



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Ofertas Públicas de Aquisição Obrigatórias:

Uma análise às alterações introduzidas pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro.

Frederico José Fernandes Ferreira Sousa e Silva

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2022



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Ofertas Públicas de Aquisição Obrigatórias:

Uma análise às alterações introduzidas pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro.

Frederico José Fernandes Ferreira Sousa e Silva

Orientadora: Professora Doutora Maria Daniela Farto Baptista Passos

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2022

"The first bomb, the first explosion, burst in our hearts."

Erich Maria Remarque, *"All quiet on the Western Front"*

*"The habit of committing far more time to learning and thinking than to doing is no
accident"*

Charlie Munger

*À minha Família e Amigos por tudo.
À Senhora Professora Daniela Baptista pela ajuda e bons conselhos.*

RESUMO

A presente dissertação visa analisar a oportunidade da revisão ao Cód.VM operada pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, no âmbito das Ofertas Públicas de Aquisição obrigatórias. Neste contexto, assume-se, como objetivo último descortinar as soluções e inovações constantes do novo normativo, decorrendo daqui a pertinência de uma análise atenta e comparativa que nos permita de forma crítica comentar as alterações introduzidas pela nova lei e ainda, de maneira fundamentada, refletir sobre as figuras e institutos com que nos iremos deparar.

Paralelamente, procedendo a uma apreciação sobre o regime da Aquisição Tendente ao Domínio Total, iremos examinar o impacto das alterações decorrentes da Lei n.º. 99-A/2021 sobre a figura da aquisição potestativa.

Palavras-chave: OPA obrigatória; técnica legislativa de exclusão da obrigatoriedade de lançamento da OPA; direito de *exit*; prémio de controlo; aquisição potestativa.

ABSTRACT

The present dissertation aims to analyse the opportunity of the revision of the Securities Code operated by Law n.º 99-A/2021, of December 31, in the scope of mandatory Takeover Bids. In this context, the ultimate objective of this dissertation is to unveil the solutions and innovations contained in the new legislation, hence the relevance of a careful and comparative analysis which will allow us to critically comment on the changes introduced by the new law and, in a reasoned manner, to reflect on the figures and institutes which we will encounter.

In parallel, proceeding with an appraisal of the regime of Acquisition Tending to Total Domain, we will examine the impact of the alterations arising from Law 99-A/2021 on the figure of compulsory acquisition.

Keywords: Compulsory takeover bid (OPA); legislative technique to exclude the obligation to launch a takeover bid; company exit rights; control premium; squeeze-out.

ÍNDICE

1. SIGLAS E ABREVIATURAS	2
2. INTRODUÇÃO	4
3. A IMPUTAÇÃO DOS DIREITOS DE VOTO	6
4. ALGUMAS NOTAS SOBRE O DEVER DE COMUNICAÇÃO	9
5. O REGIME DA OFERTA OBRIGATÓRIA	10
5.1 O Direito de Saída dos Sócios Minoritários	12
5.2 A Distribuição do Prémio de Controlo	14
6. A TÉCNICA LEGISLATIVA DE EXCLUSÃO DA OBRIGATORIEDADE DE LANÇAMENTO DA OPA:	17
6.1 Prova Negativa do Domínio	18
6.2 Derrogações	21
6.3 Suspensão	27
6.4 Substituição	28
7. A CONTRAPARTIDA: ANÁLISE DO ARTIGO 188.º	28
8. A AQUISIÇÃO POTESTATIVA ANTERIOR AO NOVO NORMATIVO: UMA EXPOSIÇÃO CRÍTICA	30
9. A AQUISIÇÃO POTESTATIVA CONFORME O NOVO NORMATIVO	35
10. CONCLUSÃO	38
11. BIBLIOGRAFIA	39
12. ANEXOS	43

SIGLAS E ABREVIATURAS

Ac. — Acórdão

Al. — Alínea

Als. — Alíneas

Art. — Artigo

Arts. — Artigos

Cfr. — Conferir

City Code — City Code on Takeovers and Mergers

CMVM — Comissão do Mercado e dos Valores Mobiliários

Cód.MVM — Código do Mercado dos Valores Mobiliários

Cód.VM — Código dos Valores Mobiliários

CRP — Constituição da República Portuguesa

CSC — Código das Sociedades Comerciais

DL — Decreto-lei

N.º — Número

N.ºs — Números

OPA — Oferta Pública de Aquisição

OPA's — Ofertas Públicas de Aquisição

P. — Página

Pp. — Páginas

§ — Parágrafo

% — Percentagem

ROC's — Revisores Oficiais de Contas

S.s. — Seguintes

T.C. — Tribunal Constitucional

Vd. — *Vide* (veja também)

V.g. — *Verbi Gratia* (por exemplo)

WpÜG. — Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

2. INTRODUÇÃO

Volvidos mais de 20 anos sobre a entrada em vigor do Cód.VM e apesar das várias alterações que sobre este incidiram, nomeadamente as respeitantes à transposição de diretivas e adaptação de regulamentos europeus, impunha-se como necessária uma revisão de fundo que continuasse a adensar a postura de simplificação e de harmonização europeia iniciadas em 1999. Duas décadas de maturação do Cód.VM permitiram que diferentes temáticas nele previstas tenham sido alvo do teste do tempo e da doutrina.

Assumia-se, assim, também, como mister, o aperfeiçoamento de certas soluções legais para que acompanhassem o desenvolvimento mobiliário presente, coadunando-se com a realidade através de uma atualização do normativo.

A Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, recheada de espírito inovador, vem no contexto das operações de mercado e não só, introduzir várias alterações, não sendo inusitado considerar que estamos perante um novo Código. No entanto, se algumas destas alterações são bem-vindas e oportunas, outras não o serão tanto, sendo que no âmbito da presente dissertação procuraremos, de maneira crítica e fundamentada, comentar a bondade dos preceitos introduzidos no Cód.VM revisto.

Na nossa exposição pretendemos versar sobre o regime das Ofertas Públicas de Aquisição obrigatórias, através de uma análise profunda e refletiva que compile e comente as modificações introduzidas pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, sendo que nos cingiremos a este tema – sem prejuízo de aludirmos a outros – motivados pela existência de correlações entre as OPA's obrigatórias e demais instrumentos e institutos jurídicos.

Começaremos, assim, por mencionar o regime da imputação dos direitos de votos, instrumental ao dever de lançamento da OPA, comentando ainda, brevemente, o dever de comunicação das participações qualificadas. Será apresentado, de seguida, o regime das OPA's obrigatórias, dando um especial destaque ao nosso ensaio sobre os seus fundamentos, nomeadamente o direito de *exit* e a repartição do prémio de controlo. Versaremos, também, sobre a técnica legislativa de exclusão da obrigatoriedade de lançamento da OPA, abordando e tecendo considerações críticas sobre os quatro institutos que a compõe, analisando sempre a sua evolução normativa. Finalizaremos a

análise ao regime dos artigos 187º e seguintes, com as apreciações devidas sobre a contrapartida atribuída pelo oferente aos destinatários da OPA. Por último, prosseguir-se-á, com uma exposição crítica sobre a aquisição potestativa tendente domínio total, no universo mobiliário, comparando o regime prévio à entrada em vigor da Lei n.º 99-A/2021, com o resultante desta.

Sendo o tema a abordar científico e de grande especificidade faz sentido que remetamos certas definições e circunlóquios teóricos para obras de base que confirmam essas explicações, permitindo-nos focar no comentário sobre a inovação trazida pela nova lei.

3. A IMPUTAÇÃO DOS DIREITOS DE VOTO

Nas palavras de Carlos Costa Andrade e Miguel Stokes, uma das maiores discussões doutrinárias que pulula no Cód.VM e certamente continuará, é a relativa ao “alcance da remissão efetuada pelo 187.º/1 do Cód.VM¹ que estabelece os limiares de direitos de voto que implicam a constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição – para o artigo 20.º daquele Código”.² Será, então, por aqui que iniciaremos a exposição e análise a que nos propomos.

Apesar das mudanças operadas pelo Cód.VM revisto no âmbito das participações qualificadas, com destaque para as da imputação de votos e deveres de comunicação que visaram prosseguir os objetivos de simplificação do regime e uniformização europeia, o regime da imputação de votos presente no art. 20.º mantém, com a reforma operada pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, o método unitário, extremamente próprio e identitário que o Cód.VM previu.³ Nas palavras que se mantêm atuais de Daniela Baptista trata-se de um “regime unificado de imputação de direitos de voto que se pretende capaz de evitar a «irritação» dos mercados, de clarificar o sentido dos conceitos utilizados e de afastar a desconfiança dos seus destinatários”⁴. Se no Cód.VM o art. 20.º era descrito por Carlos Osório de Castro como tendo a finalidade de “imputar ao participante os direitos de voto cujo exercício se considere por ele influenciado ou influenciável”⁵, o código revisto mantém esse espírito e objetivo.

¹ As normas citadas sem indicação de fonte pertencem ao Código dos Valores Mobiliários. Consoante o contexto e sempre acompanhado de referência, conseguiremos perceber se nos referimos ao Cód.VM aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99 de 13 de novembro ou ao Cód.VM revisto pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro.

² Cfr. CARLOS COSTA ANDRADE e MIGUEL STOKES, 2021, p. 61.

³ O Cód.VM procedeu a uma sofisticação do regime de imputação de votos, harmonizando-o com as várias Diretivas europeias relevantes, através da consagração no art. 20.º/1, como veremos, de um conjunto unificado de critérios de imputação de direitos de voto, *vd.* DANIELA BAPTISTA, 2016, p. 149.

⁴ DANIELA BAPTISTA, 2016, p. 573.

⁵ CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, 2000, p.167.

Mantém-se também a solução criada pelo Cód.VM⁶ de a norma do art. 20.º comportar uma lista⁷ de critérios de imputação plurifuncional⁸. Assim, o legislador consagrou no mesmo art. a “*imputação de direitos de votos para efeitos de deveres de comunicação e de constituição de dever de lançamento de OPA*”⁹.

Aquando da criação da lista de critérios de imputação plurifuncional, este configurava-se como uma solução única quando comparada com os ordenamentos jurídicos congéneres,¹⁰ visando aumentar a perçetibilidade do regime por parte dos investidores e a clareza em geral da norma. O regime português também não seguiu a forma estanque pensada pelo legislador europeu, que abordou os deveres de comunicação no âmbito das participações qualificadas na Diretiva¹¹ 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho¹² e o dever de lançamento de OPA na Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho¹³.

Devido ao critério de imputação plurifuncional preferido pelo legislador que se mantém com o Cód.VM revisto, a doutrina maioritária considera que a nossa interpretação terá que atentar ao contexto e funcionalidade da norma em apreço, isto é, seja para efeitos de informação ao mercado seja para a obrigatoriedade de lançamento da OPA. Dito de maneira mais completa “*a doutrina maioritária parte do pressuposto fundamental de que a norma de imputação é uma norma de natureza transitiva, cujo sentido só se deixa captar em razão das especificidades do caso concreto, para defender a contextualização casuística da aplicação dos critérios de imputação e concluir que não*

⁶ Ao contrário da solução que vigorava no Cód.MVM onde o mecanismo de imputação de direitos de voto para efeitos de informação/comunicação (345.º Cód.MVM) se encontrava separado do mecanismo de imputação para lançamento da OPA obrigatória (528.º Cód.MVM). Nas palavras de DANIELA BAPTISTA: “*a maior inovação introduzida pelo Cód.VM foi, precisamente, a consagração de um regime unificado de imputação de direitos de voto, que é simultaneamente instrumental ao regime de comunicação de participações qualificadas e ao regime das OPA’s obrigatórias.*”: DANIELA BAPTISTA, 2016, p. 149.

⁷ Falamos em lista porque o Cód.VM “*consagra um regime unificado de imputação de direitos de voto com uma funcionalidade plural (ou multiplicidade de funções).*”, *Vd.* DANIELA BAPTISTA, 2016, p. 580. Em sentido diverso, referindo-se à dupla funcionalidade dos critérios de imputação, entre outros, *vd.* PAULA COSTA E SILVA, 2007, p. 253. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, 2012, p. 608. HUGO MOREDO SANTOS, 2007, p. 357.

⁸ Sendo que é esta imputação plurifuncional que na ótica de Costa Andrade e Stokes leva a que este seja um dos temas mais amplamente discutidos doutrinariamente, *cfr.* CARLOS COSTA ANDRADE e MIGUEL STOKES, 2021, pp. 61-62.

⁹ MANUEL REQUICHA FERREIRA, 2014, p. 14.

¹⁰ *Cfr.* JOÃO de MATTAMOUROS RESENDE, 2007, p. 62.

¹¹ Em bom rigor e em bom português, a expressão a utilizar devia ser “Diretriz”, no entanto vamos optar pela expressão mais europeísta “Diretiva”. A propósito, ver António Menezes Cordeiro – Vernáculo jurídico: Diretrizes ou Directivas, Revista da Ordem dos Advogados, n.º 64, I/II, 2004 (<https://portal.oa.pt>)

¹² Doravante amiúde “Diretiva da Transparência”.

¹³ Doravante amiúde “Diretiva das OPA’s”.

*devem ser computados como imputáveis para efeitos dos arts. 187.º e 194.º, por exemplo, todos os votos que o serão para efeitos do art. 16.º.”*¹⁴ Em sentido contrário, alguns autores, nomeadamente, Daniela Baptista¹⁵, não consideram que a norma do art. 20.º deva ser alvo de uma interpretação diferente caso estejamos perante deveres de informação ou de lançamento de OPA obrigatória, atribuindo à norma um cunho unívoco. No seu entender, “*através do recurso à remissão, o legislador evita a repetição da mesma norma e importa-a com o sentido que ela tem no seu instituto de origem, porque reconhece existir analogia entre os casos regulados pela norma chamada.*”¹⁶ Com este argumento, Daniela Baptista repudia qualquer tentativa interpretativa que resulte em sentidos diferentes a retirar da norma do art. 20.º sob pena de atentar contra a própria analogia imprimida pelo legislador. Acresce o facto de a autora considerar que o risco advindo desta aplicação uniforme da norma, isto é, o de por vezes, se gerar um dever de lançamento que em circunstâncias interpretativas não teria lugar, é “*sistemicamente tolerável*”¹⁷, sendo que os expedientes de afastamento da obrigatoriedade de lançamento da oferta acabam por contrabalançar este risco e equilibrar o regime do art. 20.º.

No que toca à substância da norma, pouco mudou com as alterações providas da Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, sendo de relevar, a título exemplificativo, o esforço pela clarificação de alguns preceitos, nomeadamente os previstos na alínea b) e f) do número 1 do art. 20.º. O art. 20.º continua, assim, a ser uma medida de expressão da influência acionista numa dada sociedade, pois, como é notório, só se imputam os direitos de voto.

A nossa norma referente à imputação de direitos de voto foi, obviamente, altamente influenciada pelo art. 10.º da Diretiva da Transparência, onde está vertido o quadro comunitário referente a este tema. No entanto, o nosso art. 20.º tem uma personalidade muito própria merecedora da mais profunda atenção. Na impossibilidade de se fazer uma análise detalhada a cada critério de imputação de direitos de voto, remetemos para as obras de autores que neles se debruçaram com especial atenção, sendo as suas considerações ainda atuais, salvo devidas adaptações¹⁸.

¹⁴ DANIELA BAPTISTA, 2016, p. 583.

¹⁵ Em sentido idêntico, *vd.* CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, 2021, p. 178 e PAULO CÂMARA, 2000, p. 207. Em sentido contrário, *cf.* JULIANO FERREIRA, 2021, p. 306.

¹⁶ DANIELA BAPTISTA, 2016, p. 587.

¹⁷ DANIELA BAPTISTA, 2016, p. 588.

¹⁸ *Vd.* PAULO CÂMARA, 2000, pp. 197-268; DANIELA BAPTISTA, 2016; HUGO MOREDO SANTOS, 2010; JOÃO de MATTAMOUROS RESENDE, 2010; MANUEL REQUICHA FERREIRA, 2008, pp. 19-78; CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, 2000, pp.162-193; CARLOS CASTRO ANDRADE e MIGUEL STOKES, 2021, pp. 61-93.

4. ALGUMAS NOTAS SOBRE O DEVER DE COMUNICAÇÃO

Era incauto aludir ao regime da imputação dos direitos de votos e não mencionar, nem que de maneira breve, mesmo não se prendendo com o tema que nos propomos desenvolver, o regime da comunicação das participações qualificadas (arts. 16.º e seguintes). Este regime desenvolve-se, à semelhança, do de imputação de direitos de voto, a partir da Diretiva da Transparência,¹⁹ que também já foi revista.²⁰

As alterações ao Cód.VM operadas pela Lei n.º 99-A/2021, vieram continuar com a missão de trazer uma maior uniformização normativa europeia, tendo como objetivo consequente, o alcance de uma maior clareza e certeza jurídica. Neste seguimento, o limiar de 2%, que consubstanciava uma *goldplating rule*²¹ presente no art. 16.º foi eliminado do quadro normativo com a revogação do número 2²². Aplauda-se a extinção do dever de comunicação neste patamar, pois atendendo à realidade global do mercado e ao seu consequente crescimento, tal limiar configurava-se como verdadeiramente anacrónico, ficando agora o limiar de 5% como o primeiro percentual em que se impõe um dever de comunicação.

Outra inovação digna de nota, visível também na revogação do número 2 do art. 16.º operada pelo novo Cód.VM, é a da consagração de uma “*regra única aplicável às participações detidas em todos os emitentes relevantes*”²³ por contraposição ao antigo regime em que coexistiam dois sub-regimes de categorização em que o dever de comunicação de posição qualificada obedecia a limiares percentuais distintos, conforme o tipo de sociedade em causa.

A propósito, ainda, deste regime da comunicação das participações qualificadas e da exigência aplicativa do legislador aquando da transposição da diretiva citada, consegue-se entender o que motivou tal exigência. Assumindo-se a informação como um dos requisitos essenciais para o eficiente funcionamento dos mercados, decorre daqui a

¹⁹ Curiosamente, o legislador português foi além do que exigia a referida Diretiva. Para um entendimento mais completo ver CARLOS OSÓRIO de CASTRO, 2000, pp-162-193.

²⁰ Alterações operadas pela Diretiva 2013/50/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 22 de outubro de 2013.

²¹ Cfr. <https://www.eesc.europa.eu>: “*Goldplating is known as over-regulation when transposing an EU Directive.*”

²² Cfr. Regime do art. 9.º da Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de dezembro de 2004. Assim, com o Cód.VM revisto os limites percentuais passaram a corresponder aos da diretiva, mantendo a legislação nacional adicionalmente o limiar dos 90% já previsto no Cód.VM.

²³ NUNO SOBREIRA e ISABEL REBELO DE ANDRADE, 2022.

prioridade de que o combate à assimetria da mesma continua a beneficiar, sendo que tal deve merecer a mais premente atenção dos reguladores e supervisores. Deste modo, resta-nos sempre louvar quando o legislador reflete estas preocupações no conteúdo normativo produzido.

Deixamos, no entanto, o alerta de que a fronteira entre uma norma que pugna pela difusão da informação no mercado e outra que se revele irrazoavelmente intromissiva é, por vezes, bastante ténue. Daqui, resulta, a magnitude que o *goldplating* representa nos espectros legislativos nacionais, assumindo-se como uma externalidade negativa da transposição das diretivas.

5. O REGIME DA OFERTA OBRIGATÓRIA

As ofertas públicas obrigatórias são, sistematicamente, tratadas em local próprio no Título III, Capítulo III, Secção II, separando-se das disposições gerais sobre as OPA's. Além de obrigatória, é também uma OPA de âmbito geral - *all holders rule*²⁴ - pois a oferta é dirigida a todos os titulares de valores mobiliários da sociedade e, ainda, total – *equal opportunity rule*²⁵ – tendo a oferta de abranger todos os valores mobiliários.

As alterações trazidas pela Lei n.º 99-A/2021, não atentam contra a sistematização apresentada pelo Cód.VM que por sua vez foi inovadora, quebrando com o método de sistematização do Cód.MVM que, muito provavelmente, influenciado pelo britânico *City Code* (que foi o principal normativo pioneiro do dever de lançamento de OPA²⁶) sistematizava a OPA obrigatória antes da voluntária.

Sendo a obrigatoriedade do lançamento da OPA uma figura relativamente extraordinária parece-nos acertado qualificar esta matéria como especial em contraposição com as disposições gerais da OPA, tratando-a em local distinto das disposições gerais.

O regime das ofertas obrigatórias tem a difícil missão de equilibrar duas preocupações, por vezes, antagónicas. De um lado, jaz o dever de salvaguardar a posição

²⁴ PAULO CÂMARA, 2018, p. 626.

²⁵ PAULO CÂMARA, 2018, p. 629.

²⁶ Na impossibilidade de procedermos a uma aprofundada contextualização sobre as ofertas públicas de aquisição remeteremos para os autores que tão bem o fizeram, *vd.* entre outros, PAULO CÂMARA, 2018, pp. 671 e ss.; BARRETO MENEZES CORDEIRO, 2019, pp. 359-379; AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, 1995, pp. 35 e ss.; MENEZES CORDEIRO, 2011, pp. 930-937; REQUICHA FERREIRA, 2014, pp. 9-10;

dos acionistas minoritários²⁷ aquando de uma mudança do controlo societário, sendo que o regime visa salvaguardar não só a tutela subjetiva do acionista minoritário (alteração da titularidade do bloco controlador), como também a objetiva (a modificação do perfil de risco do investimento derivado da mudança de controlo). Por outro lado, confrontamos com o dever de não interferir prejudicial e perversamente na atuação do mercado através da imposição de limites de lançamento do dever da oferta que inibam e firam o mercado de controlo acionista. Assim, reforçando, se por um lado, pesa a preocupação pela salvaguarda dos interesses dos acionistas e consequentemente do próprio mercado, por outro, há uma sensibilidade que tem de ser descortinada e aplicada no que respeita aos limites percentuais constitutivos do dever de lançamento para que estes se revelem munidos de uma adequação e equilíbrio, para que não firam o próprio mercado que se propõem a proteger. Relativamente, a este difícil, mas necessário equilíbrio temos de atender às palavras de Paulo Câmara: “*é esta a grande dificuldade (negrito nosso) que rodeia a fixação dos limites percentuais constitutivos do dever de lançamento de OPA*”²⁸.

O legislador português no Cód.VM seguindo uma mais ou menos homogénea tendência europeia,²⁹ estabeleceu um conceito de controlo que tem como consequência o dever de lançamento da OPA.³⁰

Ao analisarmos o regime da oferta obrigatória³¹ (arts. 187.º e seguintes) vamos poder não só analisar e compreender as alterações de que este foi diretamente alvo, como também conseguiremos observar traços identitários da evolução normativa operada pela Lei n.º 99-A/2021, nomeadamente os que se prendem com a simplificação, proteção dos investidores e integridade do mercado, o que para a nossa análise, assume particular relevância. Nas palavras de Carlos Osório de Castro acerca do regime então em causa, a “*construção do nosso legislador mobiliário denota[va] alguma rigidez.*”³². Ora, é essa

²⁷ A este propósito *vd.* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, 2012, p. 630.

²⁸ PAULO CÂMARA, 2000, p. 256.

²⁹ Apesar de não haver uma coincidência estrita do limiar a que se reconduz uma posição de controlo há um alinhamento europeu, decorrente da uniformização europeia, com vários ordenamentos europeus, nomeadamente o alemão e inglês a optar por fixar este em 30%, conforme as suas normas (§29 WpÜG e rule 9.1 City Code, respetivamente) e o português a partir de um terço (33,33%). Relativamente ao ordenamento inglês, merece ser feito o apontamento de que apesar de se manter atual o limiar, é uma consideração que tem de ser interpretada à luz de um contexto pré-*Brexit*.

³⁰ Para mais esclarecimentos sobre os motivos geradores da obrigatoriedade de lançamento de OPA ver, entre outros autores, HUGO MOREDO SANTOS, 2011, pp. 189 e seguintes.

³¹ Para um estudo mais atento da figura noutros ordenamentos jurídicos *vd.* FEDERICO PICCO, VALERIA PONZIANI, GIANFRANCO TROVATORE, MARCO VENTORUZZO, 2021, p. 9 e ss.; HARALD BAUM, CHRISTOPH KUMPAN, FELIX STEFFEK, HIROYUKI WATANABE, 2011, pp. 91-111.

³² CARLOS OSÓRIO de CASTRO, 2021, p. 198.

própria rigidez, ou pelo menos parte dela, que o Cód.VM revisto vem mitigar, como teremos oportunidade de observar.

Sendo o art. 187.º uma norma que comporta um cunho europeísta, os arts. da Diretiva das OPA's, em especial o seu art. 5.º são merecedores de uma especial reflexão.³³

5.1 O Direito de Saída dos Sócios Minoritários

O fundamento do dever de lançamento da OPA obrigatória é pela doutrina, de forma unânime, considerado, como derivado da existência de uma aquisição de controlo/mudança de controlo, tendo como desiderato a proteção dos acionistas mais vulneráveis.

Nas palavras de Miguel Rodrigues Leal e Miguel Stokes: o “*dever de lançamento de OPA tem na sua génese o propósito de **salvaguardar a posição patrimonial dos acionistas minoritários** (negrito nosso) no cenário de aquisição de domínio*”³⁴. No entanto, *summo rigore*, podemos deparar-nos com situações em que, de facto, há uma mudança de controlo, mas correspondendo este à detenção de, por exemplo, 30% dos direitos de voto, a condição presente no 187.º/1 (detenção de mais de um terço dos direitos de voto) não se verificará, não se consubstanciando assim a obrigação de lançamento da OPA³⁵. Os limiares do 187.º/1 funcionam, assim, como garantes da segurança jurídica do regime, concretizando, ou não, o dever de lançamento, conforme sejam atingidos ou não. Esta preocupação com a proteção jurídica parece decorrer da própria Diretiva das OPA's, conforme a redação do número 3 do seu art. 5.º: “*A percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade*”. Ou seja, a própria Diretiva ficciona que o controlo decorre da detenção de uma percentagem de direitos de voto. É evidente a preocupação com a segurança jurídica.

³³ A Diretiva das OPA's através do seu art. 5.º e do Considerando nono sublinha a importância do lançamento da oferta pública de aquisição “*para proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma mudança do controlo das sociedades*” – Cfr. Considerando 9 da Diretiva das OPA's. Na impossibilidade de procedermos nós a uma contextualização sobre a Diretiva das OPA's e para um estudo mais aprofundado das suas soluções, *vd.* ORLANDO VOGLER GUINÉ, 2008, pp. 151-181, em especial pp. 177 e ss. Cfr. ANA SÁ COUTO, 2006, pp. 70-78; THOMAS PAPADOPOULOS, 2007, pp. 526 e ss.

³⁴ MIGUEL RODRIGUES LEAL e MIGUEL STOKES, 2018, p. 124.

³⁵ O limiar quantitativo é a fronteira entre o dever de lançamento de oferta obrigatória ou ausência deste. Corporifica, assim, uma regra de não sujeição, podendo argumentar-se na perspetiva de Miguel Rodrigues Leal e Miguel Stokes que esta se assume como uma presunção inilidível de ausência de domínio mesmo que este factualmente exista. *Vd.* MIGUEL RODRIGUES LEAL e MIGUEL STOKES, 2018 p. 132.

Paulo Câmara,³⁶ no âmbito das ofertas públicas de aquisição obrigatórias, questiona a pertinência da obrigatoriedade de lançamento como mecanismo que acautele os acionistas minoritários quando existem outros mecanismos de *exit*, nomeadamente a exoneração do sócio da sociedade, as vendas das suas participações sociais³⁷ e até a utilização da *voice* dos acionistas como maneira de exprimir o seu descontentamento relativamente a determinado rumo seguido pela sociedade.

No entanto, a maioria dos autores, nomeadamente Ana Perestrelo de Oliveira, Cardoso Sequeira, Requicha Ferreira, Daniela Baptista, entre outros, com a nossa concordância, defendem que um dos fundamentos presentes na obrigatoriedade da oferta reside na necessidade de assegurar um mecanismo de *exit*, para um acionista minoritário perante uma mudança de controlo da sociedade. Esta garantia de saída é mais do que pertinente tendo em conta as potenciais consequências³⁸ advindas de uma mudança de controlo. Sendo que uma mudança raramente vem sozinha, esta poderá ser acompanhada de outras, tão ou mais relevantes, nomeadamente, mudanças no tipo de cultura da empresa, na estratégia comercial e empresarial, nos objetivos prosseguidos pela empresa, etc.

Assim, sendo os acionistas minoritários quem mais está numa posição de fragilidade, o lançamento de uma OPA obrigatória permite acautelar a posição involuntária³⁹ destes, sendo que lhes é assegurada uma saída remunerada do projeto social.⁴⁰

³⁶ PAULO CÂMARA, 2000, pp. 244-245.

³⁷ Merece ser dito que muitas vezes, devido à falta de liquidez no mercado, esta alternativa poderá potencialmente revelar-se como inviável ferindo o princípio da livre transmissibilidade de ações (328.º CSC). Estando o mercado bolsista subordinado às regras da oferta e da procura, uma quebra da última pode resultar numa penalização no preço de venda ou, no limite, até tornar irrealizável a mesma. Acresce que uma venda de uma posição minoritária muitas vezes acarreta uma penalização antónima do prémio de controlo, agravada se as perspetivas da rentabilidade futura associadas à mudança forem pessimistamente recebidas pelo mercado. O art. 188.º/2, a propósito da contrapartida, vem salvaguardar estas situações, considerando-a como não equitativa, se existir um “risco de liquidez”, impondo que a contrapartida seja fixada por um perito, eliminando, assim, a exposição dos acionistas minoritários a este risco. A propósito do “risco de liquidez”, *vd.* PAULO PEREIRA DA SILVA, 2021, pp. 351-352.

³⁸ Temos, no entanto, de entender que as consequências advindas de uma mudança de controlo, podem tanto ser negativas como positivas, *vd.* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, 2012, p. 602.

³⁹ Sublinhamos o fator da involuntariedade da posição dos acionistas minoritários aquando de uma mudança de controlo, pois estes assistem à mesma sem que possam intervir relevantemente, ficando assim numa posição de sujeição tal, que só poderá ser justamente acautelada através do lançamento de uma OPA obrigatória por parte do acionista maioritário.

⁴⁰ O regime do art. 187.º assume-se como ultra garantístico da posição dos acionistas minoritários, sendo que qualquer aquisição de uma posição de controlo, nos termos do 187.º/1, despoleta, não se verificando os institutos de exclusão do dever, a obrigatoriedade de lançamento de OPA obrigatória, independentemente desse controlo ser ou não prejudicial para a sociedade e para os seus acionistas.

A OPA obrigatória, incorpora para os destinatários, um valor, decorrente da opção que lhe é característica: permite, como já vimos, a saída aos acionistas minoritários, no entanto, estes são livres de não o fazer (por acreditarem na sociedade ou na estratégia do acionista controlador) e continuarem como parte integrante da sociedade.

5.2 A Distribuição do Prémio de Controlo

A Lei n.º 99-A/2021 manteve, também, inalterada a importância do princípio de igualdade no tratamento como princípio justificador e fundamentador da obrigatoriedade do lançamento da OPA.⁴¹ Perante uma alienação onerosa de um lote maioritário ou controlador de participações sociais, ao seu valor de mercado, calculado através da multiplicação do preço da ação pelo número de ações alienadas, acrescer-se-á, potencialmente⁴², um prémio de controlo (*tender offer premium*).

O prémio de controlo reflete e quantifica o valor a pagar por esse mesmo controlo, fazendo, quando o haja, com que o preço a pagar pelo bloco de ações controlador seja sempre superior à multiplicação do número de ações pelo seu valor nominal. Do exposto, resulta que a alienação do bloco controlador poderia beneficiar os acionistas maioritários alienantes em prejuízo dos restantes. Nestes termos, uma OPA obrigatória com uma contrapartida⁴³ mínima legalmente fixada impõe a distribuição do prémio de controlo pelos acionistas minoritários⁴⁴ fazendo com que este se estenda às restantes participações

⁴¹ A este propósito ver ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, 2012, p. 600.

⁴² Dizemos “potencialmente” pois parece-nos crucial sublinhar que nem sempre há lugar à existência de tal prémio, algo muitas vezes ignorado pela doutrina. Vejam-se os casos em que a alienação do bloco controlador ao oferente é feita abaixo do preço de mercado para que assim se garanta uma alienação célere e facilitada. Vejam-se também, os casos em que a transmissão do bloco de controlo era feita *mortis causa* despoletando o dever presente no art. 187.º, (com a Lei n.º 99-A/2021, esta questão altera-se substancialmente, como teremos oportunidade de ver) inexistindo, no entanto, o pagamento de uma contrapartida patrimonial e conseqüentemente não existindo qualquer prémio de controlo. Assim, a nosso ver, achamos incorreto recorrer à ideia da partilha do prémio de controlo de maneira absoluta, como causa motivadora do art. 187.º, pois se há casos em que tal argumento merece o nosso assentimento, noutros nem tanto.

⁴³ A questão da contrapartida assume dimensões diferentes consoante estivermos perante uma OPA voluntária ou uma OPA obrigatória: se nas OPA’s voluntárias há, desde logo, uma preocupação por parte do oferente em garantir a atratividade da operação e o conseqüente sucesso desta através da fixação de uma contrapartida valorizada; nas OPA’s obrigatórias tal nem sempre se manifesta, como decorre da metodologia do próprio art. 188.º que acarreta uma preocupação garantística do valor da contrapartida. Na prática, esta questão não assume grande relevância, pois as OPA’s mesmo quando obrigatórias, raramente o são por acidente, havendo interesse por parte do oferente em assumir o controlo total da sociedade. Destarte, a questão da contrapartida perde a polarização decorrente do entendimento, acima, explanado.

⁴⁴ No direito pátrio, a favor da repartição do prémio de controlo, além do exposto no considerando n.º 12 do Preâmbulo do DL n.º 486/99 de 13 de novembro, *vd.* PAULO CÂMARA, 2000, pp. 246-252;

sociais, permitindo que estes vendam (no mínimo) as suas participações pelo mesmo preço que o transmitente do bloco controlador⁴⁵ (*best price rule*). Firma-se, assim, a caracterização do princípio de igualdade no tratamento como princípio justificador e fundamentador da obrigatoriedade de lançamento. Nas palavras de Carlos Osório de Castro, que mantém a sua atualidade com a revisão do Cód.VM: “A ideia de que o domínio é um bem pertencente à sociedade, e não ao acionista maioritário, está claramente por detrás do regime das OPA’s obrigatórias consagrado no CVM.”⁴⁶

No entanto, o mesmo autor adianta, não beneficiando da nossa concordância, que “não é possível explicar o dever de lançar a OPA naqueles casos em que não tenha havido o pagamento de qualquer prémio (por ex., tomada de controlo mediante compras difusas em bolsa)”⁴⁷. Ora, a nosso ver, uma compra difusa no mercado, ou aquisição sistemática no mercado (*remassage*)⁴⁸, além dos riscos inerentes às variações de cotação, morosidade, falhanço da operação e custos da mesma, nomeadamente eventuais comissões de corretagem de peso relevante, incorpora já de si um prémio⁴⁹ (potencial) definido pelo próprio mercado. Sendo que a compra e a venda em mercado bolsista se subordina às leis da oferta e da procura, ao seu respetivo livro de ordens e ainda às tendências especulatórias, se o *remassage* não for suficientemente difuso no tempo, ou se corresponder a um número muito próximo das ações que se encontram em *free float* a cotação das mesmas irá disparar. Verificando-se esta realidade, tal empolamento do preço das ações representa no nosso entender um valor de prémio imposto pelo mercado, que, apesar de ao contrário do que se verifica nas OPA’s, não permitir um tratamento igualitário entre os titulares de valores mobiliários da mesma espécie, não se conseguindo distribuir o prémio de igual maneira pelos acionistas, não deixa de ser um prémio pago

AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, 1995, p. 209; CARLOS COSTA ANDRADE e MIGUEL STOKES, 2021, p. 62; CARLOS OSÓRIO de CASTRO, 2021, p. 184; ANA PERESTRELO de OLIVEIRA, 2012, p. 597; CARDOSO SEQUEIRA, 2014, p. 70;

⁴⁵ Merece ser dito que a ideia de partilha do prémio de controlo não é absolutamente consensual, havendo autores que a criticam argumentando que prejudica a criação de riqueza no mercado, podendo inviabilizar a lucratividade da própria transação, pois a extensão do prémio de controlo aos acionistas minoritários acarreta um encarecimento adicional da operação que poderá afastar investidores. A propósito ver FRANK EASTERBROOK e DANIEL FISCHER, 1981, p. 716.)

⁴⁶ CARLOS OSÓRIO de CASTRO, 2021, p. 184. A ideia de que o prémio de controlo é um bem social é uma ideia centenária. Em sentido idêntico, na literatura internacional, *vd.* ADOLF BERLE e GARDINER MEANS, 1967 e WILLIAM ANDREWS, 1965, pp. 505-563.

⁴⁷ CARLOS OSÓRIO de CASTRO, 2021, p. 185.

⁴⁸ Cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, 1995, p. 16: “Consiste este processo em o interessado comprar pouco a pouco, em bolsa, ações da sociedade visada, até atingir um nível de títulos que lhe atribuam o controlo.”

⁴⁹ De referir que Osório de Castro, perante a tomada do controlo mediante compras difusas em bolsa, não se refere à inexistência de um prémio de controlo, mas sim à inexistência de qualquer prémio, sendo isto que visamos criticar. O seu restante raciocínio merece a nossa profunda concordância.

pelas aquisições daquelas ações, na maioria das vezes numa operação mais onerosa do que em sede de OPA.⁵⁰

Assim, embora admitindo que, o prémio imposto pelo mercado que aqui defendemos existir não se assemelha indiscutivelmente com o consensual prémio de controlo inerente à aquisição do controlo da sociedade, ambos têm um traço identitário semelhante: o montante acrescido pago (ou no mercado ou numa transação privada do bloco acionista controlador) pelo domínio de uma dada sociedade.

Avançando no nosso raciocínio, e atendendo à redação⁵¹ da al. b) do número 1 do art. 188.º, o legislador ao estabelecer que a contrapartida pode corresponder (se for o valor mais elevado comparativamente com o da al. a)) ao “*preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período*” visa, a nosso ver, refletir no valor da contrapartida o potencial⁵² prémio imposto pelo mercado, decorrente da valorização da cotação. Repare-se também, que este mesmo preceito (188.º/1, b) impede que seja praticado um desconto de controlo⁵³.

Vimos que a revisão do Cód.VM manteve, naturalmente, inalterada a importância do princípio de igualdade no tratamento no âmbito das OPA's obrigatórias. No entanto, em relação ao tema da contrapartida mínima e à sua fixação, tema decorrente da distribuição do prémio de controlo, a Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro agraciou-nos com uma intervenção mais específica que iremos abordar e desenvolver adiante⁵⁴.

Alteração de grande relevo no universo normativo do art. 187.º, mais precisamente no seu número 3, foi o fim da autonomia estatutária respeitante à obrigação de lançamento

⁵⁰ O aparecimento da OPA no mercado veio solucionar muitos dos problemas, mitigando ainda vários riscos (ver *infra*), trazidos pela aquisição sistemática em mercado.

⁵¹ Redação essa, que se manteve inalterada com a reforma preconizada pela Lei 99-A/2021 de 31 de dezembro.

⁵² Dizemos potencial porque o prémio imposto pelo mercado pode, em dado caso, nem existir, mas existindo, estará já incorporado no valor das ações em bolsa.

⁵³ Falamos de desconto de controlo por contraposição ao prémio de controlo. Ou seja, se um bloco acionista controlador fosse adquirido pelo oferente a desconto, isto é, a um preço inferior ao preço médio praticado no mercado (nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta) o art. 188.º/1, b), ao impor que o preço a pagar seja o praticado no mercado durante o período de seis meses antecedentes ao anúncio preliminar da oferta (por ser o mais elevado) impede que esse desconto suportado pelo oferente seja estendido aos acionistas minoritários. Esta previsão, bastante garantística da situação patrimonial dos acionistas minoritários, poderá atentar, no entanto, contra o princípio de igualdade de tratamento dos acionistas, ao não estender o desconto suportado pelos maioritários aos minoritários.

⁵⁴ A ideia de partilha do prémio de controlo como motivadora do dever de lançamento não nos é estranha encontrando-se desde 1999 no normativo nacional - Considerando 12 do Preâmbulo do Cód.VM: “*O regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias assenta na ideia geral de que os benefícios de aquisição de domínio sobre uma sociedade aberta devem ser partilhados pelos acionistas minoritários.*”

da oferta, uma espécie de *opting out*⁵⁵, que permitia às sociedades abertas⁵⁶ que não tivessem ações negociadas em mercado regulamentado, poderem prever nos estatutos a supressão do primeiro limite - um terço dos direitos de voto – que determina o dever legal do lançamento da OPA. Com o fim das sociedades abertas – inovação que peca pelo seu atraso⁵⁷ trazida pela Lei n.º 99-A/2021 – é eliminado o número 4 do art. 187.º por deixar de fazer sentido, sendo uma das consequências do fim destas⁵⁸ e tendo como desfecho o fim da autonomia estatutária respeitante a esta questão.

6. A TÉCNICA LEGISLATIVA DE EXCLUSÃO DA OBRIGATORIEDADE DE LANÇAMENTO DA OPA

Numa análise ao enquadramento do art. 187.º, mais especificamente do seu número 1, salta-nos à vista a tendência mista que caracteriza a norma: por um lado existem, como já vimos, formalizados na redação normativa, os limiares estanques que atingidos,

⁵⁵ Dizemos “uma espécie de *opting out*”, porque em bom rigor, não o é, sendo, no entanto, o resultado alcançado materialmente semelhante. Ao contrário do que acontece no ordenamento suíço em que o legislador permite a escolha do limiar entre um terço e metade dos direitos de voto, no ordenamento jurídico nacional tal não acontecia, sendo, unicamente possível eliminar a primeira fasquia no caso de se tratar de uma sociedade aberta cujas ações não estivessem admitidas à negociação em mercado regulamentado. Para uma explicação mais profunda consultar: <https://www.caplaw.ch/2021/the-use-and-modalities-of-opting-out-up-clauses-new-developments/>.

⁵⁶ No âmbito do Cód.VM anterior à revisão alvo do nosso estudo, merece ser feito o seguinte reparo: apesar de certas normas específicas só valerem para as sociedades emitentes de valores mobiliários admitidas à negociação em mercado regulamentado, vejam-se os arts. 188.º/1, b), 188.º/3, b) e c) e 188.º/5, a generalidade do regime das OPA’s obrigatórias aplicava-se a todas as sociedades abertas, *vd.* DANIELA BAPTISTA, 2016, p. 160. Ora, com o fim destas, ditado, pela Lei 99-A/2021 de 31 de dezembro, este regime passa, agora, só a aplicar-se às empresas “cotadas”.

⁵⁷ O conceito de “sociedade aberta” não tendo paralelo em outros ordenamentos jurídicos é substituído no Cód.VM revisto, pela expressão “emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”, num esforço que visa além da simplificação de regimes facilitar o acesso ao mercado e garantir um maior alinhamento com o direito europeu, *cfr.* Exposição de Motivos da Proposta de Lei 94/XIV/2.º: “*A figura da sociedade aberta não encontra paralelo em outros ordenamentos jurídicos e a sua aplicação tem-se revelado um fator de incerteza nos agentes económicos, nomeadamente quanto aos critérios de qualificação, âmbito do regime e requisitos para a perda de qualidade de sociedade aberta*”. Nestes termos, a partir de 31 de dezembro de 2022 não terão mais assentamento no ordenamento jurídico português. Para um desenvolvimento mais aprofundado sobre a supressão da figura da sociedade aberta *vd.* MAGDA VIÇOSO e MARTA PEREIRA ROSA, 2022; RITA OLIVEIRA PINTO, 2021, pp. 263-277.

⁵⁸ Acrescente-se ainda relativamente ao fim das sociedades abertas a revogação dos arts. 13.º, 14.º, 16.º-C, 27.º, etc. referentes à figura. Aplauda-se, mais uma vez, a extinção do estatuto de sociedade aberta, que consubstanciava, além do que já foi dito, também uma causa de *goldplating* (*ver infra*) pois impunha às sociedades abertas que não eram emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e aos seus acionistas deveres e imposições legais que na legislação europeia estavam concebidos apenas para sociedades cotadas.

motivam o lançamento da oferta, mas por outro, somos confrontados com o conceito substantivo de controlo. Esta natureza mista endógena da norma tem de ser compreendida, e será adiante analisada, pois irá marcar todo o regime das ofertas obrigatórias.

Em estreita dependência da questão relativa ao dever de lançamento de OPA obrigatória, encontra-se outra, que procura saber em que circunstâncias pode haver uma exclusão do dever de lançamento. Nas palavras de Ana Perestrelo de Oliveira, a este propósito: “*o regime português é mais exigente e apresenta menos exceções que os congéneres europeus, o que tenderá a traduzir-se, como bem se compreender, numa maior eficácia da tutela conferida aos acionistas minoritários*”⁵⁹. A técnica legislativa de exclusão do dever⁶⁰ de lançamento da OPA obrigatória assenta em quatro institutos distintos que, assim, permitem afastar a obrigatoriedade da oferta. São estes: a prova negativa do domínio, as derrogações, a suspensão e a substituição. Iremos de seguida abordar estes institutos focando-nos com maior atenção nas alterações operadas pela Lei n.º 99-A/2021, de modo a podermos compreender as intenções reformistas e conseguirmos, dotados de espírito crítico, analisar se são ou não, no nosso ver, pertinentes.

6.1 Prova Negativa do Domínio

Sendo que o dever de lançamento de OPA nasce quando atingido os limiares quantitativos constantes no art. 187.º/1, limiares esses que incorporam uma presunção de aquisição de domínio, o legislador veio permitir a possibilidade de se demonstrar que, apesar de ter sido ultrapassado o seu limite quantitativo, não foi ultrapassado o seu limite qualitativo, ou seja, esta ultrapassagem não consubstanciou a aquisição do domínio da sociedade em causa⁶¹, não acarretando assim o dever de lançamento. Este espírito do “*teste da realidade do domínio*”⁶², contido no 187.º/2 é o mesmo que se encontra vertido no art. 5.º da Diretiva das OPA’s.

⁵⁹ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, 2012, p. 619.

⁶⁰ *Vd.* PAULO CÂMARA, 2000, p. 256.

⁶¹ *V.g.*, se existir um adicional acionista que detenha uma posição independente superior na sociedade. A prova negativa do domínio foi assim inicialmente configurada, tanto no regime nacional como em vários outros. Ver, a título de exemplo, o caso alemão: §9, II, 1 WpÜG.

⁶² FAZENDA MARTINS, 2012, p. 152.

Como vimos, no respeitante aos limiares percentuais relevantes de direitos de voto em que se funda o dever de lançamento previstos no 187.º/1, a Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro mantém ambos os limiares do Cód.VM (um terço ou metade dos direitos de voto)⁶³ que resultaram da estratégia de simplificação imprimida no Cód.VM.

A grande mudança imposta pela Lei n.º 99-A/2021 nesta norma é a extensão do âmbito de aplicação da prova negativa do domínio, um crivo de segurança jurídica⁶⁴, patente no art. 187.º/2 que permite rebater as presunções *iuris tantum* de domínio através da apresentação de uma prova que ilida essa mesma presunção. Dito por outras palavras, o 187.º/2 consagra a inexigibilidade de lançamento de oferta obrigatória para quem faça prova negativa do domínio, apesar de ter ultrapassado as fasquias relevantes constantes do 187.º/1.

Se normativamente na redação do Cód.VM a prova negativa de domínio era, nas palavras de Paulo Câmara, “*um expediente de afastamento do dever*”⁶⁵, potencialmente aplicável a posições que ultrapassassem o limite de um terço dos direitos de voto, agora, com a nova redação, o legislador veio acolher as posições doutrinárias que já se faziam notar em número e força, e que entendiam que a prova negativa do domínio também se devia estender às posições que ultrapassassem metade dos direitos de voto.⁶⁶ Ora, não podemos louvar ou criticar esta alteração, sem antes refletirmos sobre os fundamentos que a motivaram. A prova negativa de domínio, da maneira que estava delineada no ordenamento jurídico português, isto é, assentando em limites quantitativos estanques, comportava várias dificuldades, que merecem a nossa mais atenta análise. Acresce o facto de no contexto anterior à revisão do Cód.VM ter existido uma barreira hermenêutica assente também na letra da lei que impossibilitava a extensão, na ótica de parte da

⁶³ Na redação do Cód.MVM, eram cinco os limiares de percentagem, tendo sido a grande evolução normativa do Cód.VM, no que diz respeito ao tema, consagrar apenas dois limiares, seguindo a tendência europeia. Para melhor compreensão e desenvolvimento, *vd.* PAULO CÂMARA, 2000, pp. 195-270.

⁶⁴ CARLOS COSTA ANDRADE e MIGUEL STOKES, 2021, p. 73.

⁶⁵ Cfr. PAULO CÂMARA, 2000, p. 257 e DANIELA BAPTISTA, 2016, p. 589.

⁶⁶ Um tema que no seu tempo foi muito discutido pela doutrina: nos tempos precedentes à Lei n.º 99-A/2021, existia já um consenso quase maioritário de que a prova negativa de domínio devia ser estendida às posições que ultrapassassem metade dos direitos de voto, *cfr.* JOSÉ FERREIRA GOMES, DANIELA BAPTISTA, DIOGO COSTA GONÇALVES, JULIANO FERREIRA e PAULA COSTA e SILVA. Em sentido contrário, *vd.* MENEZES FALCÃO, HUGO MOREDO SANTOS, JOÃO de MATTAMOUROS RESENDE, VÍTOR PEREIRA NEVES e JULIANO FERREIRA. Também argumentando que no caso da metade dos direitos de voto o legislador entende tratar-se de uma verdadeira ficção legal e não de uma mera presunção de domínio, temos CARLOS OSÓRIO e CASTRO e PAULO CÂMARA, este último considerando que a detenção de metade dos direitos de voto resulta numa presunção *iuris et de iure* de aquisição do domínio. De sublinhar que CARLOS OSÓRIO de CASTRO é a favor de que a prova negativa do domínio possa ser feita independentemente da percentagem de votos imputáveis ao oferente, no entanto, devido à letra da lei do Cód.VM, não considerava que se a podia invocar *vd.* CARLOS OSÓRIO de CASTRO, 2021, p. 200.

doutrina, da prova negativa do domínio a quem detivesse mais de 50% dos direitos de voto correspondentes ao capital social, pois nos termos do 187.º *ex vi* 21.º a detenção dessa maioria consubstancia uma presunção *iuris et de iure* de situação de controlo (ou domínio⁶⁷).

Contrariamente, e a propósito do regime anterior à Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, Daniela Baptista não considerava que a intenção do legislador era aplicar estanquamente a prova negativa do domínio unicamente nas situações em que era ultrapassado o limite de um terço dos direitos de voto até metade dos mesmos. A autora considerava, e bem a nosso ver, que o que releva nesta análise não são os direitos de voto, mas sim o alcance de uma posição que possibilite o exercício de uma influência dominante. Ora, se nos termos do art. 187.º/3, era exigível a quem fizer a prova negativa do domínio a comunicação do incremento de participações sociais superiores a 1%, sendo que este incremento não gerava necessariamente o dever de lançamento de oferta, situação idêntica era aquela, em que o participante conseguia provar a falta de domínio mesmo depois do incremento da posição quando este resultasse na obtenção de mais de 50% dos direitos de voto, ao invés de múltiplos incrementos. Nestes termos, o corolário da prova negativa de domínio mantinha-se válido, fazendo todo o sentido estender-se a este caso.

Em retrospectiva, concluímos, que as posições doutrinárias que antes da revisão do Cód.VM pugnavam pela solução de uma concreta verificação de influência dominante através de uma análise casuística, estendendo assim a prova negativa do domínio, também, aos casos em que a imputação dos votos resultasse numa detenção superior a 50% dos direitos de voto, eram as posições que mais se aproximavam do verdadeiro espírito do legislador, agora expressamente consagrado no Cód.VM revisto.

Concomitantemente, o legislador, ao prever na Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, a extensão da prova negativa do domínio a quem ultrapasse direta ou indiretamente (nos termos do art. 20.º/1) o limiar de metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social, vem encerrar duas décadas de discussões doutrinárias⁶⁸.

Adicionalmente, merece ponderação saber se a extensão da prova negativa do domínio para mais de metade dos votos vem romper com o entendimento postulado pela CMVM e pelos tribunais de que as limitações estatutárias de exercício dos direitos de

⁶⁷ O legislador nacional usa as expressões “controlo” e “domínio” como sinónimos, *vd.*, CARLOS COSTA ANDRADE e MIGUEL STOKES, 2021, p. 79.

⁶⁸ A propósito ver nota de rodapé número 20.

voto dificilmente relevavam nos casos em que estivéssemos perante uma posição superior a 50% dos mesmos pois presumia-se inilidivelmente o domínio. Estando esta presunção afastada, perguntamo-nos se, na vigência do Cód.VM revisto, a limitação estatutária ao exercício dos direitos de voto poderá consubstanciar prova negativa do domínio nos casos em que haja uma detenção superior a metade dos direitos de voto.⁶⁹

Finalmente, não podemos deixar de considerar acertada a técnica de redação utilizada no art. 187.º/2 Cód.MV revisto. Ao invés de adicionar o limiar de “*metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social*” à norma, o legislador optou, por uma forma negativa de previsão, ou seja, eliminou da redação o limiar no Cód.MV previsto de “*um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social*”, imprimindo, assim, na norma a perspetiva material de controlo, invés da formal.

Esta inovação tem como consequência o final, como já vimos, da *vexata quaestio* relativa à extensão da prova negativa do domínio. Resta dizer que as divergências doutrinárias sobre a prova negativa do domínio, explorando e interpretando o regime da imputação de votos, permitiram que se gerasse uma interessante e valiosa discussão que poderemos sempre rever.

6.2 Derrogações

Sendo as derrogações (189.º Cód.VM), paralelamente à prova negativa de domínio, um dos institutos que exclui a obrigatoriedade do lançamento da oferta, nos termos do art. 187.º, este instituto merece também, certamente, a nossa melhor atenção, em especial, devido ao acréscimo de uma nova causa de derrogação⁷⁰ pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro. A inclusão de uma nova causa derogatória, além das já taxativamente

⁶⁹ *Vd.*, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, 2013, p. 220. As limitações estatutárias de exercício de direitos de voto deviam relevar para o cálculo da percentagem de direitos de voto no âmbito do art. 187.º/1. Escusava-se, assim, de proceder posteriormente à prova negativa do domínio. Este entendimento não é partilhado pela CMVM, ver por exemplo o caso da aquisição pelo Caixa Bank de uma participação adicional de 18,87% no capital do BPI, totalizando uma participação no banco português de 48,97%: ver entendimento da CMVM no ANEXO I. A CMVM admite a limitação estatutária como prova negativa de domínio, sempre que for acompanhada por outros indícios de falta de domínio, mas não admite à priori que a limitação estatutária resulte na derrogação do dever de lançamento de OPA presente no art. 187.º/1.

⁷⁰ O art. 4.º/5 da Diretiva das OPA's permite aos Estados-Membros alguma discricionariedade na fixação de derrogações de modo a harmonizar as normas europeias com fundamentados circunstancialismos nacionais.

previstas nas alíneas a), b) e c) do número 1 do art. 189.^{o71}, contraria a tendência legislativa neste regime, pois a mencionada lei veio inverter o pendor para a simplificação observado no Cód.VM que foi responsável pela redução do leque das situações passíveis de derrogação.⁷²

A “nova”⁷³ causa de derrogação que estatui como exceção à aplicação do disposto no art. 187.^o, a ultrapassagem do limite de direitos de voto relevantes, quando esta resultar da aquisição de valores mobiliários por herança ou legado (ressalvando-se a necessidade de previsão nos estatutos das situações transmissivas), merece o nosso aplauso. Este acréscimo normativo visa, de acordo com a Exposição dos Motivos da Proposta de Lei 94/XIV/2.^o, ter em consideração “*o interesse de acionistas fundadores em garantir que o controlo da sociedade se mantém na esfera familiar, mesmo que parte do capital da sociedade se encontre disperso pelo público.*”

Em boa verdade, já muito antes da alteração introduzida pela Lei n.º 99-A/2021, o dever de lançamento de OPA nos casos de sucessão *mortis causa* estava longe de ser um tema consensual. Alertamos que já em 2014 Manuel Requicha Ferreira tinha amplamente criticado o preceito⁷⁴.

Em sede do instituto das derrogações, é esta problemática, envolvendo os casos de sucessão *mortis causa*, que vai merecer uma mais aprofundada análise, adiantando-se já que a consagração desta derrogação merece a nossa mais profunda concordância. É muito provável que esta “reinvocação” tenha uma costela germânica, tendo sido influenciada pelo ordenamento jurídico alemão⁷⁵, neste tema muito mais atual, pois possibilita, mediante uma solicitação por escrito, que sejam desconsiderados os direitos de voto para o cálculo dos limiares de obrigação de lançamento, se estes tiverem sido obtidos por herança.

⁷¹ É devido o apontamento que com o Cód.VM revisto, também estas três causas derogatórias foram reescritas, clarificando-se o seu sentido, sem, no entanto, sofrerem alterações de fundo.

⁷² O art. 528.^o-A do Cód.MVM, incluía um leque de derrogações muito superior ao elenco presente no art. 189.^o Cód.VM.

⁷³ Veremos, adiante, que não se trata de uma causa derogatória inovadora.

⁷⁴ Cfr. MANUEL REQUICHA FERREIRA, 2014, pp. 9-58. Em sentido contrário *vd.* JULIANO FERREIRA, 2021, p. 316.

⁷⁵ Ver §36 WpÜG.

O Cód.VM, ao contrário do que acontecia no Cód.MVM⁷⁶, não previu a questão da obrigatoriedade de lançamento de OPA no caso de aquisição por sucessão⁷⁷ admitindo, em linha com a sua filosofia de simplificação, meramente, três situações (189.º/1 a), b) e c)) passíveis de derrogação, sendo que nenhuma delas, tal como nenhum outro instrumento de afastamento do dever de lançamento de OPA, versava sobre a sucessão *mortis causa*. Destarte, tínhamos, por um lado, este argumento histórico⁷⁸ como inibidor da derrogação do dever de lançamento de OPA aquando da obtenção dos direitos de voto relevantes por sucessão *mortis causa*. Por outro lado, a pesar neste exercício de interpretação jurídica tínhamos o argumento racional ou teleológico, que é o que acaba por ter mais relevância comparativamente com o histórico, pois é o que descortina a razão finalística visada pelo legislador ao elaborar a norma, *rectius*, a *ratio legis*.⁷⁹ Assim, já Requicha Ferreira questionava se “*a ratio do dever de lançamento exige o lançamento de OPA por parte do(s) respetivo(s) herdeiro(s), quando a ultrapassagem das fasquias constitutivas deste dever resulte de sucessão ?*”⁸⁰

Esta pergunta merece certamente uma resposta, resposta essa dada pelo autor e de que nós, em parte, perfilhamos.

Um dos argumentos que podemos utilizar a favor da nossa pretensão é o de que embora o dever de lançamento de oferta vise acautelar a igualdade de tratamento entre o acionista maioritário, ou seja, o que detinha e alienou a posição de controlo e os restantes acionistas minoritários, no caso da transmissão *mortis causa*, esta realidade não se verifica, pois não houve uma alienação pecuniária da posição de controlo; meramente houve uma transferência sucessória⁸¹. Destarte, não tendo havido esta transmissão com contrapartida pecuniária, onde estaria refletido no preço o prémio de controlo, não existe o dever de acautelar o tratamento paritário. Conclui-se que nos casos de sucessão *mortis*

⁷⁶ O Cód.MVM previa, inicialmente em 1991, na alínea e) do número 1 do art. 529.º a possibilidade de dispensa (sujeita a decisão da CMVM) de lançamento da OPA obrigatória em caso de aquisição dos valores mobiliários por herança ou legado. Através das alterações introduzidas pelo DL n.º 261/95 de 3 de outubro e conseqüente criação do art. 528.º-A/1, a), tal passou a consubstanciar uma causa derogatória do dever da realização da OPA obrigatória.

⁷⁷ Para uma análise mais detalhada *vd.* MANUEL REQUICHA FERREIRA, 2014, p. 24.

⁷⁸ Requicha Ferreira repudiava este argumento considerando-o como falacioso já que havia situações idênticas, previstas no Cód.MVM que deixaram de o estar no Cód.VM, em que a CMVM através das suas considerações continuava a aplicar a solução material do Cód.MVM, *vd.* MANUEL REQUICHA FERREIRA, 2014, p. 25.

⁷⁹ JOÃO BAPTISTA MACHADO, 1989, pp. 182-183.

⁸⁰ MANUEL REQUICHA FERREIRA, 2014, p. 26.

⁸¹ A propósito, determinados ordenamentos, nomeadamente o italiano, recorrem à não onerosidade da transmissão *mortis causa*, para justificarem a derrogação do dever de lançamento de OPA, *vd.* FEDERICO MUCCIARELLI, 2014, pp. 142-143.

causa, o princípio de igualdade não determina o dever de lançamento de oferta ao sucessor.⁸² Tem de se aplicar, conseqüentemente, um idêntico raciocínio em relação à repartição do prémio de controlo, que como já vimos, não tem lugar porque não estamos perante uma transmissão onerosa. No limite, podemos equacionar uma onerosidade indireta se houver lugar ao pagamento de tornas para condensar a participação social do *de cuius* num único herdeiro, mas esta compensação não equivale a um prémio de controlo. Assim, a ideia de repartição do prémio de controlo não se pode assumir, nos casos de transmissão *mortis causa*, como um argumento viável que justifique o dever de lançamento da oferta.

Adicionalmente, temos de verificar se a ideia justificadora da OPA obrigatória como mecanismo de saída para os acionistas minoritários é de pertinente aplicação nos casos de sucessão *mortis causa*. Ora, se é verdade que a sucessão implica obrigatoriamente uma mudança na pessoa detentora (direta ou indiretamente) das participações sociais, e no contexto em análise, adicionalmente detentora do controlo da sociedade, também é verdade que essa mudança pode não justificar a consequência do dever de lançamento da oferta. Podemos apontar variados exemplos, uns mais eventuais que outros, que permitem conceber a injustificação da atribuição de um direito de saída aos acionistas minoritários em caso de transmissão *mortis causa*, da posição acionista.

Um argumento meramente eventual, mas com relevo e peso devido à sua extensa verificação na vida prática é o da sucessão em vida, isto é, em muitos casos o sucessor já ocupa um lugar de destaque na orientação do rumo da empresa⁸³, ou até, já foi nomeado como sucessor para assumir o comando da empresa quando o *de cuius* falecer. Isto, numa perspectiva económico-financeira faz com que o mercado já incorpore o (des)valor deste fenómeno sucessório na valoração das participações sociais e expectativas dos *stakeholders*, com especial destaque às dos *shareholders*.

Outro argumento, apontado por Requicha Ferreira⁸⁴, prende-se com o facto de a sucessão ser na generalidade espontânea, isto é, com um grande grau de imprevisibilidade, o que faz com que seja um fenómeno rodeado de desconhecimento, acarretando um risco sucessório⁸⁵, pois o sócio controlador ao falecer estaria a transmitir

⁸² FERNANDO SÁNCHEZ CALERO, 2009, p. 197.

⁸³ No mesmo sentido, e explicado com melhor detalhe, *vd.* REQUICHA FERREIRA, 2014, p. 28. Em sentido contrário, *vd.* JULIANO FERREIRA, 2021, p. 310-311, nota 11.

⁸⁴ *Vd.* REQUICHA FERREIRA, 2014, pp. 28-29.

⁸⁵ Discordamos da expressão “risco sucessório” utilizada por Manuel Requicha Ferreira pois em bom rigor estamos mais próximos de um “tributo sucessório” do que de um risco. Mesmo admitindo que os herdeiros tenham capacidade financeira para lançar a OPA, estariam sempre a ser prejudicados pois,

aos seus herdeiros não só a sua posição, mas também um ónus que resultaria no lançamento da oferta em caso de aceitação da herança. Isto, dependendo da situação patrimonial dos herdeiros, poder-se-ia revelar impossível ou penalizante.

Além do exposto, também merece assentimento o desígnio de que a imposição da obrigatoriedade do lançamento de oferta fere a própria ideia de sucessão⁸⁶ e no limite, a última vontade do *de cuius*, se os seus herdeiros não tiverem estofos financeiros para lançar a oferta.

Por fim, temos o argumento constitucional, invocado por Requicha Ferreira, que aqui meramente pretendemos resumir na medida em que nos permita sucintamente discordar de tal invocação. Requicha Ferreira, apoia-se na norma referente ao direito de propriedade privada constante do art. 62.º/1 CRP: “*a todos é garantido o direito à propriedade privada e à sua transmissão em vida ou por morte, nos termos da Constituição.*” Sendo o termo “propriedade” utilizado em sentido amplo, inclui-se além da *proprietas rerum*⁸⁷ também os direitos reais menores, onde se subsumem as participações sociais (direitos sociais). Face ao contexto constitucional português, também não se deve aceitar a imposição de uma obrigatoriedade de lançamento de OPA pelo herdeiro ou legatário em caso de sucessão *mortis causa*. Ora, apesar da impossibilidade de nos alongarmos sobre esta questão, lateral ao estudo que nos propomos desenvolver, no nosso entender e apoiando-nos na bondade doutrinal⁸⁸ de Engrácia Antunes e Juliano Ferreira, não podemos compactuar com o argumento constitucional invocado por Requicha Ferreira. Primeiro, porque não devemos falar no âmbito societário de propriedade privada, mas antes, atendendo “*à natureza específica do direito de propriedade quando o seu objeto são ações [de] propriedade corporativa*”⁸⁹. Segundo, porque correndo o risco de desvirtuar o próprio sentido do *status socii*, a coletividade de sócios, subordinada à lógica capitalístico-maioritária, “*o domínio protetivo da norma constitucional do art. 62.º/1 CRP jamais poderá ser estendido, no caso da propriedade corporativa em sociedades comerciais.*”⁹⁰

consubstanciando-se o lançamento da oferta como uma obrigação leonina, acabará por resultar sempre num maior ou menor prejuízo para estes.

⁸⁶ Segundo Gomes da Silva, “apontámos como exigência inicial, indiscutível, a de que o de cuius tenha, sempre, um sucessor: torna-se necessária assegurar a continuidade das relações jurídicas patrimoniais do autor”, vd. GOMES da SILVA, 1978, pp.138-139.

⁸⁷ Vd. Ac. do T.C. n.º 310/99, 491/02.

⁸⁸ Remetemos, para uma análise digna desta problemática, para as obras, dos mencionados autores, citadas *infra*.

⁸⁹ Cfr. JULIANO FERREIRA, 2021, pp. 322-323. Em sentido idêntico, ENGRÁCIA ANTUNES, 2001, p. 109-121.

⁹⁰ ENGRÁCIA ANTUNES, 2001, pp. 150-151.

Apesar de discordarmos veemente com a invocação deste argumento constitucional, que a nosso ver, não pode ser aplicado neste âmbito, facilmente depreendemos com base nos restantes argumentos apresentados, que nos casos de sucessão *mortis causa*, a imposição do dever de lançamento de oferta assumia-se como altamente irrazoável. Em súmula, este dever poderia consubstanciar-se como financeiramente lancinante, no limite até superior a mais de três vezes o valor da participação herdada. Resta-nos concluir que isto tem a potencialidade para tolher a sucessão *mortis causa* e a continuidade sucessória pelo *de cuius* pretendida. De notar que esta potencialidade se pode adensar se a participação em causa se assumir como a parte mais substancial da herança do *de cuius*, sendo que quanto maior for o peso da participação no património total, maiores serão também as dificuldades dos sucessores em garantir a continuidade do projeto social. E é exatamente a possibilidade de inviabilizar a continuidade do projeto social familiar que é usada como linha argumentativa na Exposição de Motivos da Proposta de Lei 94/XIV/2.º como justificativa desta exceção ao dever de lançamento da OPA⁹¹.

Num último apontamento relativo a esta questão, temos de referir que são vários os casos, em que nos deparamos com dissimulações sobre o controlo societário, que permitem, recorrendo à configuração formal do conceito, contornar a imposição dos deveres pretendidos, frustrando a aplicação da lei. Relativamente à transmissão da participação *mortis causa*, merece ser dito que, numa sociedade admitida à negociação em mercado regulamentado, a posição de controlo raramente se encontra diretamente na esfera de uma pessoa singular, sendo por norma detida diretamente por uma pessoa coletiva, muito comumente, inserida num grupo piramidal de natureza familiar.⁹²

Paralelamente, é possível, em vida, o *de cuius* socorrer-se de vários mecanismos, nomeadamente, de sistemas intrincados de participações recíprocas/cruzadas nos grupos societários que levam à reconfiguração do sistema de imputação de votos, acordos parassociais e cláusulas estatutárias, para garantir a continuidade do domínio familiar na sociedade, contornando, assim, o dever de lançamento de OPA, nos termos do art. 187.º Cód.VM e acautelando consequentemente a posição dos seus sucessores.⁹³

⁹¹ Ver *infra*.

⁹² Cfr. JULIANO FERREIRA, 2021, p. 328.

⁹³ Certos de que não desenvolvemos devidamente este raciocínio por não se prender diretamente com o tema que nos propomos a analisar, remetemos para as obras de autores que tão bem o fizeram: *vd.* JULIANO FERREIRA, 2021 pp. 306-350; CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, 2021, pp. 165-200; ENGRÁCIA ANTUNES, 2002; DANIELA BAPTISTA, 2016.

Destarte, e atendendo a todas as considerações tecidas, é de louvar a retratação normativa⁹⁴ que o Cód.VM revisto veio impor em relação ao dever de lançamento de OPA em caso de sucessão *mortis causa*, pois como já vimos, era amplamente criticável.

Ainda respeitante ao regime das derrogações, é de assinalar que o acréscimo da alínea d) ao número 1 do art. 189.º, que acabamos de analisar, não foi a única alteração digna de apreço, apesar de ter sido a que no âmbito da nossa análise mereceu a nossa atenção.

6.3 Suspensão

Outra alteração que merece menção prende-se com o regime do instituto da suspensão, um adicional mecanismo excludente do dever de lançamento da OPA. A redação do art. 190.º Cód.VM foi alargada em dois números, mantendo-se, porém, a condicionante temporal⁹⁵ dos quatro meses (120 dias, conforme a redação do número 1) como limite perentório em que pode operar a suspensão do dever de lançamento da OPA.

O instituto da suspensão revela a preocupação do legislador com a verdade e a justiça, distinguindo a ultrapassagem material da fasquia dos direitos de voto que implica o dever de lançamento da oferta, da ultrapassagem formal. Destarte, se estivermos perante uma mera detenção de “domínio conjuntural”,⁹⁶ ao invés de uma de “domínio estrutural”, o legislador, ao não atender a um mero conceito formal de domínio, permite que se ponha “*termo à situação* (de detenção de mais de um terço ou mais de metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social) *nos 120 dias subsequentes*”⁹⁷ sendo que, com o tal termo, termina também a obrigatoriedade de lançamento da oferta.

A redação do art. 190.º veio com a Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, beneficiar da clareza imposta pelo seu número quatro que impõe o carácter imediato à comunicação prevista no número um do mesmo art., bem como a imposição da obrigação da divulgação imediata do anúncio preliminar, “*caso o participante não ponha termo à situação, no*

⁹⁴ Utilizamos esta expressão, pois, como já foi dito, foi com o Cód.VM que este dever ficou consagrado, sendo que no Cód.MVM a aquisição em sucessão *mortis causa* consubstanciava uma causa derogatória do dever de lançamento.

⁹⁵ Para um desenvolvimento mais aprofundado ver PAULO CÂMARA, 2000, p. 268.

⁹⁶ Expressão conforme o número 12.º do Preâmbulo do Decreto-Lei 486/99 de 13 de novembro.

⁹⁷ O conteúdo em parêntesis é nosso, no entanto, a citação é da redação do número um do art. 190.º CVM, cuja redação se manteve inalterada com a reforma da Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro.

prazo previsto do número 1". O legislador neste acréscimo normativo banhou do espírito subjacente no 191.º/1, a norma do 190.º. Aplauda-se aqui o esforço de pautar a norma do art. 190.º de mais clareza, sendo esta uma óbvia concretização da estratégia de proteção dos investidores e salvaguarda da integridade do mercado, desiderato esse que motivou algumas das alterações ao CVM trazidas pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro.

6.4 Substituição

Por fim, o último instituto utilizado como técnica de exclusão do dever de lançamento da OPA é a substituição, se bem que *summo rigore*, não derroga a obrigatoriedade de lançamento da oferta, pois esta, nos termos do regime do art. 191.º/2, acaba por imperiosamente sempre acontecer. No entanto, através da substituição da pessoa do oferente por outra, este dever acaba por não ter que ser concretizado pela pessoa substituída, libertando-a, conseqüentemente, dessa obrigatoriedade. A figura da substituição manteve-se inalterada com a reforma da Lei n.º 99-A/2021, mantendo-se, assim, atual o seu sentido e alcance.

7. A CONTRAPARTIDA: ANÁLISE DO ARTIGO 188.º

Uma das questões centrais que padece de obrigatória análise aquando da reflexão sobre o regime das OPA's obrigatórias é a questão da contrapartida. Nas palavras de Barreto Menezes Cordeiro: "*O cálculo da contrapartida das OPA's obrigatórias assume especial delicadeza, na medida em que o sistema impõe, a um acionista, o dever de lançar uma proposta sobre a totalidade das ações*"⁹⁸.

O Cód.VM revisto veio impor algumas alterações ao regime da contrapartida. Importa, portanto, analisá-las e refletir sobre a pertinência das mesmas.

Já tivemos a oportunidade de comentar a alínea b) do número 1 do art. 188.º aquando da nossa exposição sobre o prémio imposto pelo mercado, tendo reparado que a

⁹⁸ Cfr. BARRETO MENEZES CORDEIRO, 2019, p. 378: o autor refere-se aqui ao facto de a OPA ter de ser geral incidindo sobre a totalidade das ações não controladas (diretamente ou nos termos do art. 20.º Cód.VM) pelo acionista maioritário.

redação da alínea presente se manteve inalterada com a entrada em vigor da Lei n.º 99-A/2021.

Diferentemente, a al. a) do respetivo art. e número, beneficiou de um acréscimo na sua redação: “*ou que o oferente ou alguma daquelas pessoas (as respeitantes ao art. 20.º) se obrigou a pagar*” que vem transmitir segurança jurídica, banhando a norma de uma clareza que se mostrava em falta. A doutrina, nomeadamente, Jorge Alves Morais e Joana Matos Lima, já alertava⁹⁹ que o conceito de “*o maior preço pago*” que no Cód.VM prévio à revisão aparecia só no contexto da “*aquisição de valores mobiliários da mesma categoria*”, se devia estender também aos acordos¹⁰⁰ feitos pelo oferente ainda que a transação e o seu conseqüente pagamento não tivessem tido ainda lugar. O legislador – e bem – veio consagrar este entendimento na letra da norma, trazendo assim um fim às discussões que brotavam reféns da falta desta clareza.

Já no âmbito da norma subsidiária presente no número 2 do art. 188.º, o legislador procedeu a certas alterações normativas, de espírito corretivo e esclarecedor, nomeadamente quando substitui o auditor nomeado pela CMVM por um perito independente, alargando assim o leque de profissionais capazes de desempenhar esta função. Esta alteração, embora não inovadora¹⁰¹, assume-se, no nosso entender, como francamente positiva, pois existem profissionais, muitas vezes, mais capazes de avaliar integralmente o valor de uma empresa do que os auditores¹⁰². A CMVM através desta pequena, mas muito relevante modificação, que padece ainda de regulamentação¹⁰³, vem promover uma captação de competência técnica, presente, a título exemplificativo, em Bancos de Investimento ou Consultoras Financeiras, através dos seus analistas financeiros, já experimentados e proficientes na avaliação corporativa. Releva, aqui também, o facto de que ao permitir que outros profissionais desempenhem essa função

⁹⁹ Aquando da anotação respeitante ao art. 188/1, a) ver JORGE ALVES MORAIS e JOANA MATOS LIMA, 2015, p. 303. Em sentido idêntico, *vd.* PAULO CÂMARA, 2000, p. 253.

¹⁰⁰ Sendo esta interpretação, facilmente entendida, no âmbito de um contrato de opção de compra (*call options*).

¹⁰¹ Relembremos que, no primeiro código mobiliário, a propósito da regra reguladora da contrapartida da OPA obrigatória, presente no art. 528.º/3, d) Cód.MVM, antecessor do 188.º Cód.VM, a expressão contida no normativo era “perito qualificado e independente”.

¹⁰² Mais, os ROC’s, que são a quem se refere a expressão presente no normativo desatualizado (“auditores independentes”), não dispõem de nenhuma metodologia de avaliação que os outros profissionais capazes de avaliar empresas também não disponham, ou seja, os ROC’s não tem uma especial qualificação para a avaliação de empresas. Têm, no entanto, uma especial qualificação para a certificação legal de contas, algo que em nada se relaciona com o objetivo do art. 188.º/2.

¹⁰³ *Vd.* Art. 155.º, p) Cód.VM revisto e Circular – Revisão do Código dos Valores Mobiliários: prevê-se que a CMVM, através de regulamento, indique tanto os requisitos mínimos respeitantes aos relatórios de avaliação, bem como os critérios a atender para a seleção dos peritos.

imprimirá, potencialmente, uma celeridade a esse procedimento tornando assim o próprio mercado mais dinâmico.

Outra alteração relevante, foi a substituição da presunção de falta de equitatividade presente no número 3, pelo imperativo: “*não é equitativa nas seguintes circunstâncias*”. Assim, relativamente à contrapartida imposta pelo art. 188.º/3 nas ofertas obrigatórias, a nova redação veio eliminar a presunção que assistia a essa norma, sublinhando a imperatividade da falta de equidade da prestação, se verificadas quaisquer das situações presentes nas als. a), b) e c) do art. 188.º/3.

Por fim, a Lei n.º 99-A/2021, normatizou na redação do 188.º/4 as regras de cálculo da contrapartida pelo perito no âmbito do número 2, incorporando a já analisada inovação presente na alínea a) do número 1 do mesmo artigo.

8. A AQUISIÇÃO POTESTATIVA ANTERIOR AO NOVO NORMATIVO: UMA EXPOSIÇÃO CRÍTICA

O Cód.VM revisto na sua missão de clarificação e simplificação das vias possibilitadoras da saída do mercado das empresas admitidas à negociação em mercado regulamentado trouxe-nos, também, uma alteração fundamental no âmbito do regime da aquisição potestativa¹⁰⁴. Para a compreender e, adiantando já que a louvamos, é pertinente fazer uma análise ao regime da aquisição tendente ao domínio total¹⁰⁵ e contextualizarmos a própria figura da aquisição potestativa¹⁰⁶.

A aquisição potestativa (art. 194.º Cód.VM) assume-se como um direito extintivo que visa possibilitar potestativamente a um acionista maioritário uma aquisição integral das participações sociais ainda não detidas por este, não ficando o domínio total pretendido “*dificultado, ou mesmo frustrado, pela oposição de sócios minoritários*”

¹⁰⁴ O regime da aquisição tendente ao domínio total encontra-se previsto nos arts. 194.º a 197.º Cód.VM e insere-se sistematicamente na disciplina das ofertas públicas de aquisição.

¹⁰⁵ À semelhança do que temos feito, vamos analisar as figuras e o regime particular mobiliário optando por nos focarmos nas sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado regidas pelo Cód.VM, aceitando, assim, a remissão presente no art. 490.º/7 CSC e excluindo da nossa análise o regime pioneiro e paralelo presente no CSC.

¹⁰⁶ Para uma definição e contextualização mais aprofundada sobre a figura, *vd.* ANTÓNIO PEREIRA de ALMEIDA, 2020, pp. 1201-1216.

dissidentes, detentores de pequenas ou mesmo insignificantes frações de capital naquela sociedade”.¹⁰⁷

Em contrapartida, a alienação potestativa, (art. 196.º Cód.VM) visa proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma mudança do controlo das sociedades, assumindo-se, a figura, neste contexto, como um “*importante mecanismo de tutela dos próprios sócios minoritários ... conferindo-lhes uma real possibilidade de exit*”¹⁰⁸ a ser realizada no quadro de um processo de compensação patrimonial orientado pelos princípios da equidade das contrapartidas e da igualdade de tratamento”¹⁰⁹. A alienação potestativa revela-se, assim, à semelhança da OPA obrigatória, como um instituto especial criado pelo legislador, com o objetivo último de proteger as minorias.¹¹⁰

Nas palavras de Juliano Ferreira, estamos perante um “mecanismo adicional e subsequente à OPA que permite ora a aquisição das ações remanescentes, ora a saída dos acionistas minoritários em condições justas.”¹¹¹. A nosso ver, tal mecanismo de concentração social, em especial a aquisição potestativa, é a “muleta” da OPA¹¹², permitindo, muitas vezes, conseguir o que a OPA não conseguiu, isto é, a aquisição total de uma dada sociedade¹¹³ - a singularização de uma pluralização.

Outro traço característico deste mecanismo é o facto de a aquisição potestativa ser condição *sine qua non* da alienação potestativa, sendo que, nestes termos, a última só poderá ser exercida caso a primeira não tenha o tenha sido previamente.

O direito de aquisição potestativa, no âmbito das sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado, constituía-se no regime do Cód.VM não revisto, depois do lançamento de uma OPA geral¹¹⁴ e se observados os dois requisitos cumulativos (compostos pelo primeiro requisito e um segundo que comporta uma dupla percentagem)

¹⁰⁷ ENGRÁCIA ANTUNES, 2001, p. 8.

¹⁰⁸ Este direito potestativo torna-se exercitável quando o oferente não tenha exercido o seu direito de aquisição. Esta engenharia jurídica presente no regime da aquisição tendente ao domínio total permite que se chegue ao resultado pretendido, independentemente da convergência de vontades, ou seja, potestativamente, porque se uma de as partes não exercer o direito, poderá sempre a outra fazê-lo, evitando-se, assim, um potencial prejuízo.

¹⁰⁹ ENGRÁCIA ANTUNES, 2001, p. 8.

¹¹⁰ *Vd.* ANTÓNIO PEREIRA de ALMEIDA, 2020, p. 1214.

¹¹¹ JULIANO FERREIRA, 2017, p. 242.

¹¹² Fica o apontamento de que a aquisição potestativa não vale só para as OPA’s obrigatórias, aplicando-se também às OPA’s voluntárias, desde que sejam gerais e cumpram o disposto no art. 194.º.

¹¹³ Nas palavras de Engrácia Antunes, a figura da aquisição potestativa: “passa também a desempenhar simultaneamente entre nós, à semelhança do que sucede noutros ordenamentos jurídicos, a função de instrumento coadjuvante daquela técnica de aquisição de valores mobiliários”. *Vd.* ENGRÁCIA ANTUNES, 2001, p. 38.

¹¹⁴ Falamos de OPA geral em contraposição com a OPA parcial.

presentes na norma do 194.º/1: “Quem, na sequência do lançamento de oferta pública de aquisição geral (sublinhado nosso) em que seja visada sociedade aberta que tenha como lei pessoal a lei portuguesa, atinja ou ultrapasse, diretamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social até ao apuramento dos resultados da oferta (sublinhado nosso) e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta (sublinhado nosso) pode, nos três meses subsequentes, adquirir as ações remanescentes mediante contrapartida justa, em dinheiro, calculada nos termos do artigo 188.º”. Estes dois requisitos encontravam-se em estreita dependência, pois a apreciação do segundo necessitava da verificação do primeiro. Adicionalmente, note-se que o exercício do direito de aquisição potestativa, à semelhança do que também se verifica na figura presente no regime societário, acolhe o valor percentual de 90%.¹¹⁵

Num pequeno apontamento, é meritória a análise do regime mobiliário à luz do art. 15.º da Diretiva das OPA’s, o qual também ordena, a nível europeu, a aquisição potestativa, e inspirou o legislador nacional, sendo que, a nosso ver, incorretamente, como iremos descortinar.

O legislador pátrio escolheu importar o duplo requisito constante do art. 15.º/2, b) da Diretiva, ao invés do previsto na alínea a), que se assume como menos exigente e mais garantístico da posição dos acionistas, tanto do maioritário como dos minoritários, além de mais inserido na congruência do próprio mercado, pois a sua menor exigência criterial resulta em menos entraves às manifestações aquisitivas.

De facto, a solução presente no art. 15.º/2, a) da Diretiva, foi a mais comumente adotada pela generalidade dos países europeus. Vejam-se os casos da Áustria, Chipre, Dinamarca, Estónia, Irlanda, Letónia e República Checa. Curiosamente, houve também países que adotaram a mesma solução, mas reforçando o limite percentual mínimo respeitante ao capital com direitos de voto e direitos de voto para o máximo permitido pela Diretiva (95%). Confira-se, a este propósito, as legislações da Bélgica, Itália, Lituânia, Luxemburgo e Holanda.

Ora, no caso português, o primeiro percentual do segundo requisito presente na lei nacional no Cód.VM não revisto ia ao encontro do que está estabelecido no critério da al. b) do número 2 do art. 15.º da Diretiva das OPA’s, representando um critério e um valor percentual comum em certas legislações europeias¹¹⁶.

¹¹⁵ Ver art. 490.º CSC.

¹¹⁶ Veja-se, a título de exemplo, a lei espanhola que, à semelhança da nossa, importou o requisito presente no art. 15.º/2, b).

No entanto, o segundo limiar que se encontrava presente no duplo requisito do art. 194.º “*atinga ou ultrapasse 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta*”, apesar de também presente na mesma norma da Diretiva, merecia a nossa estranheza e crítica. Primeiro, podíamos apresentar um argumento histórico e estabelecer um paralelo com o regime simétrico do CSC, aplicável às sociedades “fechadas”, sendo que, no seu art. 490.º CSC, esse segundo limiar não tem, nem nunca teve assentamento. Ora, se no presente, tal se verifica por uma questão de impossibilidade material, por não se realizarem OPA’s no universo do CSC¹¹⁷, nas versões anteriores à remissão presente no art. 490.º/7¹¹⁸, que autonomizou no regime mobiliário a aquisição tendente ao domínio total, tal argumento (impossibilidade material) não poderia ser usado, já que a norma regulava as aquisições potestativas, tanto no universo societário como no mobiliário.

A verdade é que a existência do duplo requisito, em concreto do segundo limiar, tornava o regime da aquisição potestativa bastante exigente. No entanto, como veremos adiante, tal, era facilmente contornável.

A dificuldade em observar o segundo limiar, acabava por desvirtuar o próprio papel e alcance da aquisição potestativa, pois estando perante uma adesão maciça por parte dos investidores à OPA, conseguindo esta reunir 90% ou mais dos direitos de voto abrangidos pela oferta, legitimava-se incontestavelmente a aquisição tendente ao domínio total. Esta legitimação veio com um preço. Sendo este requisito absolutamente exigente, observava-se uma dificuldade generalizada em cumpri-lo, levando, assim, a que muitas empresas não conseguissem exercer o direito à aquisição potestativa,¹¹⁹ frustrando consequentemente as expectativas dos investidores majoritários e deixando os próprios

¹¹⁷ No entanto, quando surgiram as primeiras referências normativas sobre as OPA’s no direito pátrio, na década de 80, o seu inicial enquadramento legal foi estabelecido também no CSC aquando da sua aprovação em 1986. Cfr. DANIELA BAPTISTA, 2016, p. 128.

¹¹⁸ O número 7 do art. 490.º foi aditado pelo Decreto-Lei N.º 486/99 de 13 de novembro, entrando em vigor em 01/03/2000.

¹¹⁹ Atenda-se ao caso paradigmático da cimenteira CIMPOR em que o grupo Camargo Corrêa após o lançamento em 2012 de OPA obrigatória sobre a CIMPOR não ter conseguido observar o segundo patamar do duplo requisito, tendo só conseguido obter além dos 94,1% dos direitos de voto 87,1% dos direitos de voto abrangidos pela oferta, frustrando, assim, o seu direito da aquisição potestativa, tendo ferido em última análise, além dos acionistas que convictos da adesão maciça à OPA esperavam vender as suas ações, no limite, momento da alienação potestativa, a própria sociedade. A propósito, consultar [ANEXO II](#). Podemos ainda mencionar os casos análogos da SONAE Capital e da SONAE indústria: tendo a EFANOR lançado uma OPA voluntária sobre as duas empresas e não tendo conseguido observar os requisitos pautados no art. 194.º, ficando consequentemente impedida de adquirir potestativamente as ações remanescentes. Volteando tal problema, a EFANOR recorreu ao expediente presente no art. 27.º/1, b), requerendo a perda da qualidade de sociedade aberta da SONAE Indústria, para assim adquirir o domínio total desta no âmbito societário, através do instituto paralelo, mas menos exigente, do 490.º CSC (conferir [ANEXO III](#)). Paralelamente, o mesmo se verificou com a SONAE Capital.

investidores minoritários num “limbo”, além do claro impasse em que ficava a própria sociedade.

Tendo o regime da aquisição potestativa sido equacionado com o objetivo último de garantir o difícil equilíbrio entre as expectativas do sócio maioritário, a proteção dos acionistas minoritários e ainda o interesse da própria sociedade, sempre se revelou bastante difícil uma conciliação razoável e justa. A nosso ver, tal conciliação apresentava-se desajustada no regime constante no Cód.VM não revisto.

Ora, se o duplo requisito representava já uma excessiva exigência, que, como vimos, levava a uma penalização do exercício da aquisição potestativa gorando o mesmo e acabando por prejudicar todos os intervenientes, ferindo a relação societária, adicionalmente, tinha como consequência “*a utilização de expedientes aquisitivos alternativos*”¹²⁰.

Deste modo, a não observância do segundo requisito da dupla percentagem acarretava concretos problemas, não só para o sócio maioritário, mas também para os acionistas minoritários, porque sendo que o direito de alienação potestativa depende do direito de aquisição potestativa (ver *infra*) não existindo uma autonomia entre estas duas figuras, se este último não se verificasse, o primeiro também não teria lugar, deixando assim os acionistas minoritários desprotegidos.

Em relação à justa contrapartida¹²¹, como veremos adiante, o regime da aquisição potestativa no Cód.VM não revisto remetia para o art. 188.º Cód.VM que regulava tanto a contrapartida em sede de OPA obrigatória como a contrapartida em sede de aquisição potestativa.¹²²

¹²⁰ HUGO MOREDO SANTOS, 2007, p. 397 e ENGRÁCIA ANTUNES, 2001, p. 28, nota 31. Adiantamos, também, que à luz do Cód.VM não revisto, não se conseguindo observar o segundo limiar do duplo requisito presente no art. 194.º/1, era possível, se observado o primeiro limiar do já mencionado duplo requisito, o acionista maioritário promover, ao abrigo do disposto no art. 27.º/1, a), a perda de qualidade aberta da sociedade visada para depois, já no âmbito societário socorrer-se do mecanismo de aquisição potestativa constante do art. 490.º CSC. Adicionalmente, existia também a solução presente no art. 27.º/1, b). Estes “caminhos”, permitiam ao acionista maioritário contornar a rigidez do regime mobiliário da aquisição tendente ao domínio total. O Cód.VM revisto veio, além de revogar o art. 27.º, alterar esta realidade (ver *infra* os comentários tecidos sobre o fim das sociedades abertas).

¹²¹ Parece-nos pertinente mencionar que o regime da contrapartida em sede mobiliária mostra-se mais completo que o regime homólogo presente no CSC, dado que até era equacionável o recurso à aplicação analógica das regras jurídico-mobiliárias para suprir as insuficiências do regime societário. Cfr. ENGRÁCIA ANTUNES, 2001, p. 35. No entanto, como teremos oportunidade de ver, nem sempre o regime mobiliário será o mais garantístico e previdente.

¹²² No regime antecedente à entrada em vigor da Lei 99-A/2021 de 31 de dezembro, o art. 194.º no seu número 2, comportava uma presunção (*iuris tantum*) de justiça da contrapartida praticada na OPA quando o oferente conseguia adquirir pelo menos 90% das ações representativas de capital social com direitos de voto abrangidas pela oferta. O Cód.VM revisto vem ampliar esta solução.

9. A AQUISIÇÃO POTESTATIVA CONFORME O NOVO NORMATIVO

As alterações trazidas pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, vieram simplificar o regime da aquisição tendente ao domínio total. A mais relevante alteração, em sede da aquisição potestativa, foi a reformulação feita ao art. 194.º incidente sobre o duplo requisito. Ao eliminar a segunda parte do duplo requisito¹²³ “90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta” mantendo unicamente a primeira parte “90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social”, o legislador imprime à norma uma facilidade merecedora da nossa concordância.¹²⁴

A nova norma, através da simplificação do regime, garante uma maior aplicação do mecanismo da aquisição potestativa, conseqüentemente diminuindo os casos em que, após uma OPA obrigatória (ou voluntária), a aquisição potestativa saia frustrada.

Analiseemos um exemplo, para melhor entendermos as alterações aos requisitos em sede de aquisição potestativa, dissecando a pertinência da alteração imposta pelo Cód.VM revisto:

- Suponhamos que a sociedade A que detinha uma participação de cerca de 30% dos direitos de voto da sociedade B adquira uns adicionais 30% , elevando a sua posição acionista para 60%.¹²⁵ Constituído nos termos do 187.º/1 o dever de lançamento de OPA sobre os adicionais 40%, a sociedade A consegue adquirir 35% dos direitos de voto ficando com 95% das ações da sociedade B. Analisando este caso à luz do antigo regime, facilmente percebemos que o duplo requisito para o exercício da aquisição potestativa dos restantes 5% não se encontra preenchido, pois embora o primeiro limiar se encontre observado, porque a sociedade A passou a deter mais de 90% da sociedade B, o segundo requisito não se encontra preenchido, pois a sociedade A ao lançar uma OPA sobre os 40 direitos de voto restantes, só conseguiu adquirir 35, sendo que estes representam

¹²³ *Vd.* Circular da CMVM – Revisão do Código dos Valores Mobiliários: “a exigência de ter sido alcançado 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta não resulta de uma imposição da Diretiva das OPA’s, considerando-se não se justificar a manutenção daquela exigência adicional”.

¹²⁴ A nova solução adotada no art. 194.º é provavelmente inspirada pelo ordenamento alemão (§39a WpÜG), que, tal como o sueco, condiciona a aquisição potestativa à verificação de um limite percentual mínimo do capital com direitos de voto, embora tanto no ordenamento alemão como no sueco este limite seja o de 95%.

¹²⁵ Ficcionemos que, por cada ponto percentual, equivale uma ação com direito de voto, havendo na sociedade B unicamente 100 ações, todas elas com direito de voto.

“meramente” 87,5% dos direitos de voto abrangidos pela oferta, ficando aquém dos 90% exigidos. Nestes termos, não haveria lugar ao exercício da aquisição potestativa, saindo gorado este esforço aquisitivo.

À luz do regime implementado pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro e aplicando-o ao presente exemplo, a aquisição potestativa já seria possível de ser exercida pela sociedade A, já que o único requisito que condiciona a mesma está observado: ter mais de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social.

Concluímos, facilmente, com base no exemplo exposto e no que anteriormente já tinha sido dito, que a segunda parte do duplo requisito, agora eliminado com o Cód.VM revisto, apresentava-se como uma condicionante oprimente à possibilidade de exercício tanto da aquisição potestativa, como conseqüentemente da alienação potestativa.

Por último, embora não tanto impactante, merece também menção a alteração respeitante ao número segundo do art. 194.º que versa sobre a contrapartida da aquisição. O legislador pátrio introduziu uma mudança sistemática no número em análise, tendo ajustado os critérios de fixação da contrapartida, através da autonomização da temática da contrapartida na própria norma do art., dedicando-lhe o número 2 e rompendo com a remissão para o art. 188.º. Esta alteração é merecedora da nossa concordância, pois acaba, em primeiro lugar, por simplificar o regime da contrapartida no âmbito da aquisição potestativa, assumindo-se, também, como mais garantística, ao estipular uma contrapartida mínima, sendo esta a que foi aplicada na oferta pública de aquisição ou, se mais elevada, a contrapartida (com o valor mais alto registado) estipulada num acordo para a aquisição de valores mobiliários da mesma categoria entre o momento do apuramento de resultados da oferta e o registo da aquisição potestativa pela CMVM.

Ora, este acréscimo normativo, que serve como um aperfeiçoamento da norma, passa a refletir a igualdade de tratamento entre os titulares das ações remanescentes, garantindo que todos os acionistas remanescentes beneficiem da aplicação do mesmo preço aquando do exercício da aquisição potestativa. No entanto, por outro lado, poderíamos numa primeira análise considerar que o fim da remissão para o art. 188.º acarreta uma eventual penalização respeitante à questão da fiscalização e contestação da contrapartida. Se, à luz do Cód.VM anterior à revisão imposta pela Lei n.º 99-A/2021, o regime mobiliário relativamente a essa questão remetia genericamente “*para as regras gerais previstas para as ofertas públicas de aquisição obrigatória (art. 188.º, “ex vi” do*

*art. 194.º, n.º 1, CVM)*¹²⁶, parecendo (apenas) deixar margem para uma intervenção por parte da CMVM (188.º/2), agora, com a extinção dessa remissão na nova redação do número 1, nem isso se poderá verificar ficando o regime mais enfraquecido. Não obstante, encontrando-se a contrapartida firmemente estabelecida no número 2 do art. 194.º, a necessidade de uma intervenção por parte da CMVM revela-se, a nosso ver, como prescindível.

Outrossim, o novo regime da aquisição tendente ao domínio total revisto pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, apresenta-se não só como mais simples, fazendo jus à missão do legislador de simplificar o normativo mobiliário, mas também como mais razoável e praticável, conseguindo, a nosso ver, alcançar o tão almejado equilíbrio entre as pretensões do sócio maioritário, a salvaguarda dos acionistas minoritários e ainda o interesse da própria sociedade.

¹²⁶ ENGRÁCIA ANTUNES, 2001, p. 39, nota 51.

10. CONCLUSÃO

A presente dissertação procurou respeitar uma lógica comparativa “antes *versus* depois”, procurando contextualizar a realidade que se observava no Cód.VM anterior às alterações promovidas pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, analisando de forma crítica a pertinência das últimas.

Concluído o nosso estudo, sabendo que muito ficou por tratar, cumpre-nos mencionar as conclusões advindas da apreciação e investigação que realizamos.

Em primeiro lugar, é de louvar a iniciativa do legislador e conseqüentemente a redação da Lei n.º 99-A/2021, no respeitante às alterações do Cód.VM analisamos. O contexto mobiliário atual é muito diferente do de há duas décadas. Se é verdade que, por um lado, a globalização, digitalização e a sofisticação de certos instrumentos e procedimentos vieram revolucionar o mercado, também é verdade que não vieram sozinhas, trazendo vários problemas que necessitam de previsão e resposta.

A revisão do Cód.VM operada pela presente lei evidencia uma clara preocupação evolutiva e de adaptação ao século XXI, pugnando pela simplificação, dinamização e redução da onerosidade das soluções contantes.

Em segundo lugar, ainda respeitante às alterações operadas pela Lei n.º 99-A/2021, aplaudimos em específico, entre outras, também mencionadas na dissertação:

- A extensão da prova negativa do domínio às situações em que se encontra ultrapassado o limite de metade dos direitos de voto, privilegiando o legislador um entendimento material de domínio invés ao formal;
- A (re)inclusão da transmissão de controlo *mortis causa* como motivo derogatório da obrigação de lançamento de OPA;
- As alterações ao regime da contrapartida em sede de OPA obrigatória;
- A reformulação do art. 194º Cód.VM que veio permitir, com a eliminação do segundo limiar presente no segundo requisito, uma maior aplicação da figura da aquisição potestativa.

Por fim, consideramos válidas as nossas reflexões sobre a abrangência do prémio de controlo, um tema merecedor de uma análise própria. Cremos que se assume como redutor classificar unicamente como prémio de controlo o pago ao alienante de um bloco controlador, considerando que pode no próprio mercado bolsista haver lugar também ao pagamento de um prémio imposto pelo mercado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Obras e Artigos:

- ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE (2013), *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados*, Coimbra Editora, Coimbra.
- ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE (2020), *Aquisição Potestativa versus Alienação Potestativa*, Revista de Direito Comercial, Liber Amicorum, pp. 1201-1216.
- ANDRADE, CARLOS COSTA; STOKES, MIGUEL (2021), *Contributo para o Estudo da Imputação de Direitos de Voto no Contexto do Dever de Lançamento de OPA*, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários, Almedina, pp. 61-93.
- ANDREWS, WILLIAM (1965), *The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares*, Harvard Law Review, n.º 78, pp. 505-563.
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA (2001), *A Aquisição Tendente ao Domínio Total (Da Sua Constitucionalidade)*, Coimbra Editora, Coimbra.
- BAPTISTA, DANIELA FARTO (2016), *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Universidade Católica Editora, Porto.
- BAUM, HARALD; KUMPAN, CHRISTOPH; STEFFEK, FELIX; WATANABE, HIROYUKI (2011), *Issues in German Takeover Law (Interview With Researchers from the Max Planck Institute for Private Law)*, The Quarterly Review of Corporation Law and Society, n.º 29, pp. 91-111.
- BERLE, ADOLF; MEANS, GARDINER (1967), *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers.
- CALERO, FERNANDO SÁNCHEZ (2009), *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS)*, Editorial Civitas, Madrid.
- CÂMARA, PAULO (2000), *O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, pp. 195-270.
- CÂMARA, PAULO (2018), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.º edição, Almedina, Lisboa.

CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE (2000), *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, n.º 7, pp.162-193.

CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO (2021), *A Imputação de Direitos de Voto para Efeitos de OPA's e Algumas Notas Avulsas*, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários, Almedina, pp. 165-200.

CORDEIRO, ANTÓNIO BARRETO MENEZES (2019), *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.º edição, Almedina, Lisboa.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES (2011), *OPA's obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização*, Revista de Direito das Sociedades, Ano III, n.º 4, pp. 927-984.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES (2004), *Vernáculo jurídico: Diretrizes ou Directivas*, Revista da Ordem dos Advogados, n.º 64, I/II.

COUTO, ANA SÁ (2006), *Breve Comentário à Transposição da Diretiva das OPA*, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, n.º 25, pp. 70-78.

EASTERBROOK, FRANK; FISCHER, DANIEL (1981), *Corporate Control Transactions*, The Yale Law Journal, pp. 698-737.

FERREIRA, JULIANO (2017), *Sociedade com o Capital Aberto ao Investimento do Público: Relevância da Lei Pessoal na Aquisição e Perda da Qualidade de Sociedade Aberta*, Revista de Direito das Sociedades, Ano IX, n.º 2, pp. 219-254

FERREIRA, JULIANO (2021), *Contributo para o Estudo da Imputação de Direitos de Voto no Contexto do Dever de Lançamento de OPA*, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários, Almedina, pp. 305-350.

FERREIRA, MANUEL REQUICHA (2014), *O dever de lançamento de OPA nos casos de sucessão mortis causa*, Revista de Direito das Sociedades, Ano VI, n.º 1, Almedina, Coimbra, pp. 9-58.

FERREIRA, MANUEL REQUICHA (2008), *OPA Concorrente*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 30, pp. 19-78.

GARCIA, AUGUSTO TEIXEIRA (1995), *OPA Da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico*, Coimbra Editora, Coimbra.

GUINÉ, ORLANDO VOGLER (2008), *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, VIII, Coimbra Editora, Coimbra, pp. 151-181.

LEAL, MIGUEL RODRIGUES; STOKES, MIGUEL (2018), *A Prova Negativa de Domínio no Regime Português da OPA Obrigatória*, Direito das Sociedades em Revista, XX, pp. 123-147.

MACHADO, JOÃO BAPTISTA (1989), *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Almedina, Coimbra, pp.182-183.

MARTINS, JOSÉ FAZENDA (2012), *Operações sobre Instrumentos Derivados, Imputação de Direitos de Voto e Contrapartida da Oferta Pública de Aquisição*, Estudos em Memória do Professor Doutor Paulo M. Sendin, Direito e Justiça, Revista da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Universidade Católica Editora, Lisboa, pp. 133-166.

MORAIS, JORGE ALVES; LIMA, JOANA MATOS (2015), *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, Quid Iuris.

MUCCIARELLI, FEDERICO (2014), *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, Giappichelli Editore, Torino.

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE (2012), *OPA Obrigatória e Controlo Indireto*, Revista de Direito das Sociedades, Ano IV, n.º 3, Almedina, Coimbra, pp. 593-661.

PAPADOPOULOS, THOMAS (2007), *The Mandatory Provisions of EU Takeover Bid Directive and Their Deficiencies*, Law and Financial Markets Review, LFM, n.º 6, pp. 525-533.

PICCO, FEDERICO; PONZIANI, VALERIA; TROVATORE, GIANFRANCO; VENTORUZZO, MARCO (2021), *Tender Offers and Takeover Bids in Italy from 2007 to 2019*, Empirical Evidence and Discussion Points, CONSOB Discussion Papers, n.º 9.

PINTO, RITA OLIVEIRA (2021), *A Extinção do Estatuto da Sociedade Aberta*, Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários, Almedina, pp. 263-277.

RESENDE, JOÃO DE MATTAMOUROS (2007), *A Imputação dos Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 26, pp.59-70.

SANTOS, HUGO MOREDO (2011), *Transparência, OPA obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra Editora.

SANTOS, HUGO MOREDO SANTOS (2007), *Aquisição Tendente ao Domínio Total de Sociedades Abertas*, Direito dos Valores Mobiliários, VII, Coimbra Editora, pp. 275-402.

SEQUEIRA, MANUEL CARDOSO (2014), *OPA Obrigatória – Impacto das Relações de Domínio e de Grupo*, Revista de Direito das Sociedades, Ano VI, n.º 1, Almedina, Coimbra, pp. 61-150.

SILVA, PAULA COSTA E (2007), *A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição*, Jornadas das Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira, Almedina, pp. 243-282.

SILVA, NUNO GOMES DA (1978), *Direito das Sucessões*, Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, Lisboa.

SOBREIRA, NUNO; ANDRADE, ISABEL REBELO DE (2022), *Participações Qualificadas – Da Perspetiva do Emitente e dos Investidores*, Revisão do Código dos Valores Mobiliários – Um Roteiro, Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados, pp. 13-16.

VIÇOSO, MAGDA; ROSA, MARTA PEREIRA (2022), *Supressão da figura de “sociedade aberta” – principais impactos da perspetiva dos emitentes, dos investidores e dos newcomers*, Revisão do Código dos Valores Mobiliários – Um Roteiro, Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados, pp. 8-12.

Jurisprudência:

Acórdão do Tribunal Constitucional, de 26 de novembro de 2002 (Processo n.º 310/99), (www.dgsi.pt).

ANEXOS



Anexo I

Banco BPI, S.A.
Sociedade Aberta
Sede: Rua Tenente Valadim, 284, Porto
Capital Social € 990 000 000
Número único de matrícula na Conservatória do
Registo Comercial do Porto e de Pessoa Colectiva 501 214 534

Banco BPI, S.A. informa ter recebido do CaixaBank, S.A. a seguinte comunicação:

“O CaixaBank, S.A. vem, pela presente, solicitar ao Banco BPI, S.A., no âmbito do enquadramento das participações qualificadas em sociedades abertas, a publicação da seguinte informação:

FACTO RELEVANTE

O CaixaBank informa que celebrou, na presente data, um contrato de compra e venda da participação de 18,87% no banco português Banco BPI, S.A. (“**BPI**”) detida indiretamente pela Itaú Unibanco Holding S.A. (Banco Itaú), por um preço total de 93.420.330 euros (€0,50 por ação). Esta aquisição encontra-se condicionada à declaração de não oposição do Banco de Portugal nos termos da legislação aplicável, cujo pedido foi já apresentado pelo CaixaBank em momento anterior à celebração do contrato. Verificando-se a condição, o CaixaBank adquirirá a referida participação, passando a deter 48,97% do capital social do mencionado banco.

Nesta data foi solicitado, formalmente, à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“**CMVM**”), nos termos e para os efeitos do disposto no artigo 187.º, n.º 2 do Código dos Valores Mobiliários, o reconhecimento da inexistência de domínio do Banco BPI pelo CaixaBank e, em resultado, a inexigibilidade de lançamento de uma OPA obrigatória sobre 100% do capital do BPI, em virtude da ultrapassagem do limiar de um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade aberta em Portugal.

Na sequência de requerimento do CaixaBank a CMVM reconheceu que com a informação atualmente disponível não é exigível o lançamento de oferta pública de aquisição obrigatória por considerar provado que, com a referida participação, o CaixaBank não obtém o domínio do BPI, na medida em que: (i) o CaixaBank não possa exercer por si só o domínio na Assembleia Geral do BPI por existirem acionistas qualificados que, no seu conjunto, superem o poder de voto do CaixaBank; (ii) haja proporcionalidade entre a percentagem dos direitos de voto que o CaixaBank pode exercer e o número de administradores por si designados para o Conselho de Administração do BPI; (iii) se mantenha a atual limitação estatutária aos direitos de voto e (iv) a evolução da intervenção do CaixaBank no governo societário do BPI seja comunicada regularmente à CMVM. Adicionalmente, o regulador considera que, no caso hipotético de lançamento pelo CaixaBank de uma OPA sobre o BPI nos próximos dois anos, a contrapartida da oferta - sem prejuízo do cumprimento dos critérios da contrapartida mínima em caso de OPA obrigatória - não poderá ser inferior ao preço por ação pago na presente aquisição.

Barcelona, 20 de Abril de 2012.”

Banco BPI, S.A.

Porto, 20 de Abril de 2012

PARTICIPAÇÃO QUALIFICADA

Nos termos e para os efeitos do artigo 17.º do Código dos Valores Mobiliários, torna-se público o conteúdo da comunicação hoje recebida da InterCement Austria Holding GmbH:

“Nos termos e para os efeitos do disposto no artigo 16.º do Código dos Valores Mobiliários (“Cód.VM”) e do artigo 2.º do Regulamento da CMVM n.º 5/2008, a InterCement Austria Holding GmbH, sociedade de responsabilidade limitada, com sede em Hohenstaufengasse, n.º 10, 3.º Piso, 1010 Viena, Áustria, inscrita no Tribunal do Comércio de Viena, sob o número FN 358795s, com o capital social de € 35.000 (trinta e cinco mil euros), vem por este meio comunicar a V/Exas. o seguinte:

- (i) No dia 20 de junho de 2012, procedeu-se ao apuramento do resultado da Oferta Pública Geral e Obrigatória de Aquisição de ações da Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, S.A. (“Cimpor”) lançada pela InterCement sobre a Cimpor (“OPA”), em virtude da qual a InterCement adquiriu 183.607.708 ações, representativas de 27,32% do capital social e de igual percentagem dos direitos de voto da Cimpor. A contrapartida paga pela InterCement na Oferta foi de € 5,50 (cinco euros e cinquenta cêntimos) por ação representativa do capital social Cimpor.
- (ii) Adicionalmente, durante o período da Oferta, que decorreu entre os dias 30 de Maio de 2012 e 19 de Junho de 2012 (inclusive), a InterCement adquiriu no mercado Euronext, pelo preço unitário de €5,50 (cinco euros e cinquenta cêntimos), 84.936.946 ações representativas de 12,64% do capital social e dos direitos de voto da Cimpor.
- (iii) Assim, em resultado da aquisição das referidas ações e na sequência do entendimento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“CMVM”), considerando o posicionamento da Caixa Geral de Depósitos, S.A., do Grupo Camargo Corrêa e da Votorantim Cimentos S.A. perante a OPA, passaram a ser imputáveis à InterCement:
 - a. a título direto, nos termos e para os efeitos do disposto no proémio do n.º 1 do artigo 20.º do Cód.VM, um total de 39,96% dos direitos de voto da Cimpor, inerentes a 268.544.654 ações ordinárias, escriturais e nominativas, representativas de igual percentagem do capital social da Cimpor;

1 / 3

Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.

Sociedade Aberta

Sede: Rua Alexandre Hercolano, 35 | 1250-009 LISBOA | PORTUGAL

Capital Social: 672.000.000 Euros

Número Único de Pessoa Coletiva e Conservatória do Registo. Comercial de Lisboa: 500 722 900

Relações com Investidores

Filipa Mendes, IRO | Francisco Sequeira, IR

E-mail: InvestorRelations@cimpor.com

Tel.: (351) 21 311 8889

Anexo II



- b. a título indireto: (i) 32,94% dos direitos de voto da Cimpor, detidos pela Camargo Corrêa Cimentos Luxembourg, S.à.r.L., sociedade constituída de acordo com as leis do Luxemburgo, com sede em 65 Boulevard Grande - Duchesse Charlotte, Luxemburgo (subsidiária integral da Camargo Corrêa S.A.), acrescidos de (ii) 21,20% detidos pela Votorantim (imputáveis ao Grupo Camargo Corrêa, no entender da CMVM, ao abrigo das alíneas c) e h) do n.º 1 do artigo 20.º do Cód.VM),

totalizando uma participação qualificada global de 94,11% do capital social e dos direitos de voto da Cimpor.

- (iv) Os direitos de voto na Cimpor detidos pela InterCement são igualmente imputáveis às seguintes entidades:

- a. À sociedade InterCement Participações S.A., sociedade constituída de acordo com as leis da República Federativa do Brasil, inscrita no CNPJ/MF sob o n.º 10.456.140/0001-22, com sede na Avenida das Nações Unidas, 12495, 14.º - A, na capital do estado de São Paulo, que detém a totalidade do capital social da InterCement;
- b. À sociedade Camargo Corrêa S.A., sociedade constituída de acordo com as leis da República Federativa do Brasil, inscrita no CNPJ/MF sob o n.º 01.098.905/0001-09, com sede em Rua Funchal, 160 – Vila Olímpia, na capital do estado de São Paulo (“Camargo Corrêa”), que detém 99,99% do capital social da InterCement Participações S.A.;
- c. À sociedade Participações Morro Vermelho S.A., sociedade constituída de acordo com as leis da República Federativa do Brasil, com sede em Rua Funchal, 160 – Vila Olímpia, na capital do estado de São Paulo, que domina integralmente a Camargo Corrêa;
- d. Às sociedades RRRPN Empreendimentos e Participações S.A., RCABON Empreendimentos e Participações S.A., RCABPN Empreendimentos e Participações S.A., RCNON Empreendimentos e Participações S.A., RCNPN Empreendimentos e Participações S.A., RCPODON Empreendimentos e Participações S.A. e RCPODPN Empreendimentos e Participações S.A. (todas constituídas de acordo com as leis da República Federativa do Brasil e com sede em Rua Funchal, 160 – Vila Olímpia, na capital do estado de São Paulo), que

2 / 3

Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.

Sociedade Aberta
Sede: Rua Alexandre Herculano, 35 | 1250-009 LISBOA | PORTUGAL
Capital Social: 672.000.000 Euros
Número Único de Pessoa Coletiva e Conservatória do Registo. Comercial de Lisboa: 500 722 900

Relações com Investidores

Filipa Mendes, IRO | Francisco Sequeira, IR
E-mail: InvestorRelations@cimpor.com
Tel. (351) 21 311 8889

Anexo II



- detêm o domínio conjunto direto da Participações Morro Vermelho S.A. através de acordo parassocial entre elas celebrado; e
- e. Às seguintes pessoas singulares, que detêm em conjunto o domínio da sociedade RRRPN – Empreendimentos e Participações S.A. e isoladamente o domínio das sociedades que a seguir se identificam:
- i. Rosana Camargo de Arruda Botelho, que detêm o domínio direto das sociedades RCABON Empreendimentos e Participações S.A. e RCABPN Empreendimentos e Participações S.A.;
 - ii. Renata de Camargo Nascimento, que detêm o domínio direto das sociedades RCNON Empreendimentos e Participações S.A. e RCNPN Empreendimentos e Participações S.A.; e
 - iii. Regina de Camargo Pires Oliveira Dias, que detêm o domínio direto das sociedades RCPODON Empreendimentos e Participações S.A. e RCPODPN Empreendimentos e Participações S.A.
- f. À Camargo Corrêa Cimentos Luxembourg, S.à.r.L.; e
- g. À Votorantim Cimentos, S.A."

Lisboa, 25 de junho de 2012.

3 / 3

Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.

Sociedade Aberta
Sede: Rua Alexandre Herculano, 35 | 1250-009 LISBOA | PORTUGAL
Capital Social: 672.000.000 Euros
Número Único de Pessoa Coletiva e Conservatória do Registo, Comercial de Lisboa: 500 722 900

Relações com Investidores

Filipa Mendes, IRO | Francisco Sequeira, IR
E-mail: InvestorRelations@cimpor.com
Tel. (351) 21 311 8889

Anexo III

PRIMEIRO ANÚNCIO Perda da Qualidade de Sociedade Aberta Sonae Indústria, SGPS, S.A

Nos termos e para os efeitos dos artigos 28.º e 29.º do Código dos Valores Mobiliários (“Cód.VM”), informam-se os Senhores Acionistas da Sonae Indústria, SGPS, S.A. e o público em geral de que:

1. Ao abrigo do disposto no n.º 1, alínea b), e do n.º 2 do artigo 27.º do Cód.VM, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“CMVM”) deferiu, em 22 de julho de 2021, a perda da qualidade de sociedade aberta da Sonae Indústria SGPS, S.A. sociedade com sede social no Lugar do Espido, Via Norte, 4470 Maia, matriculada na Conservatória do Registo Comercial da Maia sob o número único de matrícula e de pessoa coletiva 506.035.034, com o capital social integralmente subscrito e realizado de €308.321.344,20, representado por 93.650.000 ações ordinárias, escriturais e nominativas, sem valor nominal (a “**Sonae Indústria**”).
2. A perda da qualidade de sociedade aberta foi requerida à CMVM na sequência da deliberação da assembleia geral anual de acionistas da Sonae Indústria, realizada em 28 de junho de 2021 (“**Assembleia Geral**”), com os votos favoráveis correspondentes a 92,497% do capital social e dos direitos de voto da Sonae Indústria.
3. Em cumprimento do disposto no n.º 3 do artigo 27.º do Cód.VM, a acionista Efanor Investimentos - SGPS, S.A., sociedade com sede social na Avenida da Boavista, 1277/1281 - 4.º, Porto, matriculada na Conservatória do Registo Comercial do Porto, com o número único de matrícula e de pessoa coletiva 502.778.466, com o capital social integralmente subscrito e realizado de €82.999.666,34, (a “**Efanor**”) obrigou-se a adquirir, durante o prazo de três meses contado a partir da data de publicação de decisão favorável da CMVM, ou seja, entre 22 de julho de 2021 e 23 de outubro de 2021, ambas as datas *inclusive*, as ações pertencentes aos acionistas da Sonae Indústria que não a Efanor e a Pareuro, BV, sociedade cujo capital social é integralmente detido pela Efanor, desde que as mesmas se encontrem livres de quaisquer ónus, encargos ou responsabilidades, bem como de quaisquer limitações ou vinculações, nomeadamente quanto aos respetivos direitos patrimoniais e/ou sociais ou à sua transmissibilidade.
4. Tendo em conta que, à data de 15 de julho de 2021, a Efanor e a Pareuro, BV, detinham um total de 86.829.520 (oitenta e seis milhões oitocentas e vinte e nove mil quinhentas e vinte) ações representativas do capital social da Sonae Indústria, a obrigação de aquisição referida no parágrafo *supra* tem por objeto um máximo de 6.820.480 (seis milhões, oitocentas e vinte mil quatrocentas e oitenta) ações representativas de 7,28% do capital social e dos direitos de voto da Sonae Indústria.
5. A contrapartida oferecida pela Efanor é de €1,14 (um euro e catorze cêntimos) por ação, contrapartida que (i) excede a cotação média ponderada das ações da Sonae Indústria no Euronext Lisbon, nos 6 (seis) meses anteriores à divulgação da convocatória da Assembleia Geral, que foi de €1,064 (um euro e seis vírgula quatro cêntimos) por ação; (ii) corresponde ao maior preço pago pela Efanor (ou, tanto quanto é do conhecimento desta, por entidades que em relação a esta se encontrem em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º do Cód.VM) no período de 6 (seis) meses anterior à divulgação da convocatória da Assembleia Geral e (iii) tem em conta que, considerando os elementos

Anexo III

existentes à data da convocação da Assembleia Geral, incluindo, designadamente, o nível de liquidez das ações da Sonae Indústria e a circunstância de a Efanor ser já titular de participação que a habilita a recorrer ao mecanismo previsto no artigo 27.º, n.º1, b), do Cód.VM, a CMVM confirmou à Efanor não serem neste caso aplicáveis as disposições dos n.ºs 2 e 3 do artigo 188.º do CódVM.

6. Para os efeitos previstos no parágrafo 3 *supra*, a Efanor efetuou, junto do Caixa - Banco de Investimento, S.A., depósito caução no montante global de €7.775.347,20 (sete milhões, setecentos e setenta e cinco mil trezentos e quarenta e sete euros e vinte centimos), destinado a garantir o pontual cumprimento da obrigação de pagamento da totalidade do valor da contrapartida de aquisição das ações representativas do capital social da Sonae Indústria, detidas pelos referidos acionistas da Sonae Indústria.
7. Foi transmitida ao Caixa - Banco de Investimento, S.A. uma ordem permanente de compra que abrange as referidas 6.820.480 ações da Sonae Indústria, ao preço unitário €1,14 (um euro e catorze centimos) por ação, válida pelo período de 3 (três) meses compreendido entre 22 de julho de 2021 e 23 de outubro de 2021 (ambos *inclusive*), ou até ao momento em que seja concretizada a potencial aquisição potestativa das ações remanescentes da Sonae Indústria, nos termos do artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais, se anterior.
8. Neste sentido, igualmente se comunica que os Senhores Acionistas poderão, a partir da presente data e até às 15:00 horas do dia 23 de outubro de 2021, vender as suas ações, pela contrapartida oferecida de €1,14 (um euro e catorze centimos) por cada ação, mediante a apresentação, através dos seus intermediários financeiros, da respetiva ordem de venda.
9. Mais se refere que a Efanor considera vir subsequentemente a promover o recurso ao mecanismo legal de aquisição potestativa das ações remanescentes da Sonae Indústria, previsto no artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais, dentro dos prazos legais e mediante contrapartida não superior a € 1,14 por cada ação.
10. Considerando esta decisão de deferimento da perda da qualidade de sociedade aberta do Conselho de Administração da CMVM:
 - a A Sonae Indústria perde a qualidade de sociedade aberta a partir da publicação da decisão da CMVM, que ocorreu no presente dia 22 de julho de 2021; e
 - b Em consequência, ocorre automaticamente a exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações da Sonae Indústria a partir da data mencionada no número anterior, isto é, de 22 de julho de 2021, ficando vedada a sua readmissão no prazo de um ano.
11. Todos os anúncios cuja publicação seja devida ao abrigo do artigo 28.º do Cód.VM serão divulgados nos prazos previstos nesse preceito e no sistema de difusão de informação da CMVM, disponível em www.cmvm.pt.

Lugar do Espido, 22 de julho de 2021

Sonae Indústria, SGPS, S.A.