informa%E7%E3o%20Obrig%20Investidores&content=20090422_Estatutos_BancoBPI_PT

⁶³ Relatório sobre o Governo do Grupo BPI, pág.247, disponível em http://bpi.bancobpi.pt/storage/download/ficheiro_pdf.640F4A5A-845E-4F54-8D36-748E734AF0C3.1.pt.asp?id=DE7E47BA-D93F-4FA1-A1E1-63266C0D14CC

⁶⁴ Este limite estatutário estabelecia-se, na versão original do pacto social em 12,5%, em 1999, sendo sucessivamente alterados para 17,5, em 2006 e 20% em 2009.

Justifica-se esta medida com o objectivo de *promover um quadro indutor de uma participação equilibrada dos principais Accionistas na vida da Sociedade, na perspectiva do interesse de longo prazo dos Accionistas.*

Da análise da estrutura accionista do BPI, verifica-se que o capital social se encontra disperso por 20.146 accionistas, afectando, a limitação ao exercício dos direitos de voto, apenas um accionista - o Grupo *La Caixa* - detentor de 30,1% do capital social, que vê a sua participação social limitada ao exercício de 20% dos votos correspondentes a esse capital.

3.2.2.4. PT

A Portugal Telecom, SGPS, S.A (doravante “PT”) é constituída por um capital social no valor de €26.895.375.000 (vinte e seis milhões, oitocentos e noventa e cinco mil trezentos e setenta e cinco euros), representado por acções correspondentes a duas categorias, à semelhança do que verificámos acontecer na EDP, empresa que acolhe, igualmente, capitais públicos. Nos termos do artigo 5º, as acções categoria A correspondem a capital detido pelo Estado sendo, as restantes, acções ordinárias⁶⁵.

À semelhança do que acontece nas sociedades anteriores, a PT estabelece dois mecanismos que configuram “blindagens” de estatutos.

O n.º 5 do artigo 13.º faz corresponder um voto a cada 500 acções representativas do capital social. Nos termos do n.º 10 do mesmo artigo, não são contados os votos emitidos pelo mesmo accionista, por si ou representação de outrem, que excedam um limite de 20% do capital social. O n.º 11 remete para o CVM quanto às técnicas de imputação dos votos.

Da análise da estrutura accionista da PT (figura 3), constata-se que o capital se encontra disperso geograficamente por vários continentes, encontrando-se, maioritariamente, concentrado em Portugal (36%).

⁶⁵ Os estatutos da PT estão disponíveis em http://www.telecom.pt/NR/rdonlyres/8DB5C914-8B0B-4166-BD4E-BC0A39DF1AB0/1451297/ESTATUTOS11mar2010_p.pdf

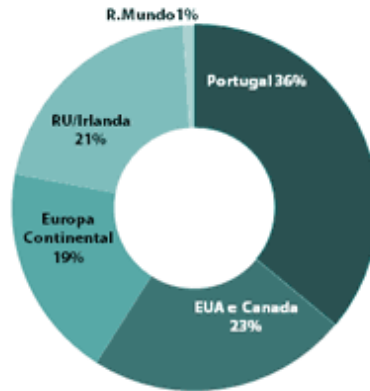


Figura 3 - Distribuição Geográfica das Participações Qualificadas⁶⁶

Através das informações prestadas aos investidores, pode afere-se que o maior accionista da PT é, actualmente, a *Capital Research and Management*, detentora de uma participação social correspondente a 10,09% dos direitos de voto, logo seguida pelo Grupo Espírito Santo, S.A. detentor de participação social correspondente a 10,03% dos direitos de voto, sendo os únicos accionistas afectados pela limitação em questão.

⁶⁶ Fonte
<http://www.telecom.pt/InternetResource/PTSite/PT/Canais/Investidores/Grupo/ParticipacoesQualificadas/partqual.htm>

4. A imputação dos direitos de voto

4.1. O artigo 20.º do CVM: regras de imputação de votos

Do que foi anteriormente referido a propósito do regime da OPA obrigatória resulta, como traço fundamental, que o dever de lançamento de OPA se constitui na esfera jurídica daquele que adquira o domínio de determinada sociedade aberta. Neste sentido, o que deve entender-se por situação de domínio, reveste importância fundamental.

De acordo com o regime vertido no CVM, o domínio adquire-se em virtude da detenção de uma participação qualificada que, por sua vez, se afere através dos mecanismos de imputação de direitos de voto previstos no artigo 20.º.

Assim, pode afirmar-se que a relação de domínio surge intimamente ligada à imputação de direitos de voto⁶⁷.

Recorrendo à análise do artigo 20.º, descortina-se a existência de duas situações em que se verifica a existência de domínio sobre determinada sociedade. Desde logo, existe domínio por parte daquele que detém, directamente, a titularidade dos direitos de voto correspondentes ao capital social. Por outro lado, considera-se que determinada entidade detém, ainda, o domínio, se puder determinar a forma como os titulares dos direitos de voto exercerão esses mesmos direitos. Daqui resulta que não é necessário, para configurar uma situação de domínio, a titularidade de direitos de voto na sociedade visada, bastando a atribuição, a um terceiro, do poder para determinar o sentido de voto dos titulares desse direito⁶⁸.

Nas suas várias alíneas, o artigo 20.º recorre à utilização de ficções legais que têm, na sua base, *um perigo de influência no exercício do direito de voto que, perante o concreto júízo substantivo, não pode ser refutado*⁶⁹. O regime contido neste artigo assenta instituído na utilização de elementos objectivos, em função dos valores mobiliários em questão, como é o caso das alíneas a), e) e f) e, em elementos

⁶⁷ Cfr. Entre nós OSÓRIO DE CASTRO *Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º.7, 2000 pp. 163-193; PAULA COSTA E SILVA, *Domínio de Sociedade Aberta e Respectivos Efeitos*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. V, Coimbra, 2004, pp. 333-342; PAULO CÂMARA, *Ob.Cit*, pp.550-559; HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, 2008; PAULO LOPES MARCELO, *Ob.Citada*, pp.34-38

⁶⁸ Cfr. PAULA COSTA E SILVA, *Ob.Cit*, pág.334

⁶⁹ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual Ob.Cit*, pág.552

subjectivos, fazendo depender a imputação dos direitos de voto da qualidade de detentor dos valores mobiliários. Será o caso das alíneas c) e d).

Não se procederá à análise exaustiva de todas as situações de imputação contidas no artigo 20.º, identificando-se, apenas com OSÓRIO DE CASTRO⁷⁰, que as diversas situações previstas nas alíneas do artigo 20.º podem ser agrupadas em três grupos, consoante a imputação assente na especial relação entre as entidades em questão (cfr. alíneas b) e d); na relação estabelecida entre duas entidades assente nos concretos direitos de voto (cfr. alíneas a) e f)) e, por fim, a relação entre as entidades em questão assente na celebração de acordos quer para o exercício dos direitos de voto, quer para a aquisição dos valores mobiliários que confirmam direito ao seu exercício.

Desta forma, conclui-se⁷¹ que a finalidade dos mecanismos de imputação previstos no artigo 20.º corresponde à imputação, ao participante, dos direitos de voto cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou susceptível de ser influenciável.

A configuração de uma determinada situação como atribuindo o domínio de determinada sociedade aberta importa, como anteriormente referido, a constituição, na esfera jurídica do titular do domínio, do dever de lançamento de OPA, de acordo com o artigo 187.º, bem como a constituição de deveres de informação e comunicação, nos termos do artigo 16.º.

Assim, verifica-se que o artigo 20.º cumpre dois propósitos: aferir os deveres de comunicação dos titulares de participações qualificadas, e apurar se um determinado accionista atingiu, ou não, os limites que fundamentam o dever de lançamento de OPA obrigatória. Embora com o mesmo fim imediato – apurar em votos, a dimensão das participações sociais – o artigo 20.º representa a mesma solução para duas situações diversas⁷².

Por outro lado, além dos critérios formais de aferição do domínio, determinados por referência à detenção de determinada percentagem dos direitos de voto, o legislador, introduz, no artigo 21.º, um critério de ordem substancial, atendendo ao domínio de

⁷⁰ Cfr, CARLO OSÓRIO DE CASTRO, *Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n.º.7, 2000 pp. 192-193

⁷¹ Cfr. OSÓRIO DE CASTRO, *Ob.Cit* pág.166

⁷² HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e Imputação dos direitos de voto*, pp-60-65

base substancial, recorrendo ao conceito de influência dominante, demonstrando que o regime estabelecido procura atender à realidade económico-social⁷³. À luz do disposto neste artigo, que utiliza o conceito de *influência dominante* utilizado no âmbito do direito societário (cfr. artigo 486.º, n.º 1 do CSC), esta existe quando, para além da detenção da maioria dos direitos de voto (cfr. alínea a)) a pessoa (colectiva ou singular) possa determinar a vontade juridicamente relevante da sociedade (cfr. alínea b)) ou, ainda, proceder à escolha dos órgãos sociais da mesma (cfr. alínea c)). Por outro lado, uma determinada situação configurar-se-á como de influência dominante, quando é genérica, e assente em *instrumentos com carácter jurídico-societário*, não bastando a mera factualidade ou circunstancialidade da mesma⁷⁴.

Assim, concluímos que uma situação de domínio, aferida através dos mecanismos de imputação dos direitos de voto contidos no artigo 20.º, essencialmente de ordem formal, preenchidos com o critério substancial de influência dominante, preenchido pelo artigo 21.º, de fonte societária, se traduz na possibilidade de instrumentalização da vontade colectiva.

4.2. Os limiares que fundamentam o dever de lançamento de OPA e as regras de contagem de votos

O dever de lançamento de OPA constitui-se na esfera daquele que ultrapasse, nos termos do artigo 187.º, a fasquia de um terço ou metade dos direitos de voto de determinada sociedade aberta, sendo esses votos apurados com recurso aos mecanismos de imputação do artigo 20.º, através dos conceitos de domínio e influência dominante.

O problema coloca-se quando, a sociedade em questão, adoptou uma cláusula estatutária de limitação dos direitos de voto – “blindagem” estatutária.

Nestes termos, uma vez que os votos emitidos por um determinado accionista, por si ou como representante de outrem, serão contados apenas até um certo limite (normalmente inferior a qualquer um destes limiares) coloca-se a questão de saber se o accionista em relação ao qual são imputados os direitos de voto relativos aos limites percentuais impostos pelo CVM estará, efectivamente, obrigado ao lançamento de OPA. A questão

⁷³ Cfr. PAULA COSTA E SILVA, *Ob.Cit*, pp. 337-339

⁷⁴ Para uma análise mais detalhada do conceito de influência dominante e respectivo âmbito *vide* OSÓRIO DE CASTRO, *Ob.Cit* pp. 173-175.

prende-se com o facto de este, em virtude da limitação imposta, não poder exercer os direitos de voto em relação aos valores mobiliários que excedam os limites em questão.

À luz do regime instituído no CVM, a aferição da percentagem de direitos de voto inerentes à participação social far-se-á através do coeficiente entre os direitos de voto que constituem essa participação e a totalidade dos direitos de voto inerentes às acções emitidas pela sociedade que se integrem na mesma categoria. Neste sentido, o cálculo dos direitos de voto será determinado pelo número de votos detidos por um determinado accionista (numerador), por contraposição com o número total de acções emitidas por determinada sociedade (denominador)⁷⁵.

O problema coloca-se quando existem situações em que a correspondência entre o número de votos detido e a percentagem, no universo de votos emitidos pela sociedade, não é exacta, em resultado da afectação do numerador, ou do denominador da equação.

Como situações especiais, em que ao número de acções ou outros valores mobiliários susceptíveis de conferir direitos de voto ao seu titular, não corresponde o mesmo número de votos, podem apontar-se dois conjuntos de situações. O primeiro conjunto corresponde às situações em que a dissociação apontada é imputável à sociedade, como é o caso da aquisição de acções próprias; emissão de acções preferenciais sem direitos de votos e limitações ao exercício dos direitos de voto. Neste caso, todas as participações, na respectiva proporção são atingidas, aumentando o poder dos votos inerentes às respectivas participações sociais, como consequência da existência de uma determinada parcela do capital cujos direitos de voto se encontram suspensos⁷⁶. Neste caso, seria o denominador, ou seja o universo de votos emitido pela sociedade, a sofrer alteração. O segundo conjunto de situações diz respeito aos casos em que os direitos de voto se encontram suspensos em virtude da conduta do accionista, como é o caso do disposto no artigo 192.º do CVM, no n.º 4 do artigo 384.º e no 75.º n.º 3 do CSC ou de uma situação de conflito de interesses, como é o caso das alíneas do n.º 6 do artigo 384.º do CSC. Nestes casos, será já o numerador a sofrer variações sendo, no entanto, os votos em questão tidos em conta para aferição da ultrapassagem dos limiares que

⁷⁵ Assim, num universo de um milhão de acções emitidas por determinada sociedade aberta, um accionista que detenha 250 mil acções, terá uma participação social de 20%. Sobre as regras de contagem de voto, *vide* MENEZES CORDEIRO, *Assembleia-Geral Cit.* pp. 118-119

⁷⁶ Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e Imputação dos direitos de voto*, pág. 60

obrigam ao lançamento de OPA, conforme resulta do n.º 5 do artigo 187.º, de forma a que este não beneficie da transgressão uma vez que a potencialidade do seu exercício se prende, unicamente, com a actuação do accionista⁷⁷.

Posto isto, a questão que se coloca é a seguinte: devem os votos cujo titular se encontra inibido de exercer, em virtude de uma limitação estatutária ao exercício desses direitos, ser contabilizados para efeitos de lançamento de OPA obrigatória?⁷⁸

A questão não se afigura de resposta simples, adiantando-se, desde já, que o entendimento da CMVM nesta matéria, tem sido o de manter o dever de lançamento de OPA para os titulares de participações sociais que ultrapassem os limiares estabelecidos no artigo 187.º, independentemente de qualquer limitação estatutária ao exercício dos direitos de voto que integram as respectivas participações. Vejamos.

De acordo com o ponto 12 do preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, que aprova o CVM, para aferição de situação de domínio, *passaram a ser considerados apenas os direitos de voto efectivos no cômputo da posição de domínio do potencial oferente*. Da análise do disposto, poderia pensar-se que seriam apenas contabilizados, como pertencentes à esfera jurídica de determinado accionista, apenas os direitos de voto que este pudesse, efectivamente exercer, o que não será manifestamente o caso dos votos que ultrapassem o limite estatutário definido para o seu exercício. No entanto, coloca-se a questão de saber se o denominador da equação, *i.e.* o universo dos votos emitidos pela sociedade não será também afectado pela limitação em questão⁷⁹. Isto é, deverá contabilizar-se apenas o total de direitos de voto disponíveis?

À luz do direito anterior, em especial atendendo ao disposto na aliena e) do n.º 1 do artigo 529.º, parece poder responder-se de forma afirmativa a esta questão. Ao abrigo deste normativo, constituíam casos de dispensa do dever de lançamento de OPA as situações em que um determinado sujeito se visse constituído nessa obrigatoriedade em virtude da redução dos direitos de voto, quer actuais, quer potenciais, correspondentes

⁷⁷ Cfr. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Comerciais*, Coimbra, 2003, pág.338

⁷⁸ Conforme refere JORGE BRITO PEREIRA, *Ob.Cit.*, pág.203 serão relevantes, para efeito da conexão com o regime da OPA obrigatória, as limitações aos direitos de voto realizadas por referência aos votos correspondentes ao capital social

⁷⁹ Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *Ob.Cit.*, pág.204

ao universo de votos emitidos pela sociedade, vindo o peso da sua participação aumentar, em virtude dessa redução⁸⁰.

À luz do actual regime, o artigo 20.º constitui a peça fundamental, determinando a quem são imputados os direitos de voto conferidos pelos valores mobiliários em questão.

Da análise realizada no capítulo anterior, constata-se que a redacção deste artigo toma em consideração situações actuais e potenciais sendo, contudo, imputados votos às acções, relevando aquelas às quais são inerentes direitos de voto, não interessando se estes estão ou não suspensos.

Procedendo à análise sistemática do regime constata-se que, quer o artigo 16.º, quer o artigo 187.º, remetem para o artigo 20.º, a aferição da detenção de participações qualificadas por referência ao capital social. Querirá isto dizer que os direitos de voto se calculam com base na totalidade das acções com direito de voto, desconsiderando a sua eventual suspensão. Têm-se, assim, em conta, os direitos de voto inerentes à totalidade das acções representativas do capital da sociedade, ainda que existam votos cujo exercício esteja suspenso, quer sejam inerentes a acções detidas pela sociedade ou outros accionistas⁸¹.

Por outro lado, e no que toca à matéria das OPA diz respeito, uma vez que o dever do seu lançamento pressupõe e assenta no domínio sobre a sociedade, o qual só é possível através do exercício de direitos de voto, parece imprescindível que os direitos de voto existam e possam efectivamente ser exercidos. Este argumento poderia justificar uma diferença de regime face ao artigo 16.º, uma vez que, como anteriormente referido, apesar de a finalidade do artigo 20.º e dos mecanismos de imputação de participações qualificadas aí contidos ser a mesma, a *ratio* dos dois regimes que procedem à remissão é distinta. Com HUGO MOREDO SANTOS, podemos considerar existir, no artigo 16.º, uma intensidade de imputação mais forte, considerando que se trata de obrigações de informação, que se afiguram de extrema importância para os investidores. Na verdade, aceitar que a titularidade de acções implicaria a imediata imputação de direitos de voto ao accionista, para efeito de lançamento de OPA obrigatória, conduzirá à conclusão de

⁸⁰ Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, *Ob.Cit.*, pág.205

⁸¹ Cfr HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e Imputação dos direitos de voto*, pp-60-65

que poderá alguém dominar a sociedade sem, no entanto, controlar o exercício dos direitos de voto inerentes às suas acções⁸².

Por outro lado, defende ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, que *o universo a ter em conta para o cálculo destas participações corresponde aos votos possíveis, não se contando as acções preferenciais sem direito de voto, enquanto não conferirem esses direitos, as acções detidas pela própria sociedade, e os votos que excedam os limites para o seu exercício, impostos pela sociedade*⁸³.

Parece ainda resultar do regime legal que, em caso de suspensão, os direitos de voto estarão apenas temporariamente indisponíveis, não deixando, por esse motivo, de existir. Assim, sendo inerentes às acções, e desde que o seu exercício não haja sido transferido para terceiro, parece inequívoco que os direitos de voto são directamente imputados ao titular, sendo a imputação independente da existência de situações que determinem a suspensão de direitos de voto ou o efectivo exercício destes direitos, não relevando, assim, situações de inibição temporária de exercício⁸⁴. E, a ser assim, e em virtude da remissão legal do artigo 187.º para as regras de imputação de votos contidas no artigo 20.º, para aferir da posição de domínio de um determinado accionista face à sociedade, parece ter de admitir-se que, mesmo em caso de o exercício dos direitos de voto, por um accionista, estar limitado a uma certa percentagem do capital social, ele sempre será titular desses direitos de voto, que se encontram suspensos, *rectius*, limitados, não se verificando qualquer exclusão desses mesmos direitos.

Ademais, em virtude da dispensa do dever de lançamento de OPA para o accionista que prove não deter o domínio da sociedade, ainda que detenha um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social, aliado à possibilidade de derrogação deste dever, instituída pelo artigo 189.º descortina-se, no espírito do legislador, uma especial atenção à realidade empresarial e às especificidades de cada sociedade⁸⁵. Neste sentido, um determinado accionista que detenha mais de um terço dos direitos de voto, mas em virtude de uma limitação estatutária, apenas possa exercer direitos de voto até ao limite

⁸² Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Ob.Cit.*, pág. 65

⁸³ ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Ob.cit.* pág. 338

⁸⁴ Refere PAULO LOPES MARCELO, *Ob.Cit.*, pág. 67, que o que se verifica é uma compressão do valor mobiliário, do ponto de vista subjectivo, continuando a existir o direito de voto.

⁸⁵ Procura, assim, evitar-se que uma severidade excessiva no regime das OPA resulte na paralisação do mercado de controlo accionista, como refere PAULO CÂMARA, *Manual Ob.Cit.* pág. 694.

de 10%, terá a possibilidade, face ao disposto no n.º 2 do artigo 187.º, de fazer prova de que não exerce o domínio sobre a sociedade.

Por outro lado, não deixa de causar estranheza que um accionista que se veja privado do exercício da totalidade dos direitos de voto conferidos pela sua participação social, seja instituído no dever de lançamento de OPA obrigatória, pela totalidade desses direitos de voto ou, em alternativa, tenha o ónus de provar que não detém o domínio da sociedade, em virtude da limitação imposta no pacto social da mesma.

Assim, parece resultar, em face da realidade sócioeconómica subjacente ao funcionamento das sociedades que adoptam mecanismos de “blindagem” estatutária, que a solução poderia passar por não ser aplicável, ao accionista que seja afectado por uma limitação ao exercício dos direitos de voto, os limites que instituem a obrigatoriedade de lançamento de OPA obrigatória. Aquando da retirada deste mecanismo, seria automaticamente o accionista obrigado ao lançamento de OPA, uma vez que, sem a limitação em questão, verificar-se-iam os pressupostos que instituem a obrigatoriedade deste mecanismo.

Concluimos, contudo, que atendendo ao espírito do legislador e a todo o regime aplicável à OPA obrigatória, as limitações estatutárias ao exercício dos direitos de voto não alteram as regras de imputação de direitos de voto instituídas no artigo 20.º e, conseqüentemente, as regras de contagem de votos para aferição da ultrapassagem dos limiares que fundamentam o dever de lançamento de OPA obrigatória devendo, efectivamente, estes votos ser contabilizados por referência ao capital social.

5. Conclusões

1. A OPA consiste numa proposta contratual dirigida ao público para compra ou troca de valores mobiliários, tendo como objecto fundamental a aquisição de acções, de obrigações e de outros valores mobiliários, mediante o pagamento de um determinado preço, que possam assegurar o controlo de determinada sociedade aberta.
2. O regime da OPA obrigatória, previsto nos artigos 187.º e seguintes do CVM, resulta de várias alterações legislativas, sendo fortemente influenciado pelo direito de comunitário.
3. O dever jurídico de lançar uma OPA, nos termos do artigo 18.7º, constituir-se-á na esfera jurídica dos titulares de participações qualificadas, que ultrapassem as fasquias impostas no artigo 187.º, n.º 1, sendo essas participações aferidas recorrendo às técnicas de imputação contidas no artigo 20.º. Constitui, assim, um meio legitimador de uma aquisição já consumada.
4. O escopo do regime aplicável à OPA obrigatória assenta nos desígnios de protecção dos accionistas minoritários contra situações de alteração no controlo da sociedade, conferindo-lhes a possibilidade de alienar as suas participações sociais ao mesmo preço que os accionistas que integram o bloco de controlo, beneficiando da partilha do prémio de controlo e na garantia da transparência e do regular funcionamento do mercado mobiliário.
5. As limitações estatutárias ao exercício dos direitos de voto, autorizadas pelo direito societário (cfr. artigo 184.º, n.º 2), constituem um desvio ao princípio da proporcionalidade entre a propriedade e o controlo de sociedades com o capital disperso, correspondendo a um *control enhancing mechanism*.
6. O seu acolhimento por sociedades abertas poderá apresentar finalidades e configurações distintas, sendo utilizado, em Portugal, por quatro das maiores empresas que integram o PSI-20.

7. Destaca-se, quanto à realidade empresarial portuguesa, a adopção de uma percentagem de 5% do capital social (EDP), como limite mais reduzido de exercício de direitos de voto.
8. O dever de lançamento de OPA constitui-se na esfera jurídica daquele que adquire o domínio de determinada sociedade aberta, por referência aos mecanismos de imputação contidos no artigo 20.º.
9. O legislador, além dos critérios formais de aferição do domínio estabelecidos no artigo 20.º, introduz um critério de ordem substancial, recorrendo ao conceito de influência dominante, no artigo 21.º, por referência à possibilidade de determinar a vontade juridicamente relevante da sociedade e/ou eleger e/ou destituir os membros dos órgãos sociais.
10. As situações em que existe “blindagem” de estatutos, através da limitação do exercício de direitos de voto, implicam a alteração na correspondência entre o número de votos detido e a percentagem do capital social, no universo de votos emitidos pela sociedade.
11. À luz do disposto no artigo 187.º, que determina a ultrapassagem dos limites de um terço ou metade dos direitos de voto, para efeitos do dever de lançamento de OPA, por referência ao capital social, parece poder inferir-se que a limitação estatutária do exercício dos direitos de voto não alterará o universo dos votos em relação aos quais serão computadas as participações qualificadas nos termos do artigo 20.º.
12. Da análise sistemática do regime aplicável à OPA obrigatória resulta que, sendo inerentes às acções e, desde que o seu exercício não haja sido transferido para terceiro, os direitos de voto serão directamente imputados ao titular não relevando, assim, situações de inibição temporária do seu exercício.
13. Não obstante a limitação do exercício dos direitos de voto a uma certa percentagem do capital social, o accionista não vê excluídos os seus direitos de voto, mantendo a sua titularidade.

14. Os mecanismos de prova negativa do domínio (cfr. n.º 3 do artigo 187.º), derrogação (cfr. artigo 189.º) e suspensão (cfr. artigo 190.º) do dever de lançamento de OPA, demonstram a preocupação do legislador com a realidade material subjacente das sociedades abertas.
15. Não obstante pudesse revelar-se uma solução mais ajustada à realidade socioeconómica subjacente ao funcionamento das sociedades que adoptam mecanismos de “blindagem” estatutária, a imposição do dever de lançamento de OPA para o accionista que se veja afectado pela limitação ao exercício dos direitos de voto apenas aquando da retirada deste mecanismo, a verdade é que o sistema português parece assentar no dever de lançamento de OPA independentemente da existência de mecanismos que possam alterar a correspondência exacta entre os votos detidos por determinado accionistas, em virtude da sua participação social, com o capital social da sociedade em questão.
16. Conclui-se, assim, que as limitações estatutárias ao exercício dos direitos de voto não alteram as regras de imputação de direitos de voto instituídas no artigo 20.º e, conseqüentemente, as regras de contagem de votos para aferição da ultrapassagem dos limiares que fundamentam o dever de lançamento de OPA obrigatória devendo, efectivamente, estes votos ser contabilizados por referência ao capital social.

6. Bibliografia

- (Coord.) António Menezes Cordeiro. *Código das Sociedades Anotado*. Almedina, 2009.
- Abreu, Jorge Manuel Coutinho de. *Governança das Sociedades Comerciais*. Almedina, 2006.
- Almeida, António Pereira de. *Sociedades Comerciais*. Coimbra Editora, 2003.
- Brealey, Richard. A, e Stewart C. Myers. *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill, 2000.
- Caeiro, António. *A exclusão estatutária do direito de voto nas sociedades por quotas in Temas de Direito das Sociedades*. Coimbra, 1984.
- Câmara, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Almedina, 2009.
- *Os modelos de governo das Sociedades Anónimas in A reforma do Código das Sociedades Comerciais; Jornadas em Homenagem ao Professor Raúl Ventura*. Almedina, 2007.
- Castro, Carlos Osório de. *A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários*. Almedina, 2009.
- Coelho, Eduardo de Melo Lucas. *Formas de Deliberação e de votação dos Sócios - Problemas do Direito das Sociedades*. Almedina, 2000.
- Cordeiro, António Menezes. *A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis*. Revista da Ordem dos Advogados, Ano 58, I, 1998.
- . *Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa in* Revista da Ordem dos Advogados, Ano 54 III, 1994.
- *Manual de Direito das Sociedades, Volume II*. Almedina, 2007.
- *Ofertas Públicas de Aquisição - in Direito dos Valores Mobiliários*. LEX.
- *SA: Assembleia Geral e Deliberações Sociais*. Almedina, 2009.
- Cunha, Paulo Olavo. *Direito das Sociedades Comerciais*. Almedina, 2007.
- Esperança, José Paulo, e Pedro Leite Inácio. *Fusões e Aquisições - Escola de Pós-Graduação em Ciências Económicas e Empresariais*. Universidade Católica Portuguesa, 1996.

Ferrarini, Guido, Klaus J. Hopt, Jaap Winter, e Eddy Wymeersch. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford University Press, 2004.

Finanças, Ministério das. *Trabalhos Preparatórios do Código de Valores Mobiliários*. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 1999.

Furtado, Jorge Henrique da Cruz Pinto. *Deliberações de Sociedades Comerciais*. Almedina, 2005.

—. *Deliberações dos Sócios - Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*. Almedina, 2003.

Guiné, Orlando Vogler. *Da conduta (defensiva) da administração "Opada"*. Almedina, 2009.

Júdice, José Miguel, Maria Luísa Antas, António Artur Feereira, e Jorge Brito Pereira. *Ofertas Públicas de Aquisição - Legislação Comentada*. Semanário Económico, 1992.

Leitão, Luis Menezes. *As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostile in Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra, 2007.

LLD, Robert R Pennington. *Pennington's Company Law*. Butterworths, 1985.

Marcelo, Paulo Lopes. *A blindagem da empresa plurissocietária*. Almedina, 2002.

Pereira, Jorge Brito. *A OPA obrigatória*. Almedina, 1998.

Santiago, Rodrigo. *Dois Estudos sobre o Código das Sociedades Comerciais*. Almedina, 1987.

Silva, Paula Costa e. *Domínio de Sociedade Aberta*. Coimbra, 2004.

Solomon, Jill. *Corporate Governance and Accountability*.

Triunfante, Armando Manuel. *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas - Direitos Individuais*. Coimbra Editora, 2004.