

Universidade Católica Portuguesa
Faculdade de Direito | Escola de Lisboa



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

***Control Enhancing Mechanisms vs. Breakthrough Rule. Será tempo de
revisão da Diretiva das OPAs?***

Dissertação de Mestrado em Direito Empresarial orientada pelo Professor Doutor Jorge
Brito Pereira

Fátima Raquel Alves Nunes
Lisboa, 22 de julho 2024

À minha família

Advertências

As monografias vão citadas pelo respetivo nome do autor, título completo da obra, volume, editora, local de edição, ano e página(s). As referências subsequentes da mesma obra citam apenas o autor, o título abreviado da obra seguido de *op.cit.* e a(s) página(s), omitindo-se os restantes elementos.

A citação de publicações periódicas segue, por sua vez, a seguinte ordem: nome do(s) autor(es), título completo do artigo entre aspas, nome do periódico precedido de *in*, volume (ou ano), número, ano civil e página(s). Nas citações subsequentes do mesmo artigo cita-se nome do autor, título abreviado seguido de *op. cit.* e a(s) página(s), omitindo-se os restantes elementos. A citação de obras coletivas segue ordem semelhante, com as devidas adaptações, indicando-se, na primeira citação, o nome do(s) autor(es), título completo do artigo entre aspas, título da obra precedido de *in*, identificação do(s) coordenador(es), editora, local de edição, ano e página(s). Os artigos consultados *online* citam o respetivo *site*.

Os documentos oficiais citados observam a seguinte ordem: entidade, título do documento, fonte de publicação, data e página(s) sendo que as referências subsequentes indicam apenas a entidade, o título abreviado e a(s) página(s). Os documentos consultados *online* citam o respetivo *site*.

As expressões estrangeiras são apresentadas em itálico sendo as traduções da responsabilidade do autor.

A lista bibliográfica consta do final do trabalho estando os nomes dos autores indicados de forma invertida (apelido, nome).

Índice

Siglas, acrónimos e abreviaturas	6
1. Introdução.....	8
2. A OPA hostil e o <i>market for corporate control</i>	11
2.1.Considerações gerais.....	11
2.2. As Medidas defensivas – em especial, a propensão defensiva dos CEMs	14
3. A Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição.....	16
3.1.Breve resenha histórica	16
3.2.A <i>breakthrough rule</i> . Delimitação do conceito.....	19
3.3.A transposição da Diretiva	22
4. A proteção dos acionistas minoritários e o paradoxo gerado pela Diretiva.....	24
4.1.Delimitação do Problema.....	24
4.2. O caso português em especial	28
4.2.1. O anteprojeto de alteração do art. 182.º-A do CVM	29
4.2.2. O DL 20/2016, de 20 de abril.....	29
5. Há espaço para uma reinvenção da <i>breakthrough rule</i>?.....	31
5.1. Uma abordagem crítica	31
5.2. As novas tendências dos mercados de capitais	36
5.2.1. Em especial, as novas tendências do <i>market for corporate control</i>	38
5.3. Os prós e contras de uma eventual revisão	39
5.4. Considerações finais	41
6. Conclusão	43
Referências bibliográficas.....	45

Siglas, acrónimos e abreviaturas

AEM	Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado
Al(s).	Alínea(s)
Art(s).	Artigo(s)
CEMs	<i>Control Enhancing Mechanisms</i>
Cf.	Conforme
CGSL	<i>Católica Global School of Law</i>
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais Código das Sociedades Comerciais aprovado pelo Decreto-lei n.º 114-D/2023, de 05 de dezembro.
CVM	Código dos Valores Mobiliários aprovado pelo Decreto-lei n.º 66/2023, de 08 de agosto
Diretiva das OPAs	Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição
DL	Decreto-Lei
DSR	Direito das Sociedades em Revista
ECGI	<i>European Corporate Governance Institute</i>
ed.	Edição
EM	Estados Membros
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
et. al.	<i>et alii</i>
EUA	Estados Unidos da América
i.e.	<i>id est</i>
IPCG	Instituto Português de Corporate Governance
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
n.º(s)	Número(s)

OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
op. cit.	<i>opus citatum</i>
OPAs	Oferta(s) Pública(s) de Aquisição
p.	Página
p.e.	Por exemplo
pp.	Páginas
PSI	<i>Portuguese Stock Index</i>
RDFMC	Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais
RDS	Revista de Direito das Sociedades
Reimp.	Reimpressão
RGICSF	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras aprovado pela Lei n.º 23-A/2022, de 09 de dezembro
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
ss.	Seguintes
UE	União Europeia
Vd.	<i>Vide</i>
Vol.	Volume

1. Introdução

É intuitiva a ideia de que o desempenho dos mercados de capitais depende, em parte, das estruturas de capital das sociedades que os compõem. A dicotomia visível nos sistemas de *corporate governance* dessas sociedades tem sido, por isso, assunto de discussão. Refere-se, a propósito – e, com alguma frequência – as diferenças entre os mercados dos EUA e do Reino Unido, onde se verifica a predominância de sociedades com capital disperso¹, em oposição às sociedades com estruturas de capital altamente concentradas que predominam nos restantes mercados, em particular, nos mercados de capitais da Europa continental. Coincidência, ou não, a verdade é que os primeiros se caracterizam pela sua maior eficiência e dinamismo, enquanto os segundos parecem viver numa busca incessante de aumento de eficiência e de atratividade.

Uma maior ou menor dispersão do capital implica, também, uma diferente abordagem na resolução de problemas, em especial, no que toca ao reforço do papel dos acionistas no seio da sociedade. O *corporate governance* moderno tem procurado restituir a confiança dos investidores, perdida na sequência dos escândalos e crises financeiras que assolaram os últimos anos, fruto dos abusos verificados na gestão das respetivas sociedades. Porém, de diferentes estruturas de capital resultam diferentes problemas de agência daí que, comumente se diga que em matéria de governação societária “*one size does not fit all*”². Se, por um lado nas sociedades com dispersão de capital é devido o combate ao *free riding problem*, por outro, nos sistemas de governação das sociedades com alta concentração de capital, o foco será o de impedir ou o de, pelo menos, reduzir a extração indevida de benefícios privados de controlo³.

Cumpre clarificar que a existência de *blockholders*, *i.e.*, de titulares de participações sociais que lhes permitem assumir o controlo de facto duma sociedade⁴, nem sempre

¹ Esta realidade tem vindo, contudo, a alterar-se face ao crescente número de sociedades com estruturas de capital concentrado nos mercados de capitais americanos e ingleses e que se deve, sobretudo, à maior presença de investidores institucionais. Neste sentido *vd.* OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2023*, OECD Publishing, Paris, 2023, pp. 11-38. Disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org>.

² A expressão não é recente, porém a sua significação mantém-se bastante atual. *Vd.* SRIDHAR R. ARCOT, VALENTINA G. BRUNO “One size does not fit all, after all: Evidence from Corporate Governance” in *SSRN Electronic Journal*, 2007. Disponível em: <https://papers.ssrn.com>.

³ Falamos, portanto, de conflitos de agência horizontais, *i.e.*, entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Neste sentido ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Governo das Sociedades*, reimp. (2023) da 1ª ed., Almedina, Lisboa, 2017, p. 19 e ss.

⁴ O acesso a tal posição de controlo, aqui tida num sentido informal, depende de vários fatores nomeadamente dos mercados em que tais sociedades se encontram inseridas, da participação dos acionistas nas assembleias gerais e, claro, da estrutura de capital social da sociedade. Neste sentido, JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, Almedina, Lisboa, 2022, p. 81. Embora alguns estudos

resulta de uma relação de proporcionalidade. Melhor dizendo, o controlo societário nem sempre advém de uma correlativa participação maioritária no capital social já que se admite, ainda que com variações geográficas, a criação de discrepâncias entre os *cash flow rights* e os direitos de voto, principalmente, através do recurso aos *control enhancing mechanisms* (ou, abreviadamente, CEMs). Tais discrepâncias podem revelar-se como problemáticas já que potencializam a existência de um controlo minoritário, no qual se verifica uma maior tendência para a apropriação de benefícios privados de controlo⁵.

Para além de possibilitarem a concentração do poder de voto num único acionista (ou grupo de acionistas) o que, conseqüentemente, tem implicações no governo da sociedade, estes mecanismos têm, ainda, uma outra funcionalidade que se caracteriza pela sua propensão defensiva (e, até mesmo preventiva) contra eventuais tentativas de aquisição afetando, também, o *market for corporate control* e a função disciplinadora que lhe é inerente.

Face aos riscos e conflitos que podem ser sentidos, o alinhamento dos interesses dos acionistas controladores com os interesses dos acionistas minoritários pode revelar-se como uma tarefa algo complexa. Com efeito, originaram-se, principalmente no seio da UE, debates intermináveis acerca da eventual necessidade de se estabelecer uma relação de proporcionalidade entre o capital e o controlo dos quais se chegou até a equacionar a efetiva implementação da *shareholder democracy*⁶. Porém, atualmente, as preocupações em torno do tema apenas se consubstanciam em deveres de transparência e – de forma bastante questionável – na Diretiva das OPAs.

Mediante a verificação de determinadas circunstâncias – e, caso existam – a *breakthrough rule*, prevista no art. 11.º da Diretiva, possibilita a neutralização de alguns

científicos apontem como referência participações de pelo menos 5% do capital cf. ALEX EDMANS, “Blockholders and Corporate Governance” in *Annual Review of Financial Economics*, vol. 6, 2014, pp. 23-50, a verdade é que essa realidade não é compatível com as estruturas de capital altamente concentradas que predominam nas sociedades que integram os mercados europeus e cujas participações de referência devem ser, necessariamente, mais elevadas. No mesmo sentido JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural...* op.cit., p. 81 e ss.

⁵ Neste sentido KOEN GEENS, CARL CLOTTENS, “One Share, One Vote: Fairness, Efficiency and EU Harmonisation Revisited” in *The European Company Law Action Plan Revisited*, KLAUS J. HOPT, KOEN GEENS (ed.), Leuven University Press, 2010, p. 157 e ss.

⁶ A respeito vd. COMISSÃO EUROPEIA, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union*, COM (2003) 284 final, de 21/05/2003. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu>. Refere JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural...* op.cit., p. 159, a propósito da *shareholder democracy*, “recorrendo a uma analogia corrente, afirma-se que, da mesma forma que na generalidade das democracias é atribuído um voto eleitoral ou referendário a cada cidadão adulto, na sociedade de capitais a correspondência é feita, não por cabeça, mas em função da contribuição para o capital da sociedade comercial”.

dos CEMs que podem estar presentes nas sociedades que sejam alvo de tentativa de aquisição. Não obstante, tendo em conta o seu carácter opcional, a sua aplicabilidade é praticamente nula, fazendo com que subsista uma certa facilidade à obstaculização do sucesso de OPAs hostis e, consequentemente, do bom funcionamento do *market for corporate control*.

A verdade é que, vinte anos volvidos, a *breakthrough rule*, outrora tida, por alguns, como fundamental para a criação de um mercado de capitais mais eficiente, justo e equitativo, com enfoque no tratamento igualitário de todos os investidores, permanece imutável numa Diretiva, também ela, algo contraditória e sem perspetivas de revisão.

Uma vez que os temas que a regra se propunha a tratar continuam bastantes atuais – embora com um conjunto de novos desafios – a presente dissertação procura analisar se, face ao atual panorama dos mercados de capitais, será legítimo e, sobretudo, pertinente uma reinvenção da *breakthrough rule*.

Para o efeito, dedicar-nos-emos, numa primeira fase, a examinar de que forma as OPAs, o controlo societário e próprio *market for corporate control* se relacionam e quais os impactos que os CEMs podem desempenhar no seu funcionamento. Numa segunda fase, dedicaremos um breve capítulo ao estudo da *breakthrough rule*, nomeadamente ao contexto do seu surgimento, à noção da figura e à análise dos efeitos práticos da sua transposição. De seguida, procuraremos explicar, através de uma abordagem crítica, que a configuração da Diretiva das OPAs e da própria *breakthrough rule* acaba por ser contraditória face aos objetivos que a União se propôs a cumprir, em especial, no que toca à tutela dos acionistas minoritários, e por fim, faremos uma breve resenha da atual conjuntura dos mercados de capitais escrutinando os prós e os contras de uma possível alteração do regime.

Palavras-chave: Diretiva das OPAs; OPA hostil; medidas defensivas; CEMs; *breakthrough rule*; *market for corporate control*; acionistas de controlo; acionistas minoritários.

2. A OPA hostil e o *market for corporate control*

2.1. Considerações gerais

As OPAs são genericamente definidas como “*propostas dirigidas ao público tendo em vista a aquisição de valores mobiliários através de um processo estabelecido por lei*”⁷. Esses valores mobiliários devem, por sua vez, corresponder a “*títulos negociáveis que conferem direitos de voto numa sociedade*”⁸.

Estando em causa a aquisição de valores mobiliários representativos do capital, *i.e.*, de valores mobiliários que confirmam (ou possam vir a conferir) direitos de voto em sede de assembleia geral⁹, facilmente se depreende que a OPA está idiossincriticamente relacionada com o controlo societário¹⁰ – ou, explicando melhor – com a tomada de sociedades¹¹ já que, ao lançar a oferta, o oferente¹² pretende, normalmente, alcançar o domínio da sociedade visada¹³.

Como ensina PAULA COSTA E SILVA¹⁴ domina a sociedade cotada quem for capaz de influenciar a sua vontade juridicamente relevante. E acrescenta: “*sendo esta vontade formada através dos competentes órgãos sociais, dominará a sociedade quem dominar esses órgãos*”. Por sua vez, os órgãos sociais serão dominados pelos titulares de valores mobiliários que confirmam direitos de voto já que são estes que, em última instância, podem proceder à nomeação, substituição e destituição de administradores.

⁷ Neste sentido *vd.*, por todos, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, Lisboa, 2018, p. 671 e ss. Entre nós, esse processo encontra-se regulado nos termos dos arts. 173.º e ss. do CVM. Diga-se, a propósito, que a Lei 99-A/2021, de 06 de maio, introduziu importantes alterações ao regime das ofertas públicas tendo em vista a sua aproximação à legislação europeia.

⁸ Cf. art. 2.º, n.º 1, al. e) da Diretiva das OPAs.

⁹ Falamos de ações, de *warrants* autónomos emitidos pela sociedade visada que confirmam direito de aquisição de ações representativas do seu capital, de obrigações convertíveis em ações e de obrigações com *warrant*. Cf. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito...op. cit.*, p. 726.

¹⁰ ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 15.

¹¹ A expressão é de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Da tomada de sociedades (*takeover*): efetivação, valoração e técnicas de defesa *in ROA*, Ano 54, vol. III, 1994, p. 761 traduzindo o termo “*takeover*”. Esta operação é ainda vista como uma importante técnica de concentração empresarial já que possibilita a transmissão indireta da empresa através da aquisição das ações da sociedade que a explora (*share-deal*) Para mais desenvolvimentos *vd.* JOSÉ FERREIRA GOMES, *M&A, Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, p. 50 e ss.

¹² Nos termos da al. c), do n.º 1, do art. 2.º da Diretiva das OPAs entende-se por oferente “*qualquer pessoa singular ou coletiva, de direito público ou privado, que lance uma oferta*”.

¹³ Ou seja, da sociedade emitente dos valores mobiliários objeto da oferta cf. art. 2.º, n.º 1, al. b) da Diretiva das OPAs. Enumerando outros objetivos possíveis ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Títulos de Crédito e Valores Mobiliários, Parte II, Vol. I – As ações*, Almedina, Lisboa, 2018, p. 163 e ss.

¹⁴ PAULA COSTA E SILVA, “A constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição no Direito português: a inequívoca opção por um novo paradigma” *in RDFMC*, vol. 4, 13, 2022, p. 69 e ss.

Assim, quando uma sociedade recorre ao mercado de capitais para financiar a sua atividade, através da dispersão do seu capital, fica, em teoria, sujeita ao risco de tomadas de controlo já que, o oferente, se conseguir obter uma percentagem de direitos de voto que o permita, passará a influenciar a assembleia geral e poderá, inclusivamente, proceder à nomeação de uma nova administração.

Frequentemente se afirma que a vulnerabilidade a ofertas de aquisição aumenta nas sociedades onde o ineficiente desempenho da administração tenha levado a uma quebra nos preços de mercado¹⁵. É, por isso, bastante comum que após a tomada da sociedade, o novo controlador proceda, de facto, à nomeação de uma nova administração com o objetivo de potencializar e maximizar os resultados da sociedade.

Porém – e, pelo mesmo motivo – estas operações não costumam ser bem vistas pelos administradores da sociedade visada que percecionam as ofertas como possíveis ameaças à sua posição. Contudo, se a estrutura de capital da sociedade visada se encontrar concentrada, tal como se observa na maioria das sociedades que integram os mercados de capitais europeus, o receio de tomadas de controlo afetará, igualmente, o *blockholder*¹⁶ que, receando perder o domínio societário e, naturalmente, os *private benefits of control*¹⁷ que até então pôde usufruir, tentará impedir que tais ofertas se proporcionem.

O descontentamento da administração ou do *blockholder* perante a oferta faz com que esta seja tida como hostil¹⁸. Não obstante – diferentemente do que acontece nos casos de

¹⁵ Cf. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito...op. cit.*, p. 674 e ss. Diz, a este respeito, PATRICIA H. WERHANE, “Mergers, Acquisitions and the Market for Corporate Control” in *Public Affairs Quarterly*, vol. 4, no 1, 1990, p. 82, “the reason a company became a target for acquisition is because its stock price is undervalued (...). If an undervalued stock reflects some management deficiency, a takeover will, in theory, increase the value make better use of a target company's resources”. Note-se, porém, que alguma doutrina tem rejeitado a existência de uma correlação entre o lançamento de OPAS e o mau desempenho da anterior administração. Neste sentido *vd.* JULIAN FRANKS, COLIN MAYER, “Hostile takeovers and the correction of managerial failure” in *Journal of Financial Economics*, vol. 40, 1, 1996, pp. 163-181.

¹⁶ Diga-se, aliás, que nestes casos, o oferente deparar-se-á, sobretudo com a hostilidade do detentor do bloco controlador. A expressão *sobretudo* procura enfatizar que nas sociedades onde o capital se encontra concentrado o órgão de administração é, normalmente, dependente do *blockholder* já que são estes que, há partida, os elegem e que, a qualquer momento, os podem destituir. Verifica-se, por isso, um tendencial alinhamento dos seus interesses.

¹⁷ MIGUEL CANCELA DE ABREU, “Private benefits of control – Do aproveitamento pessoal do controlo societário” in *DSR*, Ano 8, vol. 15, 2016, p. 155, define-os enquanto “vantagens desproporcionais obtidas pelos sócios que detêm o controlo da sociedade, pelo exercício do seu poder de direção, que não são aproveitados pelos demais sócios”. Quanto mais elevados forem os benefícios extraídos, maior será a hostilidade do *blockholder*. Neste sentido *vd.* JORGE BRITO PEREIRA, “The Dark Triad: Private Benefits of Control, Voting Caps and the Mandatory Takeover Rule” in *CGSL Working Papers*, no 1/2023, p.23. Disponível em: <https://repositorio.ucp.pt>.

¹⁸ Neste sentido PAYET PUCCIO, “OPAs hostiles y medidas de protección” in *IUS ET VERITAS*, 12(23), 2001, p. 107: “Las OPAs hostiles son ofertas públicas de adquisición lanzadas con la finalidad de adquirir el control de una sociedad, en contra de la voluntad de los administradores o los accionistas que detentan

fusão¹⁹ – essa oposição pode não ser razão suficiente para impedir que a OPA seja bem sucedida. Vejamos.

As OPAs são “*diretamente dirigidas aos acionistas, postulando aceitações individuais*”²⁰. Deste modo, o sucesso da OPA depende, não de uma deliberação favorável do órgão de administração (ou da própria assembleia geral), mas sim da quantidade de direitos de voto que o oferente conseguir alcançar após a conclusão da oferta – este valor será tanto maior, quanto maior for a percentagem de direitos de voto dos acionistas que optaram por vender as suas ações ao oferente. Tudo dependerá, portanto, da atratividade da oferta que, naturalmente, depende da contrapartida oferecida pelos valores mobiliários.

Sucedo que, o direito mobiliário (e o próprio regime das OPAs) impõe um dever de tratamento igualitário dos investidores e, em particular, um tratamento igualitário dos titulares de valores mobiliários da mesma categoria²¹. Por conseguinte, ainda que nas sociedades cotadas a posição de *blockholder* possua um preço de mercado superior à cotação oficial das ações, o oferente que pretenda adquirir o domínio dessas sociedades, através de uma OPA²², deverá estar disposto a pagar pelas ações dos blocos minoritários o mesmo que pagaria pelas ações do bloco maioritário²³.

dicho control.”. Note-se, contudo, que a posição de hostilidade perante a OPA nem sempre é motivada por interesses pessoais. O *blockholder* e/ou o órgão de administração da sociedade podem, de facto, encarar a OPA como prejudicial para a sociedade e para os seus acionistas, tentando, por isso, obstar ao seu sucesso.

¹⁹ Aprofundando as diferenças entre os dois processos aquisitivos *vd.* PAULO CÂMARA, MIGUEL BRITO BASTOS “O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução” in *Aquisição de Empresas*, PAULO CÂMARA (coord.), Coimbra Editora, 2011, p. 54 e ss.

²⁰ *Ibidem*, p. 56.

²¹ Este princípio, essencial em matéria de ofertas públicas, é acautelado na nossa ordem jurídica pelos arts. 15.º e 112.º do CVM. Segundo JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “A igualdade de tratamento dos acionistas na OPA” in DSR, Ano 3, 2010, p. 87, o princípio “*impõem ao oferente uma obrigação de tratamento idêntico dos acionistas da sociedade visada que sejam titulares da mesma categoria de ações objeto da oferta, proibindo que qualquer destinatário de uma OPA possa ser injustificadamente privilegiado ou prejudicado relativamente aos demais*”.

²² Dissemos *através* porque existem outras formas de adquirir o controlo p.e., nada impede que o interessado adquira, individualmente, as ações em mercado. Porém como denota DÁRIO MOURA VICENTE, “Ofertas Públicas de Aquisição Internacionais” in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra Editora, 2007, p. 466, “*além de moroso e dispendioso (visto que à medida que o número de ações adquiridas aumenta, sobe também o seu valor de mercado) pode revelar-se infrutífero sob o ponto de vista do almejado controlo da sociedade, se o capital desta se encontrar disperso por um elevado número de acionistas*”. Note-se que o problema inverso também se coloca. Se a maioria do capital da sociedade estiver concentrado num reduzido número de acionistas, o que é comum na maioria das sociedades europeias, a aquisição do controlo irá depender, muito provavelmente, de negociações privadas ou de acordos de aceitação de OPA. Para mais desenvolvimentos *vd.* MANUEL REQUICHA FERREIRA, “Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA” in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários I*, PAULO CÂMARA (coord.), Almedina, 2017, p. 106.

²³ Como referimos *supra*, é devido o tratamento igualitário dos acionistas e, em particular, dos titulares de valores mobiliários da mesma categoria o que, naturalmente, se reflete na contrapartida paga. *Vd.* art. 3.º, n.º 1, al. a) da Diretiva das OPAs.

É, portanto, normal que a maioria dos acionistas minoritários encare a OPA como uma boa oportunidade de negócio, demonstrando, por isso, interesse em desfazer-se das suas ações o que, por sua vez, pode ser contrastante com a posição de hostilidade do *blockholder* que, muitas vezes motivado por interesses pessoais, procurará impedir que tais aquisições aconteçam.

Independentemente das vantagens e desvantagens que se podem apontar às tomadas de controlo, as OPAs têm sido entendidas como um instrumento de excelência para o funcionamento do *market for corporate control*²⁴. Porém, o bom funcionamento desse mercado pressupõe uma certa dispersão do capital²⁵ isto porque, se determinado acionista detiver mais de 50% das ações com direito de voto, a aquisição do controlo apenas poderá operar mediante negociações bilaterais com o controlador incumbente²⁶. Ainda assim, mesmo em sociedades cotadas com capital disperso, o risco de tomadas hostis pode ser minorado por outra via – a da adoção de medidas defensivas.

2.2. As Medidas defensivas – em especial, a propensão defensiva dos CEMs

Por forma a inviabilizar alterações na estrutura acionista– e, conseqüentemente, no seu órgão de gestão – é comum que as sociedades adotem medidas defensivas. Tais medidas têm como objetivo ou obstar ao sucesso de uma OPA já em curso, ou desincentivar o seu lançamento²⁷. Deste modo, são classificadas como preventivas ou reativas caso se verifiquem, respetivamente, antes ou depois do surgimento de uma oferta²⁸.

²⁴ Neste sentido MIKE BURKART, SAMUEL LEE, “Hedge Fund Activism vs. Hostile Takeover Bids” in *Swedish House of Finance Research Paper* 15-04, 2015. Disponível em: <https://cear.gsu.edu>.

²⁵ Neste sentido KOEN GEENS, CARL CLOTTENS, “One Share, One Vote...”, p. 153 e ss., “*when ownership is concentrated, the market for corporate control will be inoperative*”.

²⁶ Neste sentido JORGE BRITO PEREIRA, “The Dark Triade...*op. cit.*”, p. 348 e ss.

²⁷ Note-se que, por vezes, a adoção de determinadas medidas estratégicas com objetivos inicialmente distintos acabam por se consubstanciar em medidas de proteção contra aquisições hostis. Sobre este ponto refere JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural... op.cit.*, p.211, que a consagração de tais medidas podem assentar “*na mera vontade de estabelecer as relações de poder entre acionistas (...) nomeadamente com o escopo de manter o controlo de facto partilhado no círculo de um determinado grupo de acionistas, sem que um deles possa emergir do grupo e assumir isoladamente essa posição de controlo*”. Tenha-se como exemplo a introdução de um *votting cap* nos estatutos do Banco Comercial Português com o objetivo de travar a emergência do acionista Américo Amorim.

²⁸ Em benefício da exposição, abster-nos-emos de abordar aprofundadamente cada uma delas. Para mais desenvolvimentos *vd.*, por todos, ORLANDO VOGLAR GUINÉ, *Da Conduta (Defensiva)...* *op. cit.*, p. 31 e ss.

Ainda que genericamente admissíveis²⁹, as medidas defensivas são, desde o seu surgimento³⁰, um tema bastante controverso já que são suscetíveis de criar situações de conflito entre, por um lado, os interesses do acionista controlador e do conselho de administração e, por outro, os interesses dos acionistas minoritários – enquanto os primeiros procuram manter a sua posição jurídica societária e, consequentemente, extrair os benefícios daí decorrentes, os segundos estão normalmente interessados na concretização de boas mais-valias através da venda das suas participações.

Embora seja vasto o leque de opções quer de medidas reativas, quer de medidas preventivas têm merecido especial atenção aquelas que operam através dos CEMs. Os CEMs são mecanismos capazes de gerar discrepâncias entre a detenção de capital e o poder de voto, através da separação entre a propriedade (*ownership*) e o controlo. A utilização destes mecanismos permite “*o exercício e a manutenção de um controlo minoritário – baseado num número de ações inferior a metade do capital votante – das sociedades cotadas*”.³¹

Usualmente, distinguem-se os CEMs de *leverage* (ou de aumento de controlo) dos de *lock-in* (ou de preservação de controlo). Incluem-se no primeiro tipo a emissão de ações com direito de voto plural, de ações sem direito de voto (preferenciais, ou não) e as estruturas piramidais e, no segundo, a emissão de ações prioritárias, os certificados de depósito, os tetos de voto (ou *voting caps*), os limites à detenção de capital (ou *ownership ceilings*) e o estabelecimento de maiorias qualificadas para aprovar determinadas deliberações. Existem ainda outros mecanismos capazes de influenciar o exercício do controlo, tais como as *golden shares*³², as participações cruzadas e o próprio estabelecimento de acordos parassociais³³.

²⁹ Embora com diferentes contornos nas diversas ordens jurídicas, existindo desigualdades nas restrições às mesmas, quer a nível europeu, quer a nível internacional. KLAUS HOPT, “Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis” in *Columbia Journal of European Law*, vol. 20, 2014, pp. 249-282. Demonstrando as diferenças no seio na UE vd. SHEARMAN & STERLING, ISS, ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Ref. Ares(2016)140624 de 11/01/2016, p. 36 e ss. Disponível em: <https://commission.europa.eu/>.

³⁰ Surgem na década de 1980 nos Estados Unidos após várias empresas americanas terem sido alvo de OPAs hostis (*Deal Decade*).

³¹ PAULO LOPES MARCELO, *A Blindagem da Empresa Plurissocietária*, Almedina, Coimbra, 2002, p. 34.

³² Atualmente, o recuso às *golden shares* parece estar em desuso, embora sejam frequentes em países como a Holanda, Itália e Espanha vd. SHEARMAN & STERLING, ISS, ECGI, *Report on the Proportionality...*, p. 21 e ss. Em Portugal, a Lei 50/2011, de 15 setembro eliminou, definitivamente, as *golden shares*. Para mais desenvolvimentos sobre o tem vd. PAULO CÂMARA, “The End of the “Golden” Age of Privatisations?—The Recent ECJ Decisions on Golden Shares” in *European Business Organization Law Review*, vol. 3, TMC Asser Press, 2002, pp. 503-513.

³³ SHEARMAN & STERLING, ISS, ECGI, *Report on the Proportionality...*, p. 7 e ss.

Estes assumem especial relevância na medida em que consubstanciam desvios ao princípio *one share, one vote*³⁴. Deste modo, ao permitirem que o acionista controlador possua a maioria dos direitos de voto sem possuir uma correspondente participação maioritária no capital, os CEMs contribuem para uma maior exposição ao risco o que, por sua vez, torna mais rentável a extração de benefícios privados de controlo à custa dos demais acionistas³⁵. Para além disso, propositadamente, ou não, os CEMs acabam por revelar-se como uma importante técnica defensiva já que dificultam eventuais transferências de controlo no seio da sociedade tornando igualmente ineficiente o *market for corporate control*.

Tendo em conta as dificuldades que as medidas defensivas e, em especial os CEMs, podem gerar no sucesso das ofertas e na própria proteção dos acionistas minoritários, irrompeu, no início do século XX, principalmente no seio da UE, a ideia de que tais medidas deveriam ser combatidas. O tema foi, por isso, fortemente debatido aquando da preparação da Diretiva das OPAs.

3. A Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição

3.1. Breve resenha histórica

O processo de elaboração da Diretiva das OPAs foi, verdadeiramente, atribulado³⁶. A sua preparação tinha como propósito a aproximação das legislações dos Estados-membros em matéria de ofertas públicas de aquisição contribuindo, em geral, para a realização do mercado único europeu³⁷ e, em especial, para a criação de um mercado de capitais mais justo e equitativo com enfoque no tratamento igualitário de todos os investidores³⁸.

³⁴ Este princípio parte da premissa de que “são os acionistas, na proporção das ações de que são titulares, os mais legitimados para tomar decisões relativamente à sociedade, na medida em que são eles quem suporta o risco económico associado a essas ações sendo, por conseguinte, também os mais interessados na maximização do valor da sociedade” cf. JOANA TORRES EREIO, “One share, one vote – os tetos de voto e as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 20/2016” in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 44-2016, p. 96 e ss.

³⁵ Referindo ainda que os CEMs conduzem a um desconto no preço das ações e a uma diminuição do próprio valor da empresa KOEN GEENS, CARL CLOTTENS, “One Share, One Vote...”, p. 161 e ss.

³⁶ Descrevendo-a como uma Diretiva de parto de difícil ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Títulos de crédito...op. cit.*, p. 159 e ss.

³⁷ Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *White Paper on completing the internal market from Commission to the European Council*, COM (85) 310 final de 14/06/1985. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/>.

³⁸ Neste sentido THOMAS PAPADOPOULOS, “The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC” in *International and Comparative Corporate Law Journal*, vol. 6, 3, 2008, p. 13 e ss.

A primeira proposta de Diretiva foi apresentada ao Conselho a 19 de janeiro de 1989³⁹. Atendendo aos objetivos *supra* mencionados propunha-se, nomeadamente, a imposição de um dever de lançamento de OPA em casos de mudança de controlo societário⁴⁰ e a limitação, durante a oferta, dos poderes do conselho de administração da sociedade visada, especialmente, através da proibição do estabelecimento de medidas defensivas sem a prévia autorização da assembleia geral⁴¹.

As hipóteses propostas – e, em particular, as relativas à adoção de medidas defensivas – suscitaram, desde logo, severas críticas por parte dos EM⁴², o que levou, em 1991, à suspensão das negociações do grupo de trabalho.

A segunda proposta de Diretiva, viria a ser apresentada a 8 de fevereiro de 1996⁴³. Diversamente, o texto adotado não procurava assegurar uma harmonização profunda das legislações dos EM, mas antes definir os princípios gerais a aplicar na matéria⁴⁴. Não obstante, seguiram-se novos debates e novas propostas de alteração da Diretiva. Porém, só em 2001, o Comité de Conciliação chegou a um acordo sobre o projeto comum⁴⁵.

³⁹ A proposta viria a ser modificada em 1990, por forma a acolher os contributos vertidos nos pareceres do Comité Económico e Social e do Parlamento Europeu cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Amended proposal for a Thirteenth Council Directive on company law, concerning takeover and other general bids*, COM (90) 416 final de 10/09/1990. Disponível em: <https://aei.pitt.edu>. Diga-se, porém, que o verdadeiro ponto de partida ocorreu em 1974, com a apresentação do Relatório de Pennington à Comissão das Comunidades. Tratava-se de um projeto de proposta de diretiva, preparado pelo Professor ROBERT PENNINGTON, especialista britânico em direito das sociedades.

⁴⁰ A *mandatory bid rule* (ou, entre nós, OPA obrigatória) estava prevista no art. 4.º, n.º 1 da primeira proposta de Diretiva. A regra, que acabou posteriormente por se tornar imperativa (cf. art. 5.º da Diretiva das OPAs), procura proteger os acionistas minoritários em casos de mudança de controlo, conferindo-lhes o direito de saída da sociedade e de repartição do prémio de controlo. Por ser um tema transversal ao trabalho *vd.* por todos, com as devidas adaptações, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito...op. cit.*, p. 713 e ss.

⁴¹ Esta regra, designada *por passivity rule* (ou, entre nós, regra de não frustração) foi consagrada no art. 8.º da primeira proposta de Diretiva, mas acabou por ganhar um carácter facultativo no seio da UE. Refira-se que Portugal foi um dos países que optou por impor a respetiva regra tendo a mesma sido transposta através do art. 182.º do CVM. Para mais desenvolvimentos *vd.* JORGE BRITO PEREIRA, “A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA” in *Direito dos Valores Mobiliários*, JORGE BRAGA DE MACEDO (coord.), Coimbra Editora, vol. 2, 2000, pp. 175-202.

⁴² Referem BLANAID J. CLARKE, ROLF SKOG “The Genesis of the Takeover Directive” in *ECGI Working Paper Series in Law*, no 770/2024, p. 9. Disponível em: <https://papers.ssrn.com>, “one of the Member States most highly critical of the proposal was UK, which feared it would have to abandon its self-regulation in favor of legislation”.

⁴³ E, igualmente, modificada em 1997.

⁴⁴ A Comissão procurou conhecer os pontos de vista dos EM sobre a necessidade e sobre o conteúdo da diretiva proposta. Chegou à conclusão de que uma diretiva-quadro acautelaria de melhor forma os interesses dos Estados. Neste sentido THOMAS PAPADOPOULOS, “The European Union ...*op.cit.*”, pp. 20 e ss.

⁴⁵ Antes disso, em junho de 2000, o Conselho tinha adotado uma Posição Comum tendo em vista a aprovação da diretiva. Em dezembro do mesmo ano, o Parlamento Europeu, em segunda leitura, propôs algumas modificações à Posição Comum, mas estas não foram aceites pelo Conselho o que conduziu ao processo de conciliação. Para mais desenvolvimentos *vd.* BLANAID J. CLARKE, ROLF SKOG “The Genesis of ...*op.cit.*”, p. 15 e ss.

Parecendo ter fim à vista, a verdade é que, a proposta não foi aprovada pelo Parlamento Europeu. Na votação de 4 de junho de 2001, verificou-se um empate – 273 votos favoráveis contra 273 votos desfavoráveis⁴⁶. Mais uma vez, as principais preocupações dos eurodeputados residiam no facto de se pretender restringir o acesso às medidas anti-OPA, sem que existissem condições de concorrência equitativa⁴⁷.

Focada na necessidade de estabelecer um quadro comum na matéria, a Comissão instituiu o *High Level Group of Company Law Experts*. O grupo de peritos, presidido por JAAP WINTER, deveria pronunciar-se sobre as principais questões controversas em jogo, nomeadamente, sobre como assegurar a existência de um *level playing field* na União⁴⁸. O Relatório de Winter, veio a ser publicado em janeiro de 2002 e, surpreendentemente, sugeriu uma nova abordagem relativamente ao tema das defesas.

De acordo com o Relatório, o respeito pela soberania acionista e a existência de proporcionalidade entre capital e controlo eram fundamentais para o estabelecimento de um *level playing field*⁴⁹. Baseando-se nestes dois princípios orientadores, o Grupo de Peritos argumentou, ao longo do seu trabalho, que os mecanismos e estruturas capazes de criar uma desproporção entre o capital detido e o acesso ao controlo eram incompatíveis com o bom funcionamento do mercado e nocivos para o próprio *market for corporate control*.

Por conseguinte, as recomendações do grupo foram no sentido de desvirtuar esses mecanismos, sempre que os mesmos fossem capazes de criar direitos de voto desproporcionais e obstar ao sucesso de ofertas, independentemente de terem sido

⁴⁶ Os eurodeputados que votaram desfavoravelmente eram, sobretudo, membros do Partido Socialista e do Partido Democrático fortemente influenciados por KLAUS HEINER LEHNE, democrata cristão alemão e relator do comité de assuntos jurídicos à data. Este sublinhava que as diferenças substanciais no direito societário não só a nível eurocomunitário, como internacional, gerariam situações de especial injustiça. Refira-se, também, que a OPA da *Vodafone* sobre a *Mannesmann* (1999-2000) influenciou fortemente a opinião pública. Neste sentido THOMAS PAPADOPOULOS, “The European Union ... *op. cit.*”, p. 22 e ss.

⁴⁷ O protecionismo e nacionalismo económico dos EM esteve na base desta argumentação já estes recebiam que importantes empresas nacionais fossem adquiridas por outros países.

⁴⁸ O grupo deveria ainda pronunciar-se sobre outros temas, laterais ao escopo do presente trabalho tais como a definição de preço equitativo e o direito de *squeeze-out* vd. JAAP WINTER, *Report of The High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids*, Brussels, 2002. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

⁴⁹ Cf. JAAP WINTER, *Report of The Level Group ...*, p. 2 e ss., “in the event of a takeover bid the ultimate decision must be with the shareholders (...) The holder of the majority of risk-bearing capital should be able to exercise control. Capital and control structures in a company which grant disproportionate control rights to some shareholder(s) should not operate to frustrate an otherwise successful bid for the risk-bearing capital of the company”.

adotados antes ou depois do seu lançamento. Quer isto dizer que, inovatoriamente⁵⁰, o Relatório sustentou que seria devida a criação de uma regra que permitisse ao oferente neutralizar eventuais medidas preventivas criadas, precisamente, para impedir mudanças de controlo no seio da sociedade. – falamos da polémica *breakthrough rule*.

Com efeito, a terceira proposta de Diretiva, apresentada a 2 de outubro de 2002⁵¹ consagrava, pela primeira vez, no seu art. 11.º, a polémica *breakthrough rule*. Previsivelmente, as ideias não foram bem acolhidas pela maioria dos EM o que gerou um novo impasse que apenas foi ultrapassado com a sujeitação da *passivity rule* e da *breakthrough rule* a um regime facultativo, complementado por uma regra de reciprocidade⁵². Só assim, a 21 de abril de 2004, se conseguiu a aprovação da Diretiva.

3.2. A *breakthrough rule*. Delimitação do conceito

A *breakthrough rule*, consagrada no art. 11.º da Diretiva das OPAs, procura neutralizar alguns dos mecanismos capazes de gerar uma desproporção entre o capital e o controlo e, consequentemente, de obstar ao sucesso das ofertas⁵³. Para o efeito, a regra compreende dois tipos de impedimentos que funcionam em momentos distintos – por um lado, procura neutralizar as disposições, estatutárias ou parassociais, que impeçam os acionistas de reagir à oferta funcionando, por isso, num momento anterior à sua conclusão, por outro lado, procura neutralizar as disposições, estatutárias ou parassociais, que impeçam que o oferente exerça o domínio societário caso tenha conseguido, após a conclusão da oferta, obter um percentagem significativa do capital social que lhe deveria conferir *ceteris paribus* o domínio efetivo da sociedade⁵⁴.

⁵⁰ Até então o debate cingia-se à possibilidade de adotar medidas reativas sem o prévio consentimento da assembleia geral da sociedade. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito ...op. cit.*, p. 694, denota que “a ideia esteve na base de duas propostas apresentadas nos anos noventa em França e na Holanda, que apenas foi posta em prática na Itália. Da lei italiana sobre privatizações de 1994 constava uma regra segundo a qual as restrições do direito de voto em sociedades privatizadas cessariam automaticamente caso, na sequência de OPA, alguém atingisse a maioria do capital.”.

⁵¹ Cf. COMISSÃO EUROPEIA, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids, COM(2002) 534 final de 22/02/2002. Disponível em: <https://aei.pitt.edu>.

⁵² Foi a delegação portuguesa que propôs, precisamente, que se adotassem tais soluções. Para mais desenvolvimentos sobre o compromisso português vd. BLANAID J. CLARKE, ROLF SKOG “The Genesis of the ...op. cit.”, p. 25 e ss.

⁵³ Cf. PAULO LOPES MARCELO, *A Blindagem da ... op. cit.*, p. 38, são vastos os mecanismos e “(...) podem processar-se a níveis diversos: limitações à transmissibilidade das ações e ao conteúdo das participações sociais, interferências na forma de exercício e de detenção de direitos sociais – maxime direitos de voto –, modelação da estrutura orgânica da sociedade, definição de mecanismos de nomeação e de destituição dos membros dos órgãos de administração e fiscalização, etc.”.

⁵⁴ Neste sentido PETER O. MÜLBERT, “Make it or Break it: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?” in *ECGI – Law Working paper*, no 13/2003. Disponível em: <https://papers.ssrn.com>.

Deste modo, e tendo em conta as recomendações do Grupo de Peritos⁵⁵, o n.º 2 da regra prevê o seguinte:

*“2. As **restrições à transmissão de valores mobiliários** previstas nos estatutos da sociedade visada **não são aplicáveis ao oferente durante o período de aceitação da oferta** previsto no n.º 1 do artigo 7.º*

*As **restrições à transmissão de valores mobiliários** previstas em contratos entre a sociedade visada e os titulares de valores mobiliários desta sociedade ou em contratos entre estes últimos celebrados após a aprovação da presente diretiva **não são aplicáveis ao oferente durante o prazo de aceitação da oferta** previsto no n.º 1 do artigo 7.º”* (negrito nosso).

Por sua vez, dispõe o seu n.º 3:

*“3. As **restrições em matéria de direito de voto** previstas nos estatutos da sociedade visada **ficam sem efeito na assembleia-geral de acionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa** nos termos do artigo 9.º*

*As **restrições em matéria de direito de voto** previstas em contratos entre a sociedade visada e os titulares de valores mobiliários desta sociedade ou em contratos entre estes últimos celebrados após a aprovação da presente diretiva **ficam sem efeito na assembleia-geral de acionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa** nos termos do artigo 9.º*

*Os valores mobiliários com voto plural **têm um único voto** na assembleia-geral de acionistas que decidir sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9.º”*⁵⁶ (negrito nosso).

Por último, quanto aos impedimentos que subsistam após a conclusão da oferta, estabelece o seu n.º 4:

*“4. Quando, na sequência de uma oferta, o oferente detiver pelo menos 75 % do capital com direito de voto, **não são aplicáveis as restrições à transmissão de valores mobiliários e ao direito de voto referidas nos n.ºs 2 e 3 nem os direitos especiais de acionistas no que diz respeito à nomeação ou destituição de membros do órgão de administração** previstos nos estatutos da sociedade*

⁵⁵ Cf. Recomendação I.9 e I.10 de JAAP WINTER, *Report of The Level Group ...*, p. 7.

⁵⁶ Cf. Recomendação I.3, *Ibidem*, p. 7.

visada; os valores mobiliários com voto plural **têm um único voto** na primeira assembleia-geral de acionistas subsequente ao encerramento da oferta convocada pelo oferente a fim de alterar os estatutos da sociedade ou de destituir ou nomear membros do órgão de administração.

Para o efeito, o oferente deve dispor do direito de convocar uma assembleia-geral de acionistas a curto prazo, na condição de esta assembleia não ocorrer num prazo inferior a duas semanas após a sua convocação”⁵⁷ (negrito nosso).

Refira-se, ainda, que em desconsideração pelo entendimento do Grupo de Peritos, a regra prevê uma “indenização equitativa pelos eventuais prejuízos suportados pelos titulares destes direitos” (n.º 5) e exclui, do seu âmbito de aplicação, as *golden shares* e os valores mobiliários cujas restrições aos direitos de voto “sejam acompanhadas de vantagens pecuniárias específicas” (n.ºs 6 e 7)⁵⁸.

Não obstante o exposto e como *supra* referido, a aplicação da *breakthrough rule* é opcional – ou, duplamente opcional – face ao disposto nos n.ºs 1, 2 e 3, do art. 12.º da Diretiva, segundo o qual:

“1. Os Estados-Membros podem reservar o **direito de não exigir que as sociedades** a que se refere o n.º 1 do artigo 1.º, com sede social nos respetivos territórios, **apliquem o disposto nos n.º 2 e 3 do artigo 9.º e/ou no artigo 11.º**.

2. Sempre que os Estados-Membros façam uso da faculdade a que se refere o n.º 1, **devem, no entanto, dar às sociedades** com sede social nos respetivos territórios **a opção, que deve ser reversível, de aplicar o disposto nos n.ºs 2 e 3 do artigo 9.º e/ou no artigo 11.º**, sem prejuízo do disposto no n.º 7 do artigo 11.º

(...)

3. Nas condições determinadas pela lei nacional, os Estados-Membros podem dispensar as sociedades que apliquem os n.ºs 2 e 3 do artigo 9.º e/ou o artigo 11.º da aplicação destas disposições se forem alvo de uma oferta lançada por uma sociedade que não aplique os mesmos artigos ou por uma sociedade controlada,

⁵⁷ Cf. Recomendação I.4 a I.7, *Ibidem*, p. 7. De acordo com a Recomendação I.5 do Relatório de Winter, os EM não deveriam fixar tal percentagem num limiar superior a 75% do capital, nem inferior à maioria qualificada exigida para a alteração dos estatutos sociais.

⁵⁸ A apreciação crítica da configuração da regra encontra-se tratada no ponto 5.1. *infra*, para o qual remetemos.

direta ou indiretamente, por uma dessas sociedades, nos termos do artigo 1.º da Diretiva 83/349/CEE.”.

Nestes termos – e, simplificando – a decisão de adotar um sistema de *opt in* ou de *opt out* cabe aos EM. Porém, caso optem pelo segundo regime, devem permitir que as sociedades sediadas no seu território optem pela aplicação da regra, se essa for a vontade dos seus acionistas. Não obstante, caso as sociedades que adotaram o regime de *opt in* forem alvo de ofertas públicas de aquisição, podem dispensar a aplicação da *breakthrough rule* sempre que o oferente seja uma sociedade que adotou o regime de *opt out*, ou sempre que essa sociedade seja controlada, direta ou indiretamente, por uma sociedade que adotou o regime de *opt out*.

3.3. A transposição da Diretiva

Cremos ser seguro afirmar que, face à grande margem de discricionariedade conferida aos EM, a averiguação do concreto nível de harmonização na matéria dependia, não da aprovação da Diretiva, mas antes da sua transposição. De acordo com o seu art. 21.º, a mesma deveria ser transposta até 20 de maio de 2006.

Foram – e continuam a ser – vários os fatores capazes de influenciar as posições assumidas pelos EM. As suas famílias jurídicas, os seus sistemas de governação societária e a própria dimensão do mercado de capitais de cada um deles afetam, como bem se compreende, a sua tomada de decisão.

Com efeito, ainda que a *passivity rule* tenha sido adotada pela maioria dos EM, o mesmo não aconteceu com a *breakthrough rule* cuja adesão foi bastante diminuta⁵⁹ 60.

⁵⁹ Da transposição da Diretiva verificou-se que a Alemanha, Bélgica, Dinamarca, Holanda, Itália, e Luxemburgo optaram pela não aplicação quer da *passivity rule*, quer da *breakthrough rule*. Por sua vez, a Áustria, Chipre, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Irlanda, Portugal, Reino Unido, República Checa, Suécia, optaram apenas pela imposição apenas da *passivity rule*. Assim, apenas a Lituânia, a Letónia e a Estónia optaram por impor ambas as regras. Note-se que, também a regra de reciprocidade (art. 12.º) foi transposta de modo divergente, embora com mais países em sentido favorável, *i.e.*, que optaram pela sua aplicação. Para mais desenvolvimentos *vd.* COMISSÃO EUROPEIA, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, SEC(2007) 268, de 21/02/2007. Disponível em: <https://data.consilium.europa.eu>.

⁶⁰ Cf. analisa CARLOS ALVES, “O Efeito da Família Jurídica na Transposição da Diretiva das Ofertas Públicas de Aquisição” in *Notas Económicas*, vol. 27, Universidade de Coimbra, Faculdade de Economia, 2008, p. 16, “os resultados obtidos indicam que os países de família jurídica do tipo civil law de origem francesa adotaram soluções menos favoráveis ao funcionamento do mercado de controlo de empresas que os demais, incluindo os países ex-comunistas. Porém, os países com civil law de origem escandinava ou alemã adotaram em geral soluções mais favoráveis ao funcionamento desse mercado do que os países de common law. Além disso, conclui-se que os países com menor rating de governance optaram por soluções legislativas mais radicais de forma a compensar a menor eficiência das suas instituições”.

Toda esta opcionalidade, acabou por desvirtuar, em grande medida, os objetivos visados pela Diretiva, tornando impossível a tão almejada harmonização⁶¹.

Não obstante o que se acabou de referir, a própria Diretiva estipulou, no seu art. 20.º, n.º 1, uma cláusula de revisão, nos termos da qual: *“cinco anos após a data fixada no n.º 1 do artigo 21.º a Comissão deve examinar a presente diretiva à luz da experiência adquirida na aplicação da mesma e, se necessário, proporá a sua revisão. O exame deve incluir uma análise das estruturas de controlo e obstáculos às ofertas públicas de aquisição não abrangidas pela presente diretiva”*.

Com esse intuito, a Comissão Europeia encomendou um estudo externo que deveria analisar a implementação da Diretiva⁶², tendo vindo a publicar, a 28 de junho de 2012, o seu Relatório sobre a aplicação da mesma. O Relatório enumerava diversas conclusões, referindo-se a propósito da *breakthrough rule*:

*“(...) a não-aplicação das regras facultativas não parece ter sido obstáculo de monta para as ofertas públicas de aquisição na UE, porquanto as partes interessadas indicam que há possibilidades suficientes de neutralizar as defesas contra aquisições. A esta luz, e considerando também a inexistência de justificações económicas para uma alteração da situação, não parece adequado, na fase atual, propor que as disposições facultativas da Diretiva se tornem obrigatórias.”*⁶³ (negrito nosso).

A verdade é que, esta inexistência de razões justificativas parece perdurar no tempo já que, até então, as disposições mantiveram-se imutáveis e não se verificaram grandes incentivos à sua alteração. Contudo, será que esta ausência de razões justificativas é concordante com alguns dos efeitos gerados pela Diretiva e com os objetivos que esta se propôs a cumprir?

⁶¹ Já que continuaram a existir diferenças significativas nas legislações dos EM. Nas palavras de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2005, p. 526, a Diretiva refugiou-se “no menor denominador comum, acabando por consagrar aquilo que todos os ordenamentos já consignavam”.

⁶² O “Marcus Report” veio a ser publicado em junho de 2011. *Vd.* MARCCUS PARTNERS, *The takeovers Bids Directive Assessment Report*, 2011. Disponível em: <https://op.europa.eu/>.

⁶³ *Vd.* COMISSÃO EUROPEIA, *Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* COM (2012) 347 final de 28/06/2012. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu>.

4. A proteção dos acionistas minoritários e o paradoxo gerado pela Diretiva

4.1. Delimitação do Problema

É inegável que a Diretiva foi, de facto, eficiente na regulamentação de determinados aspetos em matéria de OPAs⁶⁴. Ainda assim, são vastas e severas as críticas apontadas pela doutrina⁶⁵. Compreendemos, contudo, que elaborar uma Diretiva capaz de uniformizar as legislações dos Estados-membros em matéria de OPAs, criando um *level playing field* e promovendo o tratamento igualitário dos acionistas não é uma tarefa, de todo, facilitada, desde logo, porque são vários os aspetos que carecem de conciliação.

Por um lado, é complexo coadunar as prerrogativas do Direito Societário com as do Direito Mobiliário – enquanto o primeiro regula as sociedades e a forma como estas devem exercer a sua atividade comercial, o segundo procura regular o funcionamento dos mercados de capitais, tendo como foco o aumento da eficiência dos mercados e da proteção conferida aos investidores⁶⁶. Por outro lado, é igualmente árdua a tarefa de alinhar os interesses dos acionistas controladores com os interesses dos acionistas minoritários⁶⁷. E, por último, destacando-se como um dos principais obstáculos à integração económica europeia, é difícil o ajuste entre os interesses nacionais dos EM com os interesses europeus⁶⁸.

Pese embora os esforços da União para aglutinar todos esses fatores, cremos que, o texto da Diretiva não só deu prevalência aos interesses nacionais dos EM⁶⁹, como também o fez quanto aos interesses dos *blockholders*, gerando uma espécie de círculo vicioso. Vejamos.

O legislador europeu ao impor um dever de lançamento de OPA obrigatória, mas ao sujeitar a *passivity rule* e a *breakthrough rule* a um regime facultativo, contribuiu para a

⁶⁴ Nomeadamente através do reforço dos quadros jurídicos nacionais, das regras de coordenação para as autoridades de supervisão e da harmonização dos princípios aplicáveis às ofertas. *Vd.* MARCCUS PARTNERS, *The takeovers ...*, 26 e ss.

⁶⁵ Defendendo a sua prescindibilidade VANESSA EDWARDS, “The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It’s Written On?” in *European Company and Financial Law Review*, vol. 1, 4, 2012.

⁶⁶ Desenvolvendo o tema THOMAS PAPADOPOULOS, *EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market*, Kluwer Law Internacional, The Netherlands, 2010, p. 13 e ss.

⁶⁷ Neste sentido USHA RODRIGUES, “Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership” in *Minnesota Law Review*, Vol 95, 2011, p. 1822-1866.

⁶⁸ Tecendo algumas considerações sobre as implicações do princípio da subsidiariedade em matéria de OPAs THOMAS PAPADOPOULOS, *EU Law and the ...op. cit.*, p. 47 e ss.

⁶⁹ A harmonização pretendida com a Diretiva ficou claramente enfraquecida face ao protecionismo económico dos EM. Neste sentido KLAUS J. HOPT, “Obstacles to corporate restructuring: observations from a European and German perspective” in *Perspectives in Company Law and Financial Regulation*, MICHEL TISON et. al. (ed.), 2010, p. 373-396.

criação de uma série de entraves ao sucesso das OPAs ou, dito de melhor forma, ao sucesso das OPAs hostis.

Quando um oferente lança uma OPA sobre uma sociedade, cuja estrutura de propriedade observa o princípio da proporcionalidade entre o capital e o controle, o sucesso da oferta depende, à partida, do preço oferecido pelas ações. Se esse valor for suficientemente atrativo, os acionistas ficarão tentados a vendê-las e, consequentemente, o oferente passará a dominar a sociedade, isto claro, se conseguir obter uma percentagem de votos que o permita⁷⁰. Neste cenário, a posição de hostilidade do *blockholder* não terá grande relevância já que, tecnicamente, a generalidade dos acionistas poderá deliberar sobre a adoção, ou não, de medidas defensivas em função da sua exposição ao risco económico e poderá livremente transmitir as suas ações ao oferente. Neste caso, o *market for corporate control* funcionará de forma eficiente.

Porém, o inverso ocorre quando a sociedade visada se encontra *blindada*⁷¹. Nessa situação, o sucesso da OPA dependerá, em grande medida, do comportamento do *blockholder*. Assim, a presença de CEMs pode ser prejudicial à oferta por vários motivos, em primeiro lugar, porque o controlador incumbente terá capacidade de influenciar a assembleia geral que decida sobre a eventual adoção de medidas defensivas, em segundo lugar, porque os acionistas podem estar impedidos de vender as suas ações ao oferente e, em terceiro lugar, porque mesmo após a oferta e apesar de ter conseguido alcançar uma percentagem significativa do capital, o oferente pode não ser capaz de exercer um controle efetivo na sociedade⁷².

Por estar ciente dessa realidade, é normal que o oferente procure, de antemão, salvaguardar os seus interesses, *i.e.*, procure garantir que, após a oferta, será capaz de tomar decisões no seio da sociedade. Para o efeito, é comum que se estabeleçam, na

⁷⁰ Estamos, portanto, a pressupor um cenário hipotético em que na sociedade visada não se verifique nem a existência de um acionista controlador com mais de 50% dos direitos de votos (o que, como vimos, requer uma negociação bilateral e privada para transferência do controle), nem a presença de CEMs, com os consequentes desvios ao princípio *one share, one vote*.

⁷¹ Cf. PAULO LOPES MARCELO, *A Blindagem da...op. cit.*, p. 17, “A palavra demonstra-se adequada para significar tal ação de defesa. Blindagem remete para a ideia daquilo em certas empresas se pretendem transformar: fortalezas (*bunker*) resistentes a intrusos indesejados”.

⁷² O oferente não conseguirá exercer uma influência dominante nas assembleias gerais, nem conseguirá eleger um conselho de administração que seja da sua confiança. O exemplo paradigmático desta última situação que acabamos de descrever, ocorre nos casos em que existem, nas sociedades visadas *voting caps*. Explica, a propósito, JORGE BRITO PEREIRA, “The Dark Triade...op. cit.”, p. 18, “that is why the takeovers of target companies with statutory voting caps are always conditional on bylaw amendments to remove the voting limitation”.

oferta, determinadas condições de eficácia⁷³ por forma a garantir que o oferente conseguirá, efetivamente, controlar a sociedade. Estas condições consistem, normalmente, na exigência de uma revisão estatutária com o intuito de eliminar os CEMs existentes. Sucede que, uma revisão estatutária requer, na maior parte das jurisdições europeias, uma maioria qualificada de dois terços dos votos⁷⁴. Ora, sendo que os mecanismos que criam direitos de voto desproporcionais têm lugar na assembleia-geral que decide sobre tal revisão estatutária, torna-se fácil para o *blockholder* vetar tais alterações⁷⁵. Assim, ainda que impelido por motivações extrínsecas aos interesses da sociedade, consegue impedir o lançamento de ofertas, muitas vezes, em detrimento dos interesses dos demais acionistas.

O mesmo se diga a propósito da assembleia-geral que decide sobre a adoção de eventuais medidas reativas, isto porque, ainda que a *passivity rule* esteja pensada para a atuação do órgão de administração da sociedade, sem o prévio consentimento dos acionistas, a verdade é que, se as limitações em matéria de direito de voto continuarem a produzir os seus efeitos nessa votação, quem estará verdadeiramente a decidir sobre a sua aplicação é, novamente, o acionista controlador. Somos por isso a crer que optar pela aplicação da *passivity rule* sem que o mesmo suceda com *breakthrough rule*, especificamente nos termos do art. 11.º, n.º 3 da Diretiva das OPAs, esvazia, em grande parte, o sentido da regra se na sociedade visada se verificar a existência de limitações ao exercício dos direitos de voto. E esvazia por duas razões, por um lado, porque essa votação não irá refletir, pelo menos de forma proporcional, a vontade de todos acionistas e, por outro lado, porque nesses casos os interesses do órgão de administração já estão, à partida, alinhados com os interesses do detentor do bloco controlador.

Como tem notado alguma doutrina, esta problemática agrava-se com a imposição de um dever de lançamento de OPA⁷⁶. É certo que, o instituto da OPA obrigatória procura

⁷³ Distinguem-se as condições de *decisão* das condições de *eficácia* da oferta. As segundas sujeitam a celebração do contrato aquisitivo dos valores mobiliários visados pela oferta a determinados eventos. Para mais desenvolvimentos sobre o tema vd. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito...op. cit.*, p.711.

⁷⁴ Neste sentido JORGE BRITO PEREIRA, “The Dark Triade...op. cit.”, p. 18 e ss., notando ainda que a revisão estatutária não requer a maioria qualificada de dois terços das ações com direitos de voto (sendo que em algumas jurisdições essa maioria pode ser de 75%, o que se demonstra ainda mais problemático) mas sim de dois terços das ações com direitos de voto dos acionistas presentes em assembleia o que significa que um acionista que detenha menos de um terço dos direitos de voto pode conseguir vetar esta revisão.

⁷⁵ JORGE BRITO PEREIRA, “The Dark Triade...op. cit.”, p. 18, “*in takeovers where the target companies are subject to statutory voting rights ceilings, the inside blockholder is granted a de facto veto right to oppose bylaw revision, and it will use this veto right unless properly compensated for the lost future benefits*”.

⁷⁶ Neste sentido JORGE BRITO PEREIRA, “The Dark Triade...op.cit.”, p. 19 e ss.

repartir (ou socializar) o prémio de controlo pelos acionistas minoritários⁷⁷, bem como dar-lhes a possibilidade de saída da sociedade mediante a venda das suas participações. Porém, nos casos em que o oferente pretenda adquirir o domínio de uma sociedade através do lançamento de uma OPA (voluntária) terá de estar preparado para adquirir todas as ações dos acionistas que desejem sair da sociedade, o que pode tornar a operação financeiramente exigente e, por vezes, inoportável.

Como referimos *supra* a posição de controlador permite a extração de benefícios privados de controlo. Deste modo, o *blockholder* não estará disposto a abdicar desses benefícios a não ser que o preço pago pelas suas ações cubra a extração dos benefícios privados futuros que viria a auferir se mantivesse a sua posição de domínio na sociedade. Como bem se compreende, numa sociedade *blindada* onde existem direitos de voto altamente concentrados, o *blockholder* tem, de facto, o poder de exigir um prémio de controlo bastante elevado pois sabe que, se esse valor não for do seu agrado, terá a capacidade de impedir o lançamento da OPA ou, se esta já tiver ocorrido, frustrar o seu sucesso.

Ora, pagar um preço elevado ao *blockholder* implica pagar um preço equitativo aos demais acionistas face às exigências de tratamento igualitário. Se o oferente, por sua vez, não tiver condições económicas para tal operação, acabará por abandonar a oferta, ainda que a mesma representasse uma boa oportunidade de negócio quer para a sociedade, quer para os seus investidores pois sabe que de muito pouco lhe valerá lançar a OPA se a hostilidade do *blockholder* se mantiver.

O que pretendemos afirmar é que, visto de um certo prisma, a Diretiva das OPAs não protege, tanto assim, os acionistas minoritários pois ainda que se institua um dever de lançamento de OPA obrigatória⁷⁸, promovendo o tratamento igualitários dos investidores, a verdade é que, em determinados casos, o poder do *blockholder* para impedir que essa oferta venha sequer a ocorrer é bastante elevado. Assim, ao permitir o estabelecimento de

⁷⁷ A sua fundamentação parte do pressuposto de que o domínio é um bem de todos os sócios. Neste sentido CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A imputação de Direitos de Voto para Efeitos de OPA’s e Algumas Notas Avulsas” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, Lisboa, 2021., p.184. Com opinião diversa e contra a necessidade de repartição deste prémio vd. FRANK EASTERBROOK, DANIEL FISCHER, “Corporate Control Transactions” in *The Yale Law Journal*, Vol. 91, 4, 1982, p. 716.

⁷⁸ Note-se que não se questiona a bondade do dever nos casos em que se verifique, efetivamente, uma mudança de controlo na sociedade pela aquisição direta (ou por imputação) de uma determinada fasquia de direitos de voto (normalmente entre 25% e 1/3). A crítica deve-se ao facto de se possibilitar que em certos casos esse lançamento nunca venha a ocorrer.

medidas defensivas sem que exista uma correspondente regra de suspensão dessas defesas, o legislador europeu aceitou que a hostilidade do *blockholder* é razão suficiente para impedir eventuais ofertas, mesmo que isso penalize os acionistas minoritários que poderiam encará-las como benéficas – seja porque o novo controlador poderia aumentar a suficiência da sociedade, seja porque estariam interessados na venda das suas participações.

É notório que uso abusivo destas medidas pode levar a uma desproteção dos demais investidores que ficam à mercê da vontade do *blockholder*. Não se pode, por isso, afirmar que existe um tratamento igualitário dos investidores quando, na prática, não é exatamente assim. Este regime torna-se particularmente grave tendo em conta a frequente desproporcionalidade entre o capital e o controlo que se verifica nas sociedades cotadas europeias o que torna, consequentemente, ainda mais ineficiente o *market for corporate control* no seio da União.

4.2. O caso português em especial

A grande maioria das sociedades cotadas portuguesas caracteriza-se pela sua altíssima concentração de capital⁷⁹. Atualmente são 16 as sociedades representadas no PSI, das quais 9 apresentam uma concentração superior a 50% dos direitos de voto⁸⁰, 8 apresentam uma concentração entre 20 a 40% dos direitos de voto⁸¹ e apenas 1 apresenta percentagens de concentração de direitos de voto inferiores a 20%^{82 83}. Em acréscimo, naquelas em a concentração de capital é menor do que 50% dos direitos de voto verifica-se, em algumas delas, restrições em matéria de direito de voto⁸⁴.

⁷⁹ Neste sentido *vd.* OECD, *OECD Capital Market Review of Portugal 2020*, p. 107. Disponível em: <https://www.oecd.org/>. Referindo, ainda, que o mesmo fenómeno se verifica nas sociedade que não se encontram admitidas às negociação.

⁸⁰ Altri, SGPS, S.A., Corticeira Amorim, SGPS, S.A., EDP Renováveis, S.A., Green volt - Energias Renováveis, S.A., Ibersol, SGPS, S.A., Jerónimo Martins, SGPS, S.A., Semapa - Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A., Sonae - SGPS, S.A. e The Navigator Company, S.A.

⁸¹ Banco Comercial Português, S.A., EDP – Energias de Portugal, S.A., Galp Energias de Portugal, S.A., Mota-Engil, SGPS, S.A., NOS, SGPS, S.A., e REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.

⁸² CTT-Correios de Portugal, S.A cujo principal acionista detém uma participação de 14,99%.

⁸³ Denota JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural... op.cit.*, p. 109, a propósito das primeiras que “*ainda que todas as ações fora das mãos do acionista controlador fossem concentradas num único acionista, não seria retirado o controlo ao primeiro; daqui resultando que qualquer mudança de controlo dependerá do acordo prévio do blockholder*” e, a propósito das segundas, que “*os maiores acionista estão, na prática, em condições de fazer aprovar uma lista para os órgãos sociais*”.

⁸⁴ Os estatutos do Millenium BCP, da EDP e da REN consagram *voting caps* sendo que os estatutos da Mota-Engil e da NOS admitem a emissão de ações preferenciais sem direito de voto, embora, até ao momento, não tenham feito uso dessa possibilidade.

Assim, é fácil prever – embora difícil quantificar⁸⁵ – que, em Portugal, a extração de benefícios privados de controlo é bastante elevada, afetando não só os interesses dos acionistas minoritários, como também o próprio desenvolvimento do mercado português.

Como se referiu *supra*, Portugal optou pela facultatividade da *breakthrough rule* sendo, entre nós, francamente evidente o que se disse a propósito da dinâmica perpetrada pelo regime da Diretiva das OPAs⁸⁶. Não obstante, o regime português apresenta algumas particularidades.

4.2.1. O anteprojeto de alteração do art. 182.º-A do CVM

A *breakthrough rule* foi transposta para o direito português através do art. 182-A do CVM o qual, na senda do compromisso português, lhe atribuiu um caráter opcional. Porém, em 2011 a CMVM submeteu a consulta pública um anteprojeto de alteração do respetivo artigo que tinha em vista a consagração da imperatividade da regra justificando que essa opção “*torna mais fluido o funcionamento do mercado de controlo (...), favorece o investimento, potencia a liquidez das ações e melhora a governação das empresas*”⁸⁷. Contudo, o projeto não foi bem recebido junto do público que, inequivocamente, salientou a imprudência de tal modificação⁸⁸ fazendo, inclusive, com que a proposta fosse abandonada. Embora o referido artigo mantenha, até os dias de hoje, a sua configuração original, existe, porém, uma exceção ao seu regime.

4.2.2. O DL 20/2016, de 20 de abril

A entrada em vigor do DL 20/2016, de 20 de abril veio alterar o RGICSF, mais concretamente o seu art. 13.º-C com a epígrafe “*limites estatutários à detenção ou ao exercício de direitos de voto em instituições de crédito*”. De acordo com a sua nova redação, “*a manutenção ou revogação de limites à detenção ou ao exercício dos direitos de voto dos acionistas de instituições de crédito deve ser objeto de deliberação dos*

⁸⁵ Sobre as dificuldades de quantificação dos benefícios privados de controlo *vd.* ALEXANDER DYCK, LUIGI ZINGALES, “Private Benefits of Control: An International Comparison” in *The Journal of Finance*, vol. 59, 2, 2004, p. 479-962. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/>.

⁸⁶ Têm falhado, redondamente, quase todas as OPAs efetuadas contra a vontade do acionista controlador. Desenvolvendo o tema JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural... op.cit.*, p. 117 e ss. O prejuízo para os acionistas minoritários foi, em alguns casos, bastante significativo. Veja-se, a propósito, a resenha da OPA da SONAE sobre a PT, talvez uma das mais polémicas face aos acontecimentos subsequentes, em JORGE BRITO PEREIRA, “The Dark Triade...”, p. 13 e ss.

⁸⁷ Cf. CMVM, Consulta Pública 3/2011. Disponível em: <https://www.cmvm.pt>.

⁸⁸ *Vd.* a propósito as respostas à consulta pública da AEM, Anteprojecto de Alteração do artigo 182.º-A do Código Dos Valores Mobiliários Memorando De Resposta, 2011. Disponível em: <https://emitentes.pt> e do IPCG, Resposta à Consulta Pública n.º 3/2011 da CMVM, 2011. Disponível em: <https://cgov.pt>.

acionistas, pelo menos, uma vez em cada período de cinco anos”⁸⁹, sendo que, caso existam, tais limites caducam automaticamente após o termo desse prazo⁹⁰.

A pedra de toque do regime parece estar, contudo, vertida no n.º 2 do art 13.º-C, referindo que “*a deliberação prevista no número anterior, quando proposta pelo órgão de administração, não está sujeita a quaisquer limites à detenção ou ao exercício de direitos de voto, nem a quaisquer requisitos de quórum ou maioria agravados relativamente aos legais*” (negrito nosso). A redação do preceito é, no mínimo, surpreendente já que apenas se permite a neutralização desses limites se a respetiva deliberação for proposta pela administração da sociedade. Ora, não será estranho admitir que uma regra que pode precisamente facilitar eventuais tomadas de controlo com a provável substituição do conselho de administração funcione, precisamente, quando a atual administração assim o entenda?⁹¹

Por outro lado, parece-nos que o legislador português ao arrepio da posição adotada em 2006 (aquando da transposição da Diretiva) e das críticas tecidas à proposta de alteração do art. 182.º-A do CVM considerou que, afinal, uma certa imposição do princípio da proporcionalidade pode ser benéfica⁹². Porém como interroga COUTINHO DE ABREU⁹³, “*se se considera benéfica a extinção dos tetos de voto ou, ao menos, a reavaliação periódica da justificação dos mesmos, porque não alargar o regime a todas as sociedades anónimas ou no mínimo, às sociedades cotadas?*”.

Em nosso entender, a configuração desta medida legislativa é bastante discutível, não só porque se levantam diversos problemas de (in)constitucionalidade⁹⁴, mas também

⁸⁹ Cf. n.º 1, do art. 13.º-C do RGICSF.

⁹⁰ Cf. n.º 3, do art. 13.º-C do RGICSF.

⁹¹ Refere, por isso JORGE BRITO PEREIRA, “O Decreto-Lei n.º 20/2016” in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários I*, PAULO CÂMARA (coord.), Almedina, 2017, p. 170, que se trata de uma “*Break-through rule ao contrário*” já que é “*uma Break-through para quem, por alguma razão, já está dentro da sociedade*”.

⁹² Lê-se no preâmbulo do respetivo diploma que “*(...) as instituições europeias têm vindo a intervir no campo específico dos limites ao exercício dos direitos de voto por parte dos acionistas, com vista a promover a sustentabilidade das empresas e devolver a sua capacidade de tomada de decisões estratégicas. O presente decreto-lei prossegue esse caminho (...)*”. Porém, como apontam JOSÉ FERREIRA GOMES e NÁDIA REIS, “O Decreto-Lei n.º 20/2016 e a desblindagem dos estatutos das instituições de crédito: um diploma à prova de bala?” in *RDS*, Ano IX, n.º 2, 2017, p. 333, “*os dados empíricos não são conclusivos sobre as vantagens da imposição normativa do princípio da proporcionalidade (com o concomitante afastamento dos chamados control enhancing mechanisms)*”. Não obstante e como denota a generalidade da doutrina, a verdadeira motivação do diploma parece ter sido a de colocar um fim ao impasse verificado na OPA do CaixaBank ao BPI.

⁹³ J. M. COUTINHO DE ABREU, “De novo a banca – tetos de voto; gestores públicos a céu-aberto” in *DSR*, Almedina, Coimbra, 2017, p. 16.

⁹⁴ Para mais desenvolvimentos vd. JOSÉ FERREIRA GOMES e NÁDIA REIS, “O Decreto-Lei n.º 20/2016...*op.cit.*”, p. 342 e ss.

porque ao desvalorizar todo o entendimento que tinha vindo a ser seguido na matéria, a regra acabou por impactar o *market for corporate control*⁹⁵, suscitando, ainda, dúvidas sobre a questão de saber se afinal, podem, ou não, os mercados de capitais beneficiar da adoção deste tipo de medidas.

5. Há espaço para uma reinvenção da *breakthrough rule*?

5.1. Uma abordagem crítica

Aqui chegados, cumpre analisar se os mercados de capitais europeus beneficiariam, ou não, de uma nova forma de pensar os CEMs, em especial, através da implementação da *breakthrough rule*. Esta discussão pressupõe, a nosso ver, dois tipo de reflexões – por um lado, há que tentar colmatar as falhas apontadas à regra tal como prevista na Diretiva das OPAs, por outro, há que analisar se, ainda assim, a obrigatoriedade da regra será, face ao atual panorama dos mercados de capitais, pertinente.

Ora, começando pelo primeiro ponto, podemos, desde logo, referir que uma das maiores ineficiências da regra é, sem dúvida, a sua facultatividade⁹⁶. Porém, face às incongruências e desigualdades que da sua aplicação poderiam advir, somos a reconhecer que esta opcionalidade não foi, afinal, assim tão descabida.

As diversas falhas apontadas à *breakthrough rule* advêm, em grande medida, do seu âmbito de aplicação restrito – por um lado, a regra não é capaz de neutralizar todos os tipos de CEMs e, por outro lado, embora com consequências semelhantes, parece não se aplicar a todas as categorias de valores mobiliários.

Começando por desenvolver este último ponto – que pode, subtilmente, passar despercebido – refere o art. 2.º, n.º 1, al. e) da Diretiva que se entendem por valores mobiliários os “*títulos negociáveis que conferem direitos de voto numa sociedade*” pelo que, parece ser de admitir a seguinte interpretação: as ações que não confirmam direitos de voto aos seus titulares, não devem ser consideradas como valores mobiliários para efeitos da Diretiva⁹⁷. Por sua vez, diz-nos a al. g) do mesmo artigo que são valores mobiliários com voto plural os “*valores mobiliários pertencentes a uma categoria distinta e separada*

⁹⁵ Neste sentido PAULO CÂMARA, *Manual de Direito...op. cit.*, p. 700 e ss.

⁹⁶ Neste sentido *vd.* JONATHAN RICKFORD, “Takeovers in Europe – Shareholder Decisions and Open Markets a UK perspective” in *Die Umsetzung der Übernahmerrichtlinie in Europa*, Andreas Cahn, Theodor Baums (ed.), De Gruyter Recht, Berlin, 2006, pp. 60-100 e THOMAS PAPADOPOULOS, “Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive” in *Corporate Takeovers: Emerging Global Trends*, Icfai University Press, 2008, pp. 40-61.

⁹⁷ Neste sentido JONATHAN RICKFORD, “Takeovers in Europe...op. cit.”, p. 67 e ss.

e com direito a mais de um voto” o que parece ignorar a possibilidade de existirem ações com voto plural que não pertençam a uma categoria distinta, tal como acontece, por exemplo, com as *l-shares*⁹⁸. Estas redações dão, portanto, azo a diferentes interpretações com importantes efeitos práticos – afinal as limitações à transmissibilidade de valores mobiliários aplicam-se, ou não, às ações sem direitos de voto? Estas ações são tidas, ou não, como restritivas de direitos de voto para efeitos da aplicação dos n.ºs 3 e 4 da regra? E quando se afirma que as ações com direito de voto plural têm apenas um único voto, incluem-se, ou não, as *L-shares*?⁹⁹ À cautela, as respostas terão de ser negativas¹⁰⁰.

Nestes termos, impor a aplicação da *breakthrough rule* originária, desde logo, desigualdades entre os EM já que a admissibilidade quer de ações sem direito de voto, quer de *l-shares* não é uma realidade consensual. Sairiam assim beneficiadas as sociedades com sede social em EM cujos ordenamentos jurídicos admitam este tipo de ações, em oposição às sediadas em EM onde tal não seja possível¹⁰¹.

Cumpre, igualmente, tecer algumas considerações, a propósito das ações preferenciais. Face ao disposto no art. 11.º, n.º 6 da Diretiva e, tendo em conta que estas ações são “acompanhadas de vantagens pecuniárias específicas” é seguro afirmar que as mesmas se encontram de fora do escopo da *breakthrough rule*¹⁰². Este aspeto pode, também, ser preocupante uma vez que, para contornar a regra, basta que se conceda tal vantagem, ainda que mínima, aos titulares destes valores mobiliários que ficam, de antemão, impossibilitados de realizar um juízo comparativo entre a vantagem que auferem e o eventual prémio pago pelo oferente¹⁰³. Por outro lado, esta situação é,

⁹⁸ *Ibidem*, p. 67 e ss. Desenvolvendo o tema das *L-shares* *vd.*, entre nós, MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às *L-shares*” in *RDS*, n.º 2, 2015, pp. 435-470, a autora define-as enquanto “ações que, após a detenção ininterrupta pelo mesmo acionista por um determinado período de tempo, lhe confirmam direito de voto duplo”.

⁹⁹ Se alinharmos o disposto no art. 2.º da Diretiva com o disposto no seu art. 11.º compreendemos que expressões como “transmissão de valores mobiliários”, “valores mobiliários com voto plural” e “75% do capital com direito de voto” não englobam estas categorias de valores mobiliários.

¹⁰⁰ Neste sentido THOMAS PAPADOPOULOS, “Legal Aspects of ... *op. cit.*”, p. 49, referindo ainda que o mesmo raciocínio pode ser feito a propósito dos *depository certificates*. De facto, os titulares destes instrumentos financeiros não detêm, também, direitos de voto já que estes ficam a cargo da entidade que os administra.

¹⁰¹ Pode referir-se, a título de exemplo que as *L-shares* são bastantes populares nas sociedades francesas apesar de este tipo de ações ainda não ser admissível noutros EM (nos quais se inclui Portugal). Por sua vez, as ações preferenciais sem direito de voto são bastantes populares nas sociedades inglesas. Para mais desenvolvimentos *vd.* SHEARMAN & STERLING, ISS, ECGI, *Report on the Proportionality...*, p. 14 e ss.

¹⁰² Neste sentido JONATHAN RICKFORD, “Takeovers in Europe... *op. cit.*”, p. 67 e ss.

¹⁰³ Cf. THOMAS PAPADOPOULOS, “Legal Aspects of ... *op. cit.*”, p. 53 e ss.

novamente, geradora de possíveis desigualdades uma vez que não se verifica uma uniformização na admissibilidade e na emissão deste tipo de ações.

Como fomos referindo, a grande maioria das objeções feitas à *breakthrough rule* prendem-se com o facto de esta não ser capaz de neutralizar outros tipos de CEMs que, embora não restrinjam, diretamente, os direitos de voto, são capazes de desvirtuar o princípio da proporcionalidade entre o risco de capital e o controlo. Falamos, sobretudo, das estruturas piramidais, das participações cruzadas e das *golden shares*¹⁰⁴.

Embora o recurso às *golden shares* tenha vindo a diluir-se¹⁰⁵, o mesmo não se pode dizer a propósito das estruturas piramidais que continuam a ser um dos CEMs mais populares no seio das sociedades cotadas europeias¹⁰⁶. Estamos perante uma estrutura piramidal quando uma sociedade detém uma participação de controlo noutra sociedade que, por sua vez, controla outra sociedade podendo este processo repetir-se inúmeras vezes¹⁰⁷. A mera integração de sociedades em estruturas de grupo revela-se, só por si, como uma importante medida defensiva contra tomadas hostis já que, em termos financeiros, a capacidade de reação e resistência da *holding* será naturalmente maior¹⁰⁸. Por outro lado, as estruturas intermédias e inferiores da pirâmide protegem, também, a sociedade-mãe já que permitem o isolamento dos riscos em cada uma delas. Deste modo, “*mesmo que algum intruso (raider) consiga penetrar, só a muito custo chegará aos pontos nevralgicos do poder ou, pelo menos, dificilmente o fará sem ser notado*”¹⁰⁹. Para além desta vertente defensiva, as estruturas piramidais implicam também importantes desvios ao princípio da proporcionalidade e controlo. A sucessiva diluição dos direitos de voto da sociedade-mãe, possibilita que o *blockholder* da sociedade do topo detenha o controlo da sociedade base ainda que os seus direitos de fluxo de caixa sejam desproporcionalmente baixos o que inverte, naturalmente, a assunção dos riscos em prejuízo dos acionistas minoritários¹¹⁰.

¹⁰⁴ Refira-se, não obstante, que as sociedades em comandita por ações também se encontram de fora do escopo da regra, porém, face à sua reduzida utilização, abster-nos-emos de tecer outras considerações.

¹⁰⁵ Cf. SHEARMAN & STERLING, ISS, ECGI, *Report on the Proportionality...*, p. 21.

¹⁰⁶ Neste sentido SHEARMAN & STERLING, ISS, ECGI, *Report on the Proportionality...*, p. 19, referindo que “*pyramid structure is one of the most widely available CEMs and also one of the most widely used*”.

¹⁰⁷ Para mais desenvolvimentos vd. JORGE BRITO PEREIRA, “*O Voto Plural na ... op.cit.*”, p. 214 e ss.

¹⁰⁸ Cf. PAULO LOPES MARCELO, *A Blindagem da...op. cit.*, p. 90 e ss. Quanto maior for o número de sociedades envolvidas na pirâmide, maior será o grau de desvio da proporcionalidade entre a propriedade e o controlo.

¹⁰⁹ Cf. PAULO LOPES MARCELO, *A Blindagem da...op. cit.*, p. 90 e ss.

¹¹⁰ Denota, por isso, JORGE BRITO PEREIRA, “*O Voto Plural na ... op. cit.*”, p. 216, “*estas estruturas criam alinhamentos de incentivos perversos para a extração de vantagens privadas de controlo pelo último*

Já as participações cruzadas (ou, recíprocas) ocorrem quando, p.e., a sociedade A detém uma determinada participação no capital social da sociedade B que, por sua vez, detém uma determinada participação no capital social da sociedade A. Este mecanismo permite a criação de uma certa interdependência entre as sociedades envolvidas que tendem a proteger-se mutuamente contra tomadas hostis¹¹¹. Por outro lado, “*os conselhos de administração das sociedades – os quais, aliás, não raro se compõem das mesmas pessoas – usam reciprocamente os votos no sentido de uma sua verrouillage, enfraquecendo o controlo pelos acionistas*”¹¹².

Quanto às *golden shares* refere, expressamente, o art. 11.º, n.º 7 que “*o presente artigo não se aplica no caso de os Estados-Membros serem titulares de valores mobiliários na sociedade visada que lhes confiram direitos especiais (...)*” pelo que se verifica a desconsideração pelas das recomendações vertidas no Relatório de Winter na matéria¹¹³.

Fazem-se ainda críticas de outra índole à *breakthrough rule* que têm que ver com a sua vaguidade e indeterminação. Alguns autores referem que o n.º 2 da regra (onde se estatui que as restrições à transmissão de valores mobiliários, previstas nos estatutos ou contratualmente, não se aplicam ao oferente durante o período de aceitação da oferta) desconsidera as restrições à transmissibilidade das ações que são pró, ou pelo menos, neutras em relação às aquisições o que, consequentemente, afeta negativamente o desenvolvimento dos mercados de capitais europeus¹¹⁴. Por outro lado, levantam-se também várias questões no que toca à compensação prevista no art. 11.º, n.º 5 segundo o

beneficiário da estrutura; mesmo quando comparamos as estruturas piramidais com outras soluções de não proporcionalidade, como é o caso das ações com voto plural”.

¹¹¹ Cf. PAULO LOPES MARCELO, *A Blindagem da ... op. cit.*, p. 96 e ss.

¹¹² CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “Sociedades anónimas em relação de participações recíprocas : alguns aspectos do regime legal” in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Almedina, Coimbra, ano 31 n.1-2, 1989, p.110. Por sua vez, refere THOMAS PAPADOPOULOS, “Legal Aspects of ... op. cit.”, p. 22 e ss. que os eventuais direitos de nomeação dos membros do conselho de administração são, provavelmente, abrangidos pela *breakthrough rule* uma vez que podem ser considerados como direitos especiais de acionistas na aceção do artigo 11.º, n.º 4 da Diretiva.

¹¹³ Lê-se no Relatório: “*if a formerly state-owned enterprise is privatised and seeks to enjoy the benefits provided by the capital market, it should be subject to the same principles and rules of company law and capital market law as other companies*” cf. JAAP WINTER, “Report of the Hight...”, p. 34.

¹¹⁴ Neste sentido THOMAS PAPADOPOULOS “Legal Aspects of ...op.cit.”, p. 54, referindo ainda: “*the prohibition of such restrictions contained in agreements between shareholders may be thought to be too wide, since it risks catching normal market arrangements, such as pre-emption and option rights, sale agreements with deferred settlement, and indeed irrevocable undertakings to accept a takeover offer (which usually incorporate a restriction on sale of the shares concerned to a third party)*”. Embora se compreenda o raciocínio, cremos, contudo, que a análise da bondade, ou não, do uso destes mecanismos dependerá sempre do caso concreto, i.e., das partes e dos moldes do respetivo contrato, já que alguns deles podem, precisamente, ser utilizados como um modo de frustrar aquisições, daqui surgindo a dificuldade em excluir, de antemão, alguns deles.

qual “sempre que sejam suprimidos direitos nos termos do n.ºs 2,3 ou 4 e/ou do artigo 12.º, deve prever-se uma indemnização equitativa pelos eventuais prejuízos suportados pelos titulares destes direitos”, já que na Diretiva não existem quaisquer orientações sobre como esta indemnização deve operar. Ora, daqui advêm várias dúvidas, desde logo, de modo e de quantificação¹¹⁵ – esta compensação é devida sempre que exista uma supressão de direitos ainda que temporária? Ou deve-se apenas quando estes direitos são afetados de forma permanente? A compensação deve refletir os benefícios privados de controlo que o *blockholder* deixará de auferir? Ou deverá refletir os benefícios que os demais acionistas deixaram de auferir?¹¹⁶ Parecem ainda surgir problemas quanto ao *timing* de divulgação da forma de pagamento e determinação do valor da compensação já que a Diretiva prevê que a sua divulgação ocorra antes do lançamento da oferta¹¹⁷. Este raciocínio parece-nos rebuscado pois aparenta que todos os acionistas cujos direitos podem ser suprimidos têm direito a uma compensação equitativa independentemente de terem aceitado, ou não, vender as suas ações ao oferente. cremos, contudo, que a determinação da efetiva supressão de direitos deverá depender do número de acionistas que não aceitem a oferta sendo, portanto, difícil a antecipação do seu cálculo¹¹⁸.

Fica patente que a regra não só não é clara, como discrimina, de forma injustificada, diferentes estruturas e mecanismos de reforço de controlo o que, por sua vez, gera diversos problemas interpretativos tornando, também, complexa a tarefa de compreender quais são, afinal, os mecanismo capazes de serem neutralizados pela norma e de serem contabilizados para a obtenção do limiar de 75% dos direitos de voto¹¹⁹.

Como se pode observar, a atual redação da *breakthrough rule* não é capaz de garantir condições de igualdade na neutralização dos CEMs¹²⁰, pelo que não pode contribuir para a realização do *level playing field*. Estranhamente – e, independentemente da cláusula de

¹¹⁵ Neste sentido JONATHAN RICKFORD, “Takeovers in Europe...*op.cit.*”, p. 72 e ss.

¹¹⁶ *Vd.* THOMAS PAPADOPOULOS “Legal Aspects of ... *op.cit.*”, p. 68 e ss. O autor indica ainda “*the Directive does not give a clue to who will be obliged to pay the compensation: is it the offeror or the offeree company?*”. A questão é pertinente na medida em que o Relatório de Winter rejeitou a ideia de que seria devido ao oferente o pagamento desta compensação cf. JAAP WINTER, “Report of the Hight...”, p. 5.

¹¹⁷ Cf. art. 6.º, n.º 3, al. e) da Diretiva.

¹¹⁸ No mesmo sentido JONATHAN RICKFORD, “Takeovers in Europe... *op.cit.*”, p. 72 e ss.

¹¹⁹ Alertando para os problemas de cálculo quando existem mais do que uma classe de ações com direitos de voto JONATHAN RICKFORD, “Takeovers in Europe...*op.cit.*”, p. 71 e ss. o autor sugere a seguinte redação: “75% of the voting rights at the post breakthrough meeting”.

¹²⁰ O que demonstra, uma vez mais, que o *level playing field* tão almejado ficou aquém das expectativas. THOMAS PAPADOPOULOS “Legal Aspects of ... *op.cit.*”, p. 60 e ss. aponta para o oportunismo político de alguns países, sobretudo França, Alemanha e Reino Unido, que conseguiram excluir do âmbito de aplicação da regra os CEMs mais utilizados pelas suas sociedades.

revisão que consta da Diretiva – a *breakthrough rule* permanece imutável desde a sua entrada em vigor. Será então tempo de rever a Diretiva, dando especial a atenção à *breakthrough rule*?

5.2. As novas tendências dos mercados de capitais

Antes de responder à questão é importante notar que os mercados de capitais enfrentam hoje desafios distintos daqueles que se sentiam há 20 anos¹²¹.

Assiste-se, em primeiro lugar, a uma mudança no paradigma de acionista minoritário face à expansão dos investidores institucionais¹²². Tradicionalmente distinguem-se os acionistas de controlo – investidores tipicamente interessados em participações que permitam controlar a sociedade e influenciar a sua gestão – dos acionistas minoritários (ou de mero investimento) interessados sobretudo em obter dividendos e conseguir boas mais-valias¹²³. Tem-se observado, contudo, no segundo tipo, uma drástica redução no número de acionistas individuais (ou de retalho) em oposição à crescente atuação dos investidores institucionais.

De facto, nos dias de hoje, “*os investidores cada vez menos investem diretamente nas sociedades, mas cada vez mais através de investidores institucionais*”¹²⁴. Embora, numa primeira fase, esta realidade pareça apelativa já que “*estes investidores agregam uma elevada quantidade de ações e podem, por isso, ter um papel ativo no governo da sociedade*”¹²⁵, na verdade, esta transmutação é problemática na medida em que, a grande maioria dos investidores institucionais atua no mercado tendo em vista a obtenção de resultados de curto prazo¹²⁶, sendo que, cada vez mais, se tem atribuído uma conotação negativa a este tipo de investimento. Face aos contratempos que o *short-termism* é capaz de gerar, quer nas sociedades, quer nos próprios mercados em que estas se inserem¹²⁷, o

¹²¹ Vivemos hoje num mundo mais globalizado e em constante evolução tecnológica, onde as preocupações ambientais e sociais têm recebido cada vez mais destaque o que implica, consequentemente, acrescidas preocupações de inovação e regulação dos mercados de capitais.

¹²² Neste sentido MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Direito de voto... *op.cit.*”, p. 460 e ss.

¹²³ PAULO LOPES MARCELO *A Blindagem da ... op. cit.*, p. 33.

¹²⁴ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Direito de voto... *op.cit.*”, p. 450 e ss.

¹²⁵ *Ibidem*, p. 461

¹²⁶ Refere MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Direito de voto...*op.cit.*”, p. 459, “*o seu horizonte de investimento é de meses, de dias ou, no caso dos short traders que levaram ao flash crash de 6 de maio de 2010, até por períodos mais curtos (de minutos ou até segundos)*”.

¹²⁷ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Direito de voto... *op.cit.*”, p. 461, sumariza os efeitos deste tipo de políticas de investimento em três consequências essenciais: “*perda de oportunidades de investimentos, riscos mais elevados e planeamento e inovação mais tímidos*”.

seu combate tem sido encarado como uma prioridade e passa, sobretudo, pelo estímulo ao envolvimento dos acionistas a longo prazo¹²⁸ e pela consagração de mecanismos que permitem a concentração dos direitos de voto nos acionistas controladores ou, pelo menos, naqueles acionistas que parecem estar focados em políticas de investimento de longo prazo¹²⁹.

Estas evoluções têm contribuído, em parte, para a crescente presença de sociedades com estruturas de capital concentrado, mesmo em países onde se verificava uma predominante dispersão de capital. Diga-se, também, que em muito tem contribuído para este alargamento a presença, cada vez mais preponderante, das sociedades asiáticas nos mercados de capitais já que estas se caracterizam, igualmente, pela sua concentração de capital¹³⁰.

Os próprios mercados de capitais asiáticos (sobretudo Hong Kong e Singapura) têm vindo a destacar-se dos demais, demonstrando grande crescimento nos últimos anos. O número de IPO nesta região é significativamente maior quando comparado com outros mercados não só da Europa, como dos EUA que demonstram uma tendência decrescente¹³¹. Muitos podem ser os fatores apontados para esta dinâmica de transformação. Porém, a concorrência regulatória que atualmente se experiencia nos mercados assume, sem dúvida, um lugar de relevo nestes resultados¹³².

É também de dar nota que nos dias de hoje a cotação em bolsa já não é tida como uma necessidade (ou até mesmo uma inevitabilidade) para as empresas. O recurso ao financiamento privado, sobretudo *venture capital* e *private equity*, é bastante recorrente e tem vindo a desempenhar um papel fundamental na resposta às necessidades de

¹²⁸ *Vd.* a propósito a Diretiva 2017/828 do Parlamento Europeu e do conselho, de 17 de maio de 2017, que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo.

¹²⁹ Esses mecanismos passam, precisamente, pela consagração de *L-shares* e pela emissão de ações com direito de voto plural. Entre nós, a entrada em vigor da Lei 99-A/2021, de 31 de dezembro, tornou possível a emissão de ações com voto plural (cf. art. 21.º-D do CVM) o que consubstancia uma exceção à proibição do voto plural nas sociedades anónimas (cf. art. 384.º, n.º 1 do CSC).

¹³⁰ *Vd.* OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2023*, pp. 11-38.

¹³¹ *Vd.* OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2023*, p. 14 e ss.

¹³² A proatividade regulatória vigente nos mercados asiáticos tem contribuído para a deslocação de várias empresas para essas jurisdições. Densificado as vantagens e desvantagens da concorrência regulatória *vd.* WOLF-GEORG RINGE, “Regulatory Competition in Global Financial Markets — The Case for a Special Resolution Regime” in *Annals of Corporate Governance* 1(3), 2016, pp. 175-247.

capitalização das empresas o que contribui, também, para a redução dos n.ºs de IPOs afetando, consequentemente, a liquidez dos mercados¹³³.

5.2.1. Em especial, as novas tendências do *market for corporate control*

Se é o verdade que os mercados de capitais se encontram em constante evolução, o mesmo pode ser afirmado, especificamente, a propósito do *market for corporate control*. Se anteriormente as OPAs hostis eram tidas como o mecanismo disciplinador de excelência, atualmente assiste-se a uma nova tendência designada por *takeovers activism*¹³⁴. Embora ambas as técnicas identifiquem sociedades em que a separação entre a propriedade e controlo tenha conduzido a uma má gestão dos recursos e procurem, através da sua atuação, aumentar o valor da empresa, estas apresentam um *modus operandi* diverso. Enquanto nas OPAs o oferente procura alcançar a maioria dos direitos de voto e obter, consequentemente, o domínio da sociedade, estes “ativistas” adquirem participações minoritárias, mas procuram obter um certo nível de influência na sociedade de modo a atingir os seus objetivos, funcionando até como intermediários de eventuais aquisições¹³⁵.

A emergência do *market for corporate influence*¹³⁶ parece dever-se, por um lado, à adoção generalizada de medidas anti-OPA o que, consequentemente, provocou um decréscimo no número de OPAs hostis e um ineficiente funcionamento do *market for corporate control*¹³⁷. Por outro lado, parecem também ter contribuído para tal, a crescente utilização de técnicas de *risk decoupling*¹³⁸ e o fomento de técnicas legislativas propícias ao ativismo acionista¹³⁹ já que estas, aliadas ao aumento do número de investidores institucionais possibilitaram, precisamente, o exercício desta influência.

¹³³ Para mais desenvolvimentos sobre o tema *vd.* SREEDHAR T. BHARATH, AMY K. DITTMAR, “Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?” in *The Review of Financial Studies*, vol. 23, 5, 2010, pp. 1771-1818.

¹³⁴ Neste sentido MIKE BURKART, SAMUEL LEE, PAUL VOSS, “The Evolution of the Market for Corporate Control” in *ECGI Working Paper Series in Finance*, working paper n.º 956/2024. Disponível em: <https://papers.ssrn.com>.

¹³⁵ No mesmo sentido MIKE BURKART, SAMUEL LEE, “Hedge Fund Activism...*op. cit.*”, p. 2, referindo ainda que este tipo de influência não se confunde com os casos de influência temporária de decisões por parte dos investidores institucionais, denomina-os, por isso, de ativistas “*raider-like or offensive*”.

¹³⁶ MIKE BURKART, SAMUEL LEE, “Hedge Fund Activism...*op. cit.*”, p. 29.

¹³⁷ MIKE BURKART, SAMUEL LEE, PAUL VOSS, “The Evolution of the Market...”, p. 33.

¹³⁸ *Vd.* a propósito dos riscos de desconstrução económica da ação (*risk decoupling*) JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural... op.cit.*, p. 241 e ss.

¹³⁹ Sobre a admissibilidade do voto por correspondência ou por via eletrónica *vd.* por todos PEDRO MAIA, *Voto e Corporate Governance*, Almedina, 2020, p. 784 e ss.

Embora alguns reconheçam os benefícios do *takeover activism*, já que este melhora, em princípio, o *firm value*, outros permanecem céticos face aos problemas que podem advir das respetivas mudanças de controlo e das possíveis motivações de curto prazo destes investidores o que, aliás, já eram críticas apontadas ao tradicional *market for corporate control* e aos próprios efeitos que se poderiam desencadear com a implementação da *breakthrough rule*¹⁴⁰.

Face ao exposto parece ser de admitir que os mercados de capitais europeus se encontram hoje numa posição bastante fragilizada onde parece existir, cada vez mais, um braço de ferro entre acionistas controladores, que procuram manter a sua posição e os demais investidores, sobretudo institucionais, que procuram intervir na tomada de decisão. Este tema pode ser bastante problemático face à existência de outras fontes de financiamento alternativas aos mercado de capitais que não implicam a perda do controlo societário.

A UE tem vindo, por isso, a reunir esforços para fomentar a atratividades dos seus mercados de capitais¹⁴¹, mas será que essa atratividade também pode passar pelo aumento da eficiência do *market for corporate control*?

5.3.Os prós e contras de uma eventual revisão

A implementação da *breakthrough rule* (entenda-se, de uma *breakthrough rule* obrigatória e melhorada tendo em conta as críticas que apontamos *supra*) afetaria, certamente, os mercados de capitais europeus.

Embora a sua efetividade fosse limitada já que apenas implicaria mudanças nas sociedades cotadas onde não se verificasse a predominância de um controlador com mais de 50% dos votos – cuja aquisição, como vimos, sempre exigiria negociações bilaterais – a verdade é que, a aplicação da regra facilitaria a transferência de controlo nas demais

¹⁴⁰ Não obstante, também neste ponto, já têm vindo a ser adotadas medidas que procuram, precisamente, evitar que tais comportamentos venham a suceder, pense-se, p.e., na Diretiva da Transparência (Diretiva 2013/50/EU) que exige a divulgação de participações qualificadas detidas através de derivados ou no Regulamento relativo ao abuso de mercado (Reg. 596/2014) que procura punir a violação das proibições de abuso de informação privilegiada. Neste sentido LUCA ENRIQUES, MATTEO GATTI, “Death by a Thousand Cuts: The Hostile Bids Regime in Europe, 2004-2023” in *EGCI Law Working Paper no 755/2024*, p. 12 e ss. Disponível em: <https://papers.ssrn.com>.

¹⁴¹ *Vd.* sobre o tema ESMA, Building More Effective and Attractive Capital Markets in The Eu Position Paper, 2024. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu>. *Vd.* ainda o recente pacote de medidas legislativas “*Listing Act*” que visa, sobretudo, facilitar o acesso das PME aos mercados. Curiosamente, as medidas passam, precisamente, pela admissibilidade da estipulação de CEMs, mais concretamente, de ações com voto plural, tendo em vista o combate ao receio da perda de controlo que a cotação em mercado pode implicar.

sociedades. Em consequência, assistir-se-ia, provavelmente, a um incremento no número de OPAs já que as possibilidades de obstaculizar ao seu sucesso iriam, por sua vez, reduzir.

Em acréscimo, a implementação da regra proporcionaria, provavelmente, um ambiente mais competitivo e mais dinâmico nos mercados de capitais sendo que os próprios problemas de governação poderiam vir a melhorar já que o receio de possíveis tomadas de controlo poderia conduzir a uma gestão mais eficiente e em benefício de todos os *stakeholders*¹⁴².

A implementação da *breakthrough rule* contribuiria ainda para a observância dos princípios da *shareholder decision-making* e da *proportionality between risk-bearing capital and control* o que permitiria, em teoria, um melhor alinhamento dos interesses de todos acionistas mediante uma gestão democratizada em que os direitos de voto são coincidentes com a propriedade de capital e com a exposição ao risco¹⁴³.

Contudo, é também de salientar que a imposição desta regra pode ter um impacto igualmente negativo nos mercados de capitais. Em primeiro lugar, o receio de eventuais tomadas de controlo pode conduzir a uma excessiva aposta no investimento de curto prazo pois o foco passará a ser o da obtenção de resultados imediatos em detrimento de um crescimento sustentável¹⁴⁴. Em segundo lugar, a suscetibilidade a mudanças de controlo pode gerar, nas sociedades, ambientes bastante instáveis que afetam não só as administrações das mesmas, como os seus *stakeholders*.

Refira-se, ainda, que a implementação da regra poderia implicar a exposição das sociedades aos ataques dos *corporate riders*, o que era, aliás, uma das grandes preocupações dos EM aquando da elaboração da Diretiva das OPAs¹⁴⁵. Em acréscimo, as alterações no panorama geopolítico e os choques macroeconómicos, perpetradas por eventos como o referendo do *Brexit* e a pandemia Covid-19 parecem ter reativado o nacionalismo económico e os sentimentos protecionistas dos EM¹⁴⁶.

¹⁴² Neste sentido PAULO OLAVO CUNHA, “A *breakthrough rule* e o paradoxo da blindagem societária” in *Jornal de Negócios*, 2008.

¹⁴³ KOEN GEENS, CARL CLOTTENS, “One Share, One Vote...”, p. 153 e ss.

¹⁴⁴ Este ponto pode ser particularmente relevante já que a concentração de capital tem sido entendida como uma forma de combate a este tipo de investimento. Para mais desenvolvimentos sobre o tema *vd.* TOM VOS, THEO MONNENS, “The missing role of controlling shareholders in the short-termism debate” in *ECGI Law Working Paper* No. 728/2023. Disponível em: <https://papers.ssrn.com>.

¹⁴⁵ Analisando o tema PAUL DAVIES, EDMUND-PHILIPP SCHUSTER, EMILIE VAN DE WALLE DE GHELCKE, “The Takeover Directive as a Protectionist Tool?” in *ECGI Law Working Paper* No. 141/2010.

¹⁴⁶ Neste sentido LUCA ENRIQUES, MATTEO GATTI, “Death by a Thousand Cuts...*op.cit*”, p. 10 e ss.

Para além de todos estes efeitos desestabilizadores e, certamente, dos impactos financeiros que podem advir para as empresas – quer as ofertas sejam, ou não, bem sucedidas – a verdade é que a obrigatoriedade da regra pode representar, também, o risco de diminuição do número de sociedades cotadas já que os oferentes podem apresentar como objetivo final a retirada da sociedade visada do mercado¹⁴⁷ o que, num mercado que já é caracterizado pela sua pequena dimensão, pode ser controverso.

5.4. Considerações finais

Em suma, face ao atual panorama, as possíveis consequências que adviriam da imposição de uma *breakthrough rule* – ainda que reformulada – parecem ser, mais prejudiciais do que benéficas para os mercados de capitais.

Mesmo que assim o seja, é importante notar que a elaboração da Diretiva das OPAs foi pensada num contexto onde as aquisições eram vistas como forma de melhorar quer a competitividade, quer a governação das sociedades da União e pretendia, deste modo, construir um mercado pan-europeu de controlo das empresas.

No entanto, foram vários os aspetos que conduziram os mercados e as políticas legislativas da EU para uma direção distinta¹⁴⁸, não sendo, portanto, descabida uma revisão que, pelo menos, revise e pondere todos estes fatores.

Todavia, se se admite que o *market for corporate control* não é o caminho, é necessário encontrar um ponto ótimo de equilíbrio entre aqueles que são os interesses dos acionistas de controlo e aqueles que são os interesses dos acionistas minoritários.

Note-se que a solução não parece passar pela proibição da adoção de determinados tipos de CEMs. Como refere JORGE BRITO PEREIRA “o princípio *one share, one vote* permite tantas e tão variadas formas de desconstrução económica que, na prática, pode facilmente ser virado do avesso, e pior: pode ser virado do avesso em áreas sem regulamentação e com limitados níveis de informação ao mercado”¹⁴⁹.

Tendemos a concordar, por isso, com MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA¹⁵⁰ quando afirma:

¹⁴⁷ Falamos das *going private transaction* ou operações de saída do mercado.

¹⁴⁸ Neste sentido LUCA ENRIQUES, MATTEO GATTI, “Death by a Thousand Cuts...*op.cit.*”, p. 26 e ss.

¹⁴⁹ O autor acrescenta ainda que essa proibição pode “efetivamente gerar uma desvantagem competitiva real” cf. JORGE BRITO PEREIRA, *O Voto Plural...op.cit.*, p. 38 e ss.

¹⁵⁰ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Direito de voto... *op.cit.*”, p. 464

*“(...) não ignoramos que, em geral, os Control Enhancement Mechanisms (CEMs) podem gerar problemas a nível de equilíbrio de interesses entre acionistas controladores e minoritários. Por isso, a sua introdução terá sempre de incluir a implementação de medidas, por exemplo, de **transparência** e de **limites máximos de direitos de voto**. Essa implementação deve ser feita, idealmente, por via legislativa, mas, enquanto não se avançar nesse plano, deverão ser as próprias sociedades a prever mecanismos de tutela dos minoritários”.* (negrito nosso)

Deste modo, verificar-se-á um tendencial alinhamento dos interesses em jogo e os investidores poderão nortear a sua atuação de forma esclarecida e no pressuposto de que a extração de benefícios privados de controlo por parte dos acionistas controladores será a mais reduzida possível.

6. Conclusão

Quando pensámos em realizar o presente trabalho tínhamos em mente a análise do impacto que a configuração da Diretiva da OPA pode ter na proteção dos acionistas minoritários e de que forma essa (des)proteção poderia vir a ser melhorada. O trabalho acabou por revelar-se muito mais complexo que isso.

A conjuntura vivida aquando da elaboração da Diretiva é hoje bastante diversa. Assiste-se, atualmente, à emergência de novos mercados de capitais, de novas formas de financiamento e de novos tipos de investidores que se traduzem em novos desafios, sobretudo para os mercados de capitais europeus que, por sua vez, se apresentam como periféricos e menos atrativos.

É, de facto, urgente que se adotem medidas legislativas que procurem fomentar a atratividade nos nossos mercados. Porém, tendo em conta as recentes opções tomadas pela União, essa atratividade parece passar, precisamente, pela admissibilidade da utilização de mecanismos de reforço de controlo.

Se, por um lado, a adoção deste tipo de mecanismos pode ser benéfica, quer em termos de atração das sociedades para os mercados de capitais, quer no combate ao investimento de curto prazo, por outro lado, as mesmas contribuem para um maior prejuízo dos acionistas minoritários, seja porque estes mecanismos afetam a liquidez da suas ações, seja porque há uma inversão na exposição do risco na tomada de decisão, seja porque existe uma maior probabilidade de apropriação de benefícios privados de controlo. Se assim for, estes acionistas acabaram desprotegidos já que, nestes casos, o *market for corporate control* não poderá funcionar.

Independentemente da bondade das medidas adotadas, é importante notar que os mercados de capitais não se fazem apenas de sociedades, mas também de investidores e que os incentivos de uns, podem corresponder aos desincentivos de outros.

Parece-nos, também, ser de sublinhar que esta tomada de posição não parece estar alinhada com uma revisão da Diretiva, nem com uma obrigatoriedade da *breakthrough rule*, já que seria contraditório atrair as empresas para os mercados de capitais com o argumento de que poderiam manter a sua posição de domínio para, depois, admitir que tais sociedades fossem adquiridas por terceiros. Além do mais, essa revisão poderia ainda levar à saída das sociedades cujas ações já se encontram admitidas à negociação,

Concluimos que é tempo de revisitar o regime previsto na Diretiva das OPAs e de repensar o funcionamento do *market for corporate control*. Se se assumir que a criação de condições ao funcionamento deste mercado não é a solução adequada, o alinhamento dos interesses dos *blockholders* com os interesses dos acionistas minoritários deve operar por outra via, mais concretamente, por uma maior preocupação de regulação dos CEMs, seja através do incremento dos deveres de transparência, seja através da criação de limites máximos de concentração de direitos de voto.

Referências bibliográficas

- ABREU, J. M. Coutinho de, “De novo a banca – tetos de voto; gestores públicos a céu-aberto” in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2017, pp. 13-23.
- ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados*, 7ª edição, Coimbra Editora, 2013.
- ALVES, Carlos, “O Efeito da Família Jurídica na Transposição da Diretiva das Ofertas Públicas de Aquisição” in *Notas Económicas*, vol. 27, Universidade de Coimbra, Faculdade de Economia, 2008, pp. 39-56.
- ANTUNES, José Engrácia, “A igualdade de tratamento dos acionistas na OPA” in *DSR*, Ano 3, 2010, pp. 87-111.
- ARCOT, Sridhar R., BRUNO, Valentina G., “One size does not fit all, after all: Evidence from Corporate Governance” in *SSRN Eletronic Jornal*, 2007. Disponível em: <https://papers.ssrn.com>.
- BHARATH, Sreedhar T., DITTMAR, Amy K., “Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?” in *The Review of Financial Studies*, vol. 23, 5, 2010, pp. 1771-1818.
- BURKART, Mike, LEE, Samuel, “Hedge Fund Activism vs. Hostile Takeover Bids” in *Swedish House of Finance Research Paper* 15-04, 2015. Disponível em: <https://cear.gsu.edu>.
- BURKART, Mike, LEE, Samuel, VOSS, Paul, “The Evolution of the Market for Corporate Control” in *ECGI Working Paper Series in Finance*, working paper n.º 956/2024. Disponível em: <https://papers.ssrn.com>.
- CÂMARA, Paulo, “The End of the “Golden” Age of Privatisations?—The Recent ECJ Decisions on Golden Shares” in *European Business Organization Law Review*, vol. 3, TMC Asser Press, 2002, pp. 503-513.
- CÂMARA, Paulo, BASTOS, Miguel Brito, “O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução” in *Aquisição de Empresas*, PAULO CÂMARA (coord.), Coimbra Editora, 2011, pp. 13-64.
- CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª edição, Almedina, Lisboa, 2018.

- CANCELA, Miguel de Abreu, “*Private benefits of control – Do aproveitamento pessoal do controlo societário*” in *DSR*, Ano 8, vol. 15, 2016, p. 151-195.
- CASTRO, Carlos Osório de, “A imputação de Direitos de Voto para Efeitos de OPA’s e Algumas Notas Avulsas” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários 20 anos do Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, Lisboa, 2021, pp.165-200.
- CASTRO, Carlos Osório de, “Sociedades anónimas em relação de participações recíprocas : alguns aspectos do regime legal” in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Almedina, Coimbra, ano 31 n.1-2, 1989, pp.109-141.
- CLARKE, Blanaid J., SKOG, Rolf, “The Genesis of the Takeover Directive” in *ECGI Working Paper Series in Law*, no 770/2024. Disponível em: <https://papers.ssrn.com>.
- CORDEIRO, António Menezes, “Da tomada de sociedades (*takeover*): efectivação, valoração e técnicas de defesa in *ROA*, Ano 54, vol. III, 1994, pp. 761-777.
- CORDEIRO, António Menezes, *Direito Europeu das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2005.
- CUNHA, Paulo Olavo, “A breakthrough rule e o paradoxo da blindagem societária” in *Jornal de Negócios*, 2008. Disponível em: <https://www.jornaldenegocios.pt/>.
- DAVIES, Paul, SCHUSTER, Edmund-Philipp, GHELCKE, Emilie van de Walle de, “The Takeover Directive as a Protectionist Tool?” in *ECGI Law Working Paper No. 141/2010*. Disponível em: <https://www.ecgi.global/>.
- DYCK, Alexander, ZINGALES, Luigi, “Private Benefits of Control: An International Comparison” in *The Journal of Finance*, vol. 59, 2, 2004, pp. 479-962. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com>.
- EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel, “Corporate Control Transactions” in *The Yale Law Journal*, Vol. 91, n.º 4, 1982, p. 698-737.
- EDMANS, Alex, “Blockholders and Corporate Governance” in *Annual Review of Financial Economics*, vol. 6, 2014, pp. 23-50.
- EDWARDS, Vanessa, “The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It’s Written On?” in *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter, vol. 1, 4, 2012, pp. 416-439.
- ENRIQUES, Luca, GATTI, Matteo, “Death by a Thousand Cuts: The Hostile Bids Regime in Europe, 2004-2023” in *ECGI Law Working Paper no 755/2024*. Disponível em: <https://papers.ssrn.com>.

- EREIO, Joana Torres, “One share, one vote – os tetos de voto e as alterações introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 20/2016” in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 44-2016, pp. 96-106.
- FERREIRA, Manuel Requicha, “Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA” in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários I*, PAULO CÂMARA (coord.), Almedina, 2017, pp. 105-159.
- FRANKS, Julian, MAYER, Colin “Hostile takeovers and the correction of managerial failure” in *Journal of Financial Economics*, vol. 40, 1, 1996, p. 163-181.
- GEENS, Koen, CLOTTENS, Carl, “One Share, One Vote: Fairness, Efficiency and EU Harmonisation Revisited” in *The European Company Law Action Plan Revisited*, KLAUS J. HOPT, KOEN GEENS (ed.), Leuven University Press, 2010, pp. 145-208.
- GOMES, José Ferreira, M&A, *Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, reimpr., AAFDL Editora, Lisboa, 2022.
- GOMES, José Ferreira, REIS, Nádia, “O Decreto-Lei n.º 20/2016 e a desblindagem dos estatutos das instituições de crédito: um diploma à prova de bala?” in *RDS*, Ano IX, n.º 2, 2017, pp. 323-356.
- GUINÉ, Orlando Vogler, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Almedina, Coimbra, 2009.
- HOPT, Klaus J., “Obstacles to corporate restructuring: observations from a European and German perspective” in *Perspectives in Company Law and Financial Regulation*, MICHEL TISON et. al. (ed.), 2010, p. 373-396.
- HOPT, Klaus J., “Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis” in *Columbia Journal of European Law*, vol. 20, 2014, pp. 249-282.
<https://papers.ssrn.com>.
- MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance*, Almedina, Lisboa, 2020.
- MARCELO, Paulo Lopes, *A Blindagem da Empresa Plurissocietária*, Almedina, Coimbra, 2002.
- MARTINS, Alexandre de Soveral, *Títulos de Crédito e Valores Mobiliários, Parte II – Valores Mobiliários, Vol. I – As ações*, Almedina, Lisboa, 2018.

- MÜLBERT, Peter O., “Make it or Break it: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?” in *ECGI Law Working Paper* No. 13/2003. Disponível em: <https://papers.ssrn.com>.
- OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, reimp. (2023) da 1ª ed., Almedina, Lisboa, 2017.
- OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de, “Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às *L-shares*” in *RDS*, n.º 2, 2015, pp. 435-470.
- PAPADOPOULOS, Thomas, “Legal Aspects of the Breakthrough Rule of the European Takeover Bid Directive” in *Corporate Takeovers: Emerging Global Trends*, P.L.JAYANTHI REDDY (ed.), Amicus Books, Icfai University Press, Icfai University, 2008, p. 40-61.
- PAPADOPOULOS, Thomas, “The European Union Directive on Takeover Bids: Directive 2004/25/EC” in *International and Comparative Corporate Law Journal*, vol. 6, 3, 2008, pp.13-103.
- PAPADOPOULOS, Thomas, *EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market*, Kluwer Law Internacional, The Netherlands, 2010.
- PAYET PUCCIO, J. A., “OPAs hostiles y medidas de protección” in *IUS ET VERITAS*, 12(23), 2001, p. 107-127.
- PEREIRA, Jorge Brito “A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA” in *Direito dos Valores Mobiliários*, JORGE BRAGA DE MACEDO (coord.), Coimbra Editora, vol. 2, pp. 175-202.
- PEREIRA, Jorge Brito, *O Voto Plural na Sociedade Anónima*, Almedina, Lisboa, 2022.
- PEREIRA, Jorge Brito, “O Decreto-Lei n.º 20/2016” in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários I*, PAULO CÂMARA (coord.), Almedina, 2017, pp. 161-170.
- PEREIRA, Jorge Brito, “The Dark Triad: Private Benefits of Control, Voting Caps and the Mandatory Takeover Rule” in *CGSL Working Papers*, no 1/2023. Disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/>.
- RICKFORD, Jonathan, “Takeovers in Europe – Shareholder Decisions and Open Markets a UK perspective” in *Die Umsetzung der Übernahmerichtlinie in Europa*, Andreas Cahn, Theodor Baums (ed.), De Gruyter Recht, Berlin, 2006, pp. 60-100

- RINGE, Wolf-Georg, “Regulatory Competition in Global Financial Markets — The Case for a Special Resolution Regime” in *Annals of Corporate Governance* 1(3), 2016, pp. 175-247.
- RODRIGUES, Usha, “Corporate Governance in an Age of Separation of Ownership from Ownership” in *Minnesota Law Review*, Vol 95, 2011, pp. 1822-1866.
- SILVA, Paula Costa e, “A constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição no Direito português: a inequívoca opção por um novo paradigma” in *RDFMC*, vol. 4, n.º 13, 2022, pp. 51-87.
- SILVA, João Soares da “Voting Caps em Sociedades cotadas. Algumas reflexões” in *O Novo Direito dos Valores Mobiliários I*, PAULO CÂMARA (coord.), Almedina, Lisboa, 2017, pp. 91-104.
- VICENTE, Dário Moura, “Ofertas Públicas de Aquisição Internacionais” in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra Editora, 2007, pp. 465-494.
- VOS, Tom, MONNENS, Theo, “The missing role of controlling shareholders in the short-termism debate” in *ECGI*, Law Working Paper No. 728/2023. Disponível em:
- WERHANE, Patricia H., “Mergers, Acquisitions and the Market for Corporate Control” in *Public Affairs Quarterly*, vol. 4, no 1, University of Illinois Press, 1990, p. 81-96.

Outras Fontes:

- COMISSÃO EUROPEIA, *Amended proposal for a Thirteenth Council Directive on company law, concerning takeover and other general bids*, COM (90) 416 final de 10/09/1990. Disponível em: <https://aei.pitt.edu>.
- AEM, Anteprojeto de Alteração do artigo 182.º-A do Código Dos Valores Mobiliários Memorando De Resposta, 2011. Disponível em: <https://emitentes.pt>.
- CMVM, Consulta Pública 3/2011. Disponível em: <https://www.cmvm.pt>.
- COMISSÃO EUROPEIA, *Amended proposal for a Thirteenth Council Directive on company law, concerning takeover and other general bids*, COM (97) 565 final de 10/10/1997. Disponível em: <https://aei.pitt.edu>.
- COMISSÃO EUROPEIA, *Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* COM (2012) 347 final de 28/06/2012. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu>.

- COMISSÃO EUROPEIA, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union*, COM (2003) 284 final, de 21/05/2003. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu>.
- COMISSÃO EUROPEIA, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on takeover bids*, COM(2002) 534 final de 22/02/2002. Disponível em: <https://aei.pitt.edu>.
- COMISSÃO EUROPEIA, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, SEC(2007) 268, de 21/02/2007. Disponível em: <https://data.consilium.europa.eu>.
- COMISSÃO EUROPEIA, *White Paper on completing the internal market from Commission to the European Council*, COM (85) 310 final de 14/06/1985. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/>.
- ESMA, *Building More Effective and Attractive Capital Markets in The Eu Position Paper, 2024*. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu>.
- IPCG, Resposta à Consulta Pública n.º 3/2011 da CMVM, 2011. Disponível em: <https://cgov.pt>.
- MARCCUS PARTNERS, *The takeovers Bids Directive Assessment Report*, 2011. Disponível em: <https://op.europa.eu/>.
- OECD, *OECD Capital Market Review of Portugal 2020*, p. 107. Disponível em: <https://www.oecd.org/>.
- OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2023*, OECD Publishing, Paris, 2023. Disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org>.
- SHEARMAN & STERLING, ISS, ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Ref. Ares(2016)140624 de 11/01/2016. Disponível em: <https://commission.europa.eu/>.
- WINTER, Jaap, *Report of The High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids*, Brussels, 2002. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/>.

Legislação e Regulamentação:

- Código das Sociedades Comerciais aprovado pelo Decreto-lei n.º 114-D/2023, de 05 de dezembro.
- Decreto-Lei 20/2016, de 20 de abril.

- Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras aprovado pela Lei n.º 23-A/2022, de 09 de dezembro.
- Código dos Valores Mobiliários aprovado pelo Decreto-lei n.º 66/2023, de 08 de agosto.
- Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa às ofertas públicas. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu>.
- Diretiva 2013/50/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2013 , que altera a Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado, a Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e a Diretiva 2007/14/CE da Comissão que estabelece as normas de execução de determinadas disposições da Diretiva 2004/109/CE. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu>.
- Diretiva 2017/828 do Parlamento Europeu e do conselho, de 17 de maio de 2017, que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu>.
- Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014 relativo ao abuso de mercado (regulamento abuso de mercado) e que revoga a Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e as Diretivas 20. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu>.