

Universidade Católica Portuguesa

Faculdade de Direito - Escola de Lisboa

Catolica Lisbon - School of Business & Economics

Mestrado em Direito e Gestão

2014/2015



Da Limitação do Exercício do Direito de Voto nas Sociedades Cotadas na Euronext Lisboa

Jorge Brito Pereira

Orientador

Pedro Filipe Basto Marques

Aluno nº 143714003

Lisboa

Março, 2016

Agradecimentos

Bem sei que é prática recorrente, nestas lides académicas, dirigir algumas palavras na modalidade de uma nota prévia, tanto de agradecimento como de reconhecimento a todos aqueles fazem parte do meu dia-a-dia, bem como a todos aqueles que nos dias mais difíceis estiveram presentes no momento certo para me dar uma palavra de força e de apoio. Razão pela qual é agora tempo fazer as devidas gratificações, atribuindo os “louros” a cada um, ou também na velha expressão latina e bíblica: *“Dai a César o que é de César, e a Deus o que é de Deus”*.

Em primeiro lugar, ao meu orientador Professor Dr. Jorge Brito Pereira, por toda a colaboração, disponibilidade demonstrada e por todos os ensinamentos; bem como a todos os docentes do Mestrado em Direito e Gestão com quem muito aprendi, pese embora a dificuldade sentida ao longo do ano curricular, todavia ultrapassada.

Aos meus amigos e colegas, desde a Universidade de Coimbra, passando pela Universidade de São Paulo e agora na Universidade Católica Portuguesa – Lisboa. A todos eles que sempre estiveram presentes, um obrigado muito especial por não me deixarem desistir, em especial à Francisca Carvalho, ao Pedro Diogo Ramos, ao Miguel Marques, à Rita Oliveira, à Débora Ferreira, à Marta Baptista, à Alexandra Monteiro, à Raíssa Mendes, à Karenina Tito e ao Nuno Noronha.

À SRS Advogados, que me recebeu de braços abertos para o meu estágio e que me ensina tudo aquilo que necessito para o meu futuro sucesso profissional. No meu dia-a-dia é lá que trabalho e aprendo indo além dos manuais académicos. O meu muito obrigado a todo o departamento de mercados financeiros, na pessoa da Dr^a Alexandra Valente e do William Smithson, e ao meu patrono Dr. Gustavo Ordonhas Oliveira; bem como ao departamento de imobiliário e propriedade intelectual.

À minha família, em especial, à minha tia-avó M^a de Lourdes Velindro, à minha prima Júlia Simões e à minha madrinha M^a Júlia d' Almeida, obrigado por tudo aquilo que sempre me ensinaram e pela constante presença na minha vida. Postumamente, à minha avó M^a Nazaré Martins e à minha madrinha Rosa Basto, o meu mais sentido obrigado por tudo.

Por último e propositadamente, ao meu pai Carlos Marques, à minha mãe Teresa Marques e à minha avó M^a Rosa Marques, por não existirem palavras suficientes para tamanho agradecimento, por tudo aquilo que sempre fizeram e fazem por mim - Obrigado! - posso dizer que aquilo que sou hoje, com o maior orgulho, é graças a vocês.

“Gratia gratiam parit.”

Obrigado.

Índice

I. Introdução.....	7
II. Sociedades Anónimas.....	9
(a) Corporate Governance.....	9
(b) Deliberações Sociais.....	12
(c) Direito de Voto.....	13
(d) Limitações ao Direito de Voto.....	14
III. Proporcionalidade Versus Controlo.....	24
(1) Plano de Acção para o Direito das Sociedades e Corporate Governance...24	
(2) Directiva 2007/ 36/ CE.....	27
(3) Takeover de Sociedades.....	28
IV. Sociedades Cotadas na EURONEXT Lisboa.....	31
V. Conclusões.....	41
VI. Bibliografia.....	44
VII. Anexos.....	48

Lista De Abreviaturas

A.G. - Assembleia Geral

C.A. - Conselho de Administração

C.S.C. - Código das Sociedades Comerciais

C.M.V.M. - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

C.V.M. - Código dos Valores Mobiliários

S.A. - Sociedades Anónimas

I. Introdução

O presente trabalho de dissertação, elaborado no âmbito do Mestrado de Direito e Gestão, tem por base uma tentativa de estudo da temática das limitações do exercício do direito de voto nas sociedades cotadas na Euronext Lisboa.

Importa desde logo limitar os pontos essenciais que irei abordar ao longo deste trabalho, visto por razões técnicas e de logística não ser possível desenvolver tudo aquilo que este tema comporta. Assim, definindo *à priori* os pontos fundamentais, penso revelar-se mais eficaz e produtivo.

A limitação ao exercício do direito de voto proponho-me a estudá-la no âmbito das sociedades anónimas cotadas, não deixando de referir às sociedades anónimas em geral sempre que se torne pertinente e por oposição às primeiras, mas tentando já na parte final (capítulo IV) focar-me nas sociedades cotadas. Visto isto, torna-se evidente que terei por base legislativa de suporte o código das sociedades comerciais (doravante como C.S.C.), bem como o código dos valores mobiliários (designado também por C.V.M.).

Em primeiro lugar, (capítulo II) começarei com uma breve passagem pela forma de governação societária das sociedades anónimas para daí, entendendo melhor o seu *core*, partir para a importância do voto, princípios, e suas limitações legais e estatutárias.

A par disto, e não esquecendo a importância transversal do direito europeu nesta matéria, a Directiva 2007/36/CE, relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas, bem como, o Plano de Acção para o Direito das Sociedades e Corporate Governance,

SEC(2007) 1705; analisarei, a partir deste último, a real importância entre a proporcionalidade do capital social vs. controlo (capítulo III).

De seguida (capítulo IV), e com as questões mais teóricas, doutrinárias e jurisprudenciais já mais esclarecidas, através da amostra presente na Euronext Lisboa, de todas as cotadas nacionais do índice PSI-20, pretendo extrair dos devidos contratos de sociedade/estatutos da sociedade os limites ao exercício do direito de voto que possam ocorrer.

Por último, (capítulo V) almejo conseguir nas minhas conclusões, e em conjunto com uma visão mais económica de toda esta problemática, salientar a real importância deste tema para as actuais sociedades comerciais, nomeadamente a sua relevância ao nível das fusões e aquisições entre congéneres.

Pese embora o tema desta dissertação não se revele uma novidade, a sua actualidade quer ao nível societário, quer ao nível dos mercados de capitais motivam esta nova abordagem, ainda que diversas outras questões pudessem também ser objeto de análise. Optei por este caminho para que tivesse uma organização sistemática e objectiva, com um escopo jurídico-económico.

Por conseguinte, tentarei nas páginas seguintes analisar e refletir.

II. Sociedades Anónimas

(a) Corporate Governance

No que às sociedades anónimas diz respeito, importa em primeiro lugar perceber as suas especificidades e particularidades tão singulares quer seja da repartição de competências entre o órgão deliberativo-interno (o(s) sócio(s)) e o órgão da administração, mas também o órgão representativo e o controlo interno e externo da sociedade, que fazem com que a corporate governance tenha sido por diversos momentos referido como uma nova moda, ou até mesmo, “um novo mito societário”¹.

A governação das sociedades, traduzido para português, “designa o complexo das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades”^{2 3}. Tema este, que surge com grande destaque para todos tipos societários, contudo, com especial destaque para as sociedades anónimas, quase sempre naquelas emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado - as sociedades anónimas abertas.

Na verdade, a separação que existe entre a propriedade e o controlo⁴, com matriz nos E.U.A., diferentemente do que acontece na realidade europeia e portuguesa, em que todas as grandes sociedades cotadas em bolsa, com acções difusas e dispersas, cujo capital está distribuído e no qual raramente existe um controlo por parte de um único accionista, originou o muito indesejado, como necessário, reforço dos direitos dos accionistas e da divulgação de

¹ GUIDO ROSSI, *Le c. d. regole di “corporate governance” sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?* RS, 2001, pp. 6 ss..

² COUTINHO DE ABREU, *Governação das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2006.

³ Veja-se ainda, a noção mais simples e marcante do Cadbury Report, “Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled”.

⁴ Expressão devida a ADOLF A. BERLE / GARDINER C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.

informações societárias e dos investidores institucionais, bem como, a modernização da estrutura dos conselhos de administração.

Neste sentido, devemos ainda atender ao facto de toda a regulamentação em matéria societária do tipo das sociedades anónimas ser tradicionalmente imperativa, e principalmente nas sociedades abertas, no qual se pretendem proteger os direitos e interesses dos accionistas minoritários, sem qualquer tipo de poder interventivo ou informativo; contudo resulta do supra mencionado algum espaço para a lei dispositiva e para a auto-regulação. Exemplo disto é a escolha do tipo de modelo de governação⁵ que será seguido pelos órgãos societários, deixado assim à autonomia estatutária de cada sociedade. Autonomia esta quanto à escolha do tipo de governação vertida no disposto no art. 278º do C.S.C., que assenta numa tipologia taxativa dos modelos de governação. De salientar que entre tantos outros pontos que existem em comum entre estes dois tipos de “governo” societário, são de conteúdo comum as normas dirigidas a todas as sociedades anónimas abertas⁶. Assim, a “governação societária constitui um sistema - postulando uma inter-acção de institutos jurídicos, em combinação com as práticas sociais e políticas refletidas nas sociedades. [...] serve para lembrar que a estrutura de administração e de fiscalização constitui uma solução de governação; mas não a única”⁷.

Daqui resulta que também os problemas e soluções da governação societária são diferentes. Os accionistas dominantes têm um papel muito interventivo nas sociedades, controlando quer o órgão deliberativo interno quer o de administração. Os accionistas minoritários possuem um elevado absentismo, não verificado em outras realidades societárias.

Toda esta temática transborda uma dificuldade infundável não só da *vexata quaestio* dos problemas de agência entre gestores e investidores, *mutatis mutantis* na centralização dos

⁵ Entre nós, vigoram dois sistemas, o monístico (conselho de administração / conselho fiscal) e o dualístico (conselho de administração executivo - direcção / conselho geral e supervisão / ROC), permitido pelo artigo 278º, nº 1, alíneas a) e b) do C.S.C..

⁶ São sociedades abertas (“sociedades com capital aberto ao investimento público”) aquelas que hajam sido qualificadas segundo critérios previstos no Art. 13º, nº1 do C.V.M..

⁷ PAULO CÂMARA, *Os Modelos de Governo das Sociedades Anónimas*, in *Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raul Ventura, A Reforma do Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2007.

poderes nos órgãos administrativos (entenda-se p.e. conselho de administração) que ocorre nas sociedades anónimas, entre administradores e accionistas⁸.

Relativamente à estrutura orgânica das sociedades anónimas, que é qualificável como paradigma das sociedades capitalísticas, esta tem ao seu dispor as estruturas de governação supra mencionadas, conforme o art. 278º do C.S.C., nunca deixando de lado a assembleia geral, órgão este que é máximo da vontade e desejo dos seus sócios, bem como da finalidade que os mesmos lhe atribuíram no seu contracto de sociedade, ainda que alterado posteriormente.

O princípio da soberania das assembleias de sócios, presente no séc. XIX, no qual os sócios quase tudo poderiam decidir, deliberar da vida societária, aos poucos foi sendo modificado. As sociedades anónimas cotadas em bolsa, p.e., têm hoje obrigatoriamente que ter um secretário da sociedade, enquanto nas restantes é facultativo. No que ao poder do voto, dizia respeito anteriormente, eram quase sempre escalas de votos graduados. Sendo só após meia década nos E.U.A. e uma década na Europa, que chegaria a regra uma acção-um voto⁹. Desta forma, potenciava-se o controlo das sociedades por um (ou poucos) accionistas poderosos, porquanto mais acções dispersas e absentistas viessem a existir.

⁸ Na esteira de SMITH (1775, p. 362): “Dos directores destas companhias, contudo, sendo administradores, mais do dinheiro de terceiros do que do seu próprio dinheiro, não se pode esperar que cuidem dele com a mesma vigilância aturada com que frequentemente os membros de uma sociedade privada cuidam do seu. (...) Deste modo, a negligência e o esbanjamento têm sempre, mais ou menos, que prevalecer na administração dos negócios de uma companhia deste tipo .”.

⁹ COUTINHO DE ABREU, *Governação das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2006.

(b) Deliberações Sociais

Nas sociedades comerciais, todas as deliberações são sociais¹⁰, visto dizerem sempre respeito à sociedade, independentemente do(s) órgão(s) ou pessoa(s) que o emite. “*Por um lado, são acto dos sócios; por outro são acto da sociedade. Enquanto acto dos sócios, a deliberação é um acto colectivo formado por uma pluralidade de actos jurídicos unitários - os votos - que são imputáveis à autoria de cada um dos sócios. Enquanto acto da sociedade, a deliberação é, no seu todo, um acto jurídico unitário, embora complexo, imputável à autoria da sociedade.*”¹¹ Estas são assim aquilo que na doutrina vem sendo designado como as deliberações dos sócios e as deliberações da sociedade.

Na alínea b) número 1 do art. 21º do C.S.C., está consagrado o direito a todos os sócios de participarem nas deliberações de sócios, podendo este vir a ser limitado. Isto porque, ao assegurar aos sócios o acesso ao principal órgão da sociedade - a assembleia geral -, tal constitui uma forma de tutela dos seus interesses enquanto sócio e parte integrante no seio de uma sociedade. Uma das excepções previstas surge nas sociedades anónimas, em que a lei prevê a limitação à participação dos accionistas. Tal deve-se, em grande parte, ao facto de existirem grandes dificuldades logísticas, e até mesmo práticas, em realizar uma assembleia geral com milhares de accionistas, uma vez que o número de accionistas é cada vez maior e com menor representatividade de capital social das mesmas.

Assim, estas excepções assentam em critérios objectivos de quantidade e valor, vertida no número 3 do art. 384º do C.S.C., quando proíbe limitações subjectivas. Por conseguinte, dispõe o número 3 do art. 373º do C.S.C. que “*Os accionistas deliberam ou nos termos do Art. 54 ou em assembleias gerais, regularmente convocadas.*”

¹⁰ PEDRO MAIA, *Deliberações dos Sócios*, Estudos de Direito das Sociedades, 10ª ed., Almedina, Coimbra, 2010.

¹¹ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, Almedina, 2006.

Todas estas deliberações dos sócios como descritas anteriormente, nada mais não são do que uma sequência de actos elementares, declarações, como se verá mais a frente, de vontade, dos sujeitos titulares de capital social em determinada sociedade. Traduzido assim, como “*termo processual do processo deliberativo ou célula da deliberação*” que é o voto, tal como ensina JORGE PINTO FURTADO.

(c) Direito de Voto

Ainda nesta esteira, o voto é definido como: “*a declaração final de vontade, de ciência ou de consentimento, emitida no âmbito de um processo deliberativo pelo titular do respectivo direito ou seu representante, a exprimir o sentido que a deliberação deve ter em função da proposta submetida ao sufrágio*”¹². Conseguimos então delimitar o voto como uma declaração negocial¹³, e não como um negócio jurídico¹⁴, pelo que útil será seguramente *à posteriori* em caso de omissão do C.S.C., nomeadamente em matérias de vícios da vontade na declaração negocial, recorrendo subsidiariamente às disposições do código civil, relativos aos artigos das declarações negociais, art. 240º a 257º e 280º a 294º do código civil.

O direito de voto, tal como ensina FERRER CORREIA¹⁵, é um direito corporativo, visto ser um direito dos membros da corporação ou pessoa jurídica, em princípio geral, de acordo com o preceito da alínea b) número 1 do art. 21º do C.S.C.. Contudo, é bastante comum nas sociedades anónimas isso não se verificar, por existirem restrições ao direito. Trata-se de um direito inderrogável, isto é, visto ser insusceptível de ser suprimido por decisão maioritária dos restantes sócios; já quanto à problemática questão da irrenunciabilidade do direito de

¹² JORGE HENRIQUE DA CRUZ PINTO FURTADO, *Deliberações dos Sócios*, Almedina, 2003.

¹³ Diferente desta [voto], é a questão da natureza jurídica das deliberações sociais: Nestas últimas tratam-se de verdadeiros negócios jurídicos. Neste sentido FERRER CORREIA - ANTÓNIO CAEIRO, *Modificação do objecto social e a sua especificação nos estatutos*, R.D.E., VI/VII, 284

¹⁴ Para melhor caracterização e caracterização de Negócio Jurídico, v. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Texto e Enunciado na Teoria do Negócio Jurídico*, Almedina, Coimbra, 1992, I, pp. 53 -119.

¹⁵ FERRER CORREIA, *Lições de Direito Comercial*, II, (Ed. 1968), 349.

voto, muito se escreveu, não sendo a doutrina pacífica. Ainda assim, aquando do anteprojecto de RAÚL VENTURA, acolhendo a sugestão de ANTÓNIO CAEIRO, consagraram-se as chamadas acções preferenciais sem voto, que tornaram o direito de voto, em princípio, irrenunciável, com aquela particularidade, em que a privação ao direito de voto é compensada pela atribuição de uma vantagem económica¹⁶.

Após se percorrer a noção da natureza jurídica do voto, importa agora focar nas principais restrições a este direito.

(d) Limitações ao Direito de Voto

De uma forma bastante sistemática, podemos enumerar as três principais limitações do direito de voto: as redutoras do normal poder de voto, admitidas pelos números 1 a 4 do art. 384º do C.S.C., a observância da unidade do sentido de votação do sócio com mais de um voto que decorre do art. 385º do C.S.C., e por último, o impedimento de voto em caso de conflito de interesses entre o sócio e a sociedade, vide números 6 e 7 do art. 384º do C.S.C.¹⁷.

Relativamente à primeira redução que existe ao direito de voto, quer seja, na forma de fazer corresponder a um só voto um certo número de acções, prevista na alínea a) do número 1 do art. 384º do C.S.C., quer seja, na alínea b) do mesmo número e artigo de não serem contados os votos acima de um certo número de que se é titular, será precisamente aqui nesta segunda vertente da limitação ao direito de voto que vou centrar o meu foco de estudo e análise.

Quanto à segunda modalidade de restrição, diz respeito ao princípio da unidade de voto, expressamente no C.S.C., não podendo o accionista fraccionar os votos de que disponha, votando no limite uma mesma proposta em sentidos diversos. Por último, já quanto à figura do conflito de interesses que possa vir a ocorrer entre o sócio e a sociedade, este surge da

¹⁶ RODRIGO SANTIAGO, *Dois Estudos sobre o Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 1987.

¹⁷ JORGE HENRIQUE DA CRUZ PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, pp. 75 - 78 Almedina, 2005

necessidade de “prevenir situações nas quais os sócios se confrontem com conflitos de interesses, entre os seus, próprios, pessoais, e os da sociedade”¹⁸. Tal como afirma a mais acreditada doutrina, o contracto de sociedade é um contracto de fim comum¹⁹, logo o sócio cujo interesse tenha as características supra mencionadas não está a colaborar na realização do fim comum societário.

Em regra, quanto à relação de titularidade de voto, nas sociedades anónimas segundo o número 1 do art. 384º do C.S.C., na falta de disposição estatutária em contrário, vale a regra, uma acção - um voto²⁰, também conhecida como “one share - one vote”, e também denominado por voto proporcional. De acordo com este princípio, o voto é expresso em função da fracção de capital detida por cada accionista, sendo o poder interno auferido pelos sócios, directamente proporcional à percentagem de capital social por eles detida²¹. O propósito de se atribuir aos sócios os votos correspondentes ao capital investido tem como fundamento uma ideia de repartição do risco, baseada no investimento. Quanto maior é o investimento, maior é o risco e, portanto, maior deve ser o poder de influenciar as tomadas de decisão da sociedade. Não obstante tal limitação de voto a uma certa percentagem do capital social, o accionista não vê ainda assim excluídos os seus direitos de voto mantendo a sua titularidade.

De facto, os estatutos de cada sociedade poderão vir a limitar o direito de voto^{22 23}, na modalidade de uma restrição ao poder de voto, do número 2 do Art. 384º do C.S.C., limitando os votos emitidos por um só accionista, quando este vote com as acções de que é titular, mas

¹⁸ RODRIGO SANTIAGO, *Dois Estudos sobre o Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 1987.

¹⁹ Entre nós, FERRER CORREIA, *Lições*; AVELÃS NUNES, *O Direito de Exclusão de Sócios nas Sociedades Comerciais*; BRITO CORREIA, *Direito Comercial*.

²⁰ JORGE HENRIQUE DA CRUZ PINTO FURTADO, *Deliberações dos Sócios*, Almedina, 2003.

²¹ ARMANDO TRIUNFANTE, *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*, pág.96, Coimbra, 2004.

²² Neste sentido JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, Almedina, pp. 196 e ss.,1998.

²³ Vd. EDUARDO LUCAS COELHO “considera que o direito de voto do accionista se dirige simultaneamente à prossecução do interesse próprio do titular, no quadro dos interesses comuns a todos os sócios, e à consecução do interesse social(...)”, *Direito de voto dos accionistas nas assembleias gerais das sociedades anónimas: código das sociedades comerciais: direito comparado*, Rei dos Livros, Lisboa, 1987, pp. 30-31.

também quando vota por si próprio e como representante de outros, vendo assim a amplitude de ambos os votos atingidos. Focando-nos nas limitações previstas nas alíneas do número 2 do art. 384º do C.S.C., por se revelarem verdadeiras restrições estatutárias introduzidas pela vontade dos sócios, notamos que se apresentam como uma verdadeira dissociação entre o capital introduzido na sociedade e o direito de voto atribuído ao sócio.

Todas estas traduzem excepções à regra do número 1 do art. 384º do C.S.C., que poderão constar no contracto de sociedade *ab initio*, ou fruto de um modificação superveniente dos estatutos. No sentido da alínea a) do número 2 do art. 384º do C.S.C., o que os estatutos pretendem é que o accionista seja titular de um número mínimo de acções que venha a “justificar a sua participação activa na vida societária”, enquanto na alínea b) do mesmo artigo, designa o chamado tecto estatutário²⁴, com diversas finalidades, mas principalmente favorecer a dispersão das acções e desincentivar a aquisição de grandes quantidades de títulos de determinada sociedade. Esta foi aliás “a pureza do regime das sociedades anónimas no século XIX e até 1972. Corresponde, no fundo, à exigência de uma maioria qualificada estabelecida de um modo especial”^{25 26}, evitando assim maiorias absolutas de alguns accionistas, assegurando maior peso relativo do accionista sobre o capital, sendo mesmo sociedades “menos capitalísticas” que disponham estas cláusulas do que as demais.

Todo este conjunto legal-estatutário, com a possibilidade de proibir o uso efectivo do seu direito de voto, criou aquilo que na gíria societária ficou conhecida por - blindagem dos estatutos²⁷.

Esta blindagem de estatutos não é inocente de todo, tentando por um lado afastar possíveis adquirentes indesejados, mas também tornar estável e duradouro o poder de gestão de uma administração. Compreende-se assim que este tipo de limitações estatutárias seja uma forma

²⁴ PAULO OLAVO DA CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2007.

²⁵ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, pp. 136 - 139, Almedina, 2006.

²⁶ A. FERRER CORREIA e VASCO LOBO XAVIER, As limitações ao poder de voto dos accionistas e as acções do Estado e do I.P.E., *Revista de Legislação e Jurisprudência*, ano 119º, Coimbra, 1986.

²⁷ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *S.A.: Assembleia Geral e Deliberações Sociais*, 2009.

de conter o poderio de novos accionistas através da aquisição de mais acções representativas de capital social, tentando a todo o custo manter um núcleo accionista dominante e uma administração desejada por aqueles. Segundo alguns autores, são das mais variadas e distintas as medidas que podem ser aplicadas no chamado “*mercado de aquisição de sociedades*”²⁸, concretizado através das tomadas de controlo de sociedades, podendo ser utilizadas de forma preventiva, ou mesmo defensivas para inviabilizar alguma O.P.A. - Oferta Pública de Aquisição²⁹.

Uma das consequências deste tipo de medidas utilizadas é o claro favorecimento das situações de domínio minoritário, isto porque apesar de os estatutos modificarem os direitos, reduzindo-os, criará um exercício de uma influência dominante mesmo com participações reduzidas de capitais, quer seja através de limitações à transmissibilidade de participações sociais, através da forma de exercício e detenção destas, bem como, na estrutura orgânica da sociedade, ou mais simplesmente através dos mecanismos de nomeação e destituição dos membros dos órgãos de administração.

Deste tipo de blindagens, o mais frequente é a limitação estatutária à emissão de votos por um único accionista, em nome próprio ou como representante de outro, como já foi caracterizado anteriormente, em que um limite reduzido seja fixado, com a finalidade de propiciar a partilha de poder de controlo por diversos accionistas com participações até aquele limite, evitando concentrações de poder e alguma dependência societária. Do lado positivo, permitindo-me esta valoração, uma conclusão mediata será a maior autonomia e profissionalismo do conselho de administração e de outros órgãos, e com as maiorias em assembleias gerais a serem formadas especificamente para cada deliberação social, sem qualquer pré-estabelecimento.

²⁸ PAULO LOPES MARCELO, *A Blindagem da Empresa Plurissocietária*, pp. 23 - 25, Almedina, 2002.

²⁹ Estudos empíricos recentes, demonstram que é de facto uma das técnicas mais utilizados. *Vide*, LAURA CASARES FIELD / JONATHAN M. KARPOFF, *Takeover Defenses at IPO Firms* (working paper), Pennsylvania State University, 1999, pp. 3.

Relativamente à questão da legalidade³⁰ deste tipo de cláusulas, noutros ordenamentos jurídicos³¹, e no português, tanto a doutrina como a jurisprudência tem sido aceite e admitida, não só pelo número 2 do art. 384º do C.S.C., como pela falta de qualquer obstáculo no C.V.M.. Esta limitação verga a proporcionalidade na distribuição dos votos e atenua o poder da maioria, organizando uma distribuição mais equitativa do poder dentro da estrutura societária, “aumentando o peso relativo dos demais e tornando a participação e o investimento minoritários mais atraentes”³².

Daqui podem-se aferir algumas analogias, entre as quais a falta de interesse ou mesmo um inútil efeito prático para domínio da sociedade caso um accionista adquira participações sociais superiores ao valor fixado de limite no qual permitiria exercer tais direitos.

Por outro lado, e seguindo a opinião de LOPES MARCELO, não se mostra como argumento suficiente o art. 86º do C.S.C., uma vez que não está em causa uma retroactividade da alteração, visando apenas os direitos de voto, e aplicando-se somente para o futuro, não envolvendo também qualquer tipo de aumento das prestações impostas pelo contracto aos sócios, número 2 do art. 86º do C.S.C.³³.

Mais longe na interpretação daquela norma vai CASSIANO DOS SANTOS ao entender que “o sentido útil do art. 86º, n.º 1, é o de salvaguardar os direitos dos sócios”. O autor entende que daquele imperativo legal “decorre um limite ao poder da maioria,” pois resulta dele a protecção dos direitos adquiridos pelos sócios aquando da aquisição da participação social. Alterar a configuração daqueles direitos em sede de alteração estatutária, sem o prévio consentimento do sócio atingido, seria, nesta perspectiva, verdadeira retroactividade³⁴.

³⁰ M. NOGUEIRA SERENS, *Notas Sobre a Sociedade Anónima*, pp. 40 - 41, Coimbra Editora, 1997.

³¹ Vd. JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, Almedina, pp. 197 e ss., 1998.

³² Cf. FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, *Estrutura Associativa e a Participação Societária Capitalística*, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, pp.479.

³³ Neste sentido, PAULO LOPES MARCELO, *A Blindagem da Empresa Plurissocietária*, pp. 69, Almedina, 2002.

³⁴ Cf. FILIPE CASSIANO DOS SANTOS, *Estrutura Associativa e a Participação Societária Capitalística*, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, pp.483 a 485.

Parecem próximos os entendimentos expostos, dado que ambos reportam o número 1 do art. 86º, a um limite intransponível à atribuição de efeitos retroactivos a deliberações que tenham implicações directas na esfera dos direitos constituídos e plenamente formados dos sócios.

Outra particularidade deveras interessante de salientar é a possibilidade de existir uma limitação quanto aos votos apurados em assembleia geral³⁵, deixando a alínea b) do número 2 do art. 384º do C.S.C., em princípio, em aberto a tal possibilidade, excepto no caso em que o contracto o disponha, conforme mencionado *in fine* pelo número 5 do art. 386º do C.S.C.³⁶; ou em último caso o estabelecimento de um limite de voto em função da percentagem do capital social detido por cada accionista.

Anuncia o C.S.C. na sua alínea b) do número 2 do art. 384º que “o contracto pode estabelecer que não sejam contados votos acima de certo número, quando emitidos por um só accionista, em nome próprio ou também como representante de outro.” Não obstante, não determina em função de que universo se fixa aquela limitação. Em regra, faz-se corresponder ao universo do capital social, através da fixação de uma percentagem nos estatutos. Por exemplo, “não se contam os votos emitidos por um só accionista, em nome próprio ou em representação de outro, que excedam 20% da totalidade dos votos correspondentes ao capital social.” Porém, nada impede que ao invés de uma percentagem, se fixe o limite num determinado número de votos. Partindo do exemplo anterior, podemos pensar numa cláusula com o seguinte teor: “não se contam os votos emitidos por um só accionista, em nome próprio ou em representação de outro, quando excedam os 500 votos.”³⁷.

Também não parece ser de excluir uma formulação que faça corresponder a limitação aos votos apurados em assembleia geral. Ora, nesta hipótese, a cláusula estatutária estipularia, por exemplo, que “não se contam os votos emitidos por um só accionista, em nome próprio ou em representação de outro, acima de 20% dos votos apurados em assembleia geral.” Neste caso,

³⁵ Vd. RAÚL VENTURA, Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas, pp. 243 - 244.

³⁶ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, Código das Sociedades Comerciais Comentado e Anotado, pp. 952.

³⁷ JORGE BRITO PEREIRA, “...essa formulação tem o evidente inconveniente de não se adaptar, de forma automática, aos aumentos de capital posteriores.” Cf. ob. cit., nota 311, pp. 200.

“apenas perante determinada assembleia será possível avaliar do funcionamento da limitação, podendo acontecer que a mesma funcione nuns casos e não noutros, dependendo das participações que, em concreto, sejam apuradas na assembleia”.

Desconhece-se assim quanto ao cômputo dos votos se tal limitação opera face ao universo dos votos correspondentes ao capital social ou apenas face aos votos apurados em assembleia geral. Sendo da opinião que seguiremos a ideia que deverá corresponder ao universo dos votos representativos do capital social, não só porque traduz de forma mais precisa e objectiva a realidade societária, como a dissociação entre a percentagem relativa ao número de acções detidas e a percentagem relativa ao número de votos seria muito mais significativa.

Por outro lado, não devemos em caso algum esquecer a chamada “*breakthrough rule*”³⁸. Com a introdução da 13ª Directiva 2004/25/CE, foi imposta uma regra com a finalidade de prever que todas as limitações estatutárias não possam funcionar sempre que um accionista detenha mais de 75% do capital social. Conforme o art. 182º-A do C.V.M., poderá ele próprio proceder à eliminação de tal restrição por uma maioria de 75% dos votos emitidos, presentes em assembleia geral³⁹.

Demonstrado o regime jurídico das limitações ao exercício do direito de voto, faz-se urgente debruçarmo-nos sobre as intenções do legislador ao admitir aos sócios a possibilidade de adoptar nos estatutos uma limitação estatutária ao direito de voto, direito cujas características essenciais são exactamente a inderrogabilidade e a irrenunciabilidade, bem como as dos próprios sócios, que consentem o sacrifício do seu direito de voto.

Parece unânime a opinião que aponta tais limitações como mecanismo dirigido à protecção da minoria dos accionistas, através do ajustamento da distribuição do poder deliberativo dentro da sociedade. Fala-se em “preocupação *anti-oligárquica* do legislador, para evitar que as sociedades anónimas fossem dominadas por um pequeno número de grandes accionistas,

³⁸ Cf. PAULO OLAVO DA CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, pp. 320, Almedina, 2007.

³⁹ PAULO OLAVO DA CUNHA, *O paradoxo da blindagem estatutária*, *Jornal de Negócios*, 9 de Janeiro de 2008, pp. 36.

estabelecendo-se um sistema que redundaria, em certas circunstâncias, em algo como um *privilegio de voto* para os pequenos accionistas e que faria eventualmente com que prevalecessem os accionistas mais numerosos, mesmo que não detentores da maioria do capital⁴⁰.

Sendo a sua principal intenção normativa evitar os abusos de poder da maioria, não é esta a função que tem desempenhado no contexto societário. Estas cláusulas de limitação estatutária do direito de voto têm sido aplicadas por toda a Europa com um outro propósito: o de evitar tomadas de controlo hostil de sociedades. Percebe-se porquê: para que um oferente ou potencial investidor obtenha o controlo de uma sociedade que fixe nos seus estatutos um tecto de voto de 20% terá de adquirir mais de 80% dos votos correspondentes ao capital social, pois só dessa forma reunirá a maioria dos votos disponíveis em assembleia geral⁴¹. É por ser esta a sua utilização normal que se costuma designar as limitações ao exercício do direito de voto como uma técnica de defesa preventiva contra tomadas hostis de controlo de sociedades.

Em suma, as limitações de voto surgem normalmente nos estatutos como medida de combate às tomadas hostis ou como mecanismo de fecho do *ente social*, embora não tenha sido com esse objectivo que o legislador autorizou a sua introdução.

Apesar de serem normalmente estas as principais funções desempenhadas pela limitação de votos em estudo, razão tem RECALDE CASTELLS quando afirma que só olhando à concreta sociedade anónima podemos determinar o intuito por detrás da sua introdução nos estatutos⁴². Isto porque, na prática comum, a amplitude da sociedade anónima diverge, ou seja, há várias manifestações da mesma realidade jurídica ou várias faces da mesma moeda. Por isso, só analisando cada uma delas poderemos determinar com maior precisão a função ou finalidade por detrás da introdução das limitações estatutárias.

Em concreto, podemos denotar que as finalidades passam por desencorajar a entrada de terceiros estranhos à sociedade, aproximando-a de uma estrutura societária personalística. No

⁴⁰ A. FERRER CORREIA e VASCO LOBO XAVIER, ob. cit. pp. 99.

⁴¹ Cf. A. MENEZES CORDEIRO, *A OPA Estatutária Como Defesa Contra Tomadas Hostis*, Revista da Ordem dos Advogados, 1998, pp. 136.

⁴² A. RECALDE CASTELLS, *Limitacion estatutária del derecho de voto en las sociedades de capitales*, Estudios de Derecho Mercantil, Madrid, 1996, pp. 69 e ss.

entanto, se fizermos o raciocínio inverso, ou seja, tomando como ponto de partida a grande sociedade anónima sujeita à subscrição pública de capital, vamos retirar outro tipo de conclusões. É que, para estas sociedades, a introdução de limites ao voto traduzem-se na intenção de criar obstáculos a uma aquisição hostil.

Relativamente a grandes sociedades anónimas, uma outra consideração se impõe. Além de dificultarem o surgimento de tomadas hostis, as limitações tendem a aparecer em sociedades com o capital muito disperso, cujo poder não se concentra nas mãos de um só accionista. Por outras palavras, nenhum accionista se destaca sobremaneira relativamente aos outros. Como tal, o que costuma acontecer é a adopção de um limite máximo cujo valor normalmente corresponde à percentagem de votos que o maior accionista detém ao momento da fixação, com o objectivo de desincentivar, tanto possíveis investidores como outros accionistas, a desafiar a harmonia na distribuição dos poderes dentro da sociedade. Igualmente interessante são os casos em que existem limitações em sociedades em que existe um accionista claro que detém o controlo da sociedade, não o podendo exercer face a tais impedimentos, *vide* caso actual da estrutura accionista do BPI.

Por ser assim, a limitação ao direito de voto surge como forma de “preservar o equilíbrio de poderes no controlo da sociedade e evitar a entrada de um sócio com maior participação que lhes arrebatara o controlo”⁴³.

Ao mesmo tempo, mas agora numa óptica de corporate governance, uma vez que se criam obstáculos à mudança no controlo da sociedade, estas cláusulas beneficiam a própria administração da estrutura societária, porque fica resguardada de eventuais destituições que provavelmente ocorreriam, se se mudasse o paradigma de controlo. Aliado a isto costuma levantar-se um outro problema: o facto do capital ser disperso favorece a administração numa outra perspectiva. Sendo fruto das opções de vários accionistas, o conselho de administração surge como ente autónomo e neutro relativamente àqueles, no entanto também surge como ente de difícil controlo por parte dos sócios e do próprio mercado.

⁴³ MARÍA ISABEL SÁEZ LACAVE, *Por qué prohibir las restricciones del derecho de voto?*, Facultad de Derecho - Universidad Autónoma de Madrid, Revista InDret, Barcelona, 2010

Nas palavras de VELASCO SAN PEDRO, as limitações ao exercício do direito de voto são “mecanismos anti-mercado insustentáveis numa economia que se diz aberta à concorrência e ao investimento estrangeiro, e servem, mais que ao presumido interesse da sociedade e de seus accionistas, o interesse dos gestores actuais se perpetuarem no cargo, pelo que no fundo propiciam gestões pouco eficientes, ao impossibilitarem que o mercado funcione como *market for corporate control*”⁴⁴.

⁴⁴ VELASCO SAN PEDRO, *Governo das Sociedades Cotadas (Corporate Governance) em Espanha: o “Relatório Olivencia”*, Boletim da Faculdade de Direito, Vol. 75, Coimbra, 1999, pp. 311 e 312.

III. Proporcionalidade Versus Controlo

Face ao exposto e à compreensão desta problemática e características inerentes, não se poderia deixar de passar por aquela que foi uma das maiores investigações levadas a cabo pela Comissão Europeia, precisamente no cerne da separação entre propriedade e controlo, reforçando a posição dos administradores e constituindo assim um desvio ao princípio da proporcionalidade.

A este propósito foi crucial o estudo “*Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies*”⁴⁵ relativo à implementação deste princípio em alguns Estados-Membros da União Europeia, e à correspondente utilização de “control enhancing mechanisms”, nomeadamente na estipulação estatutária de limitações ao exercício dos direitos de voto - “voting rights ceilings” ou também denominados por “voting caps”.

(1) Plano de Acção para o Direito das Sociedades e Corporate Governance

Existe de facto um consenso generalizado que o crescimento dos mercados financeiros é uma das condições para o crescimento económico, fundado em fortes mercados mobiliários, dependendo em parte da protecção que se dá aos accionistas contra a extracção das vantagens individuais destes. Os accionistas que controlam a maior parte dos direitos de voto destas sociedades, face à sua titularidade de capital social, têm um incentivo maior para desviar valor das sociedades face aos demais.

⁴⁵Este estudo, inserido no *Plano de Acção para o Direito das Sociedades e Corporate Governance*, foi encomendado pela Comissão Europeia, em 2007, desenvolvido pelo Instituto Europeu de Corporate Governance, o Institutional Shareholder Services, e a sociedade de Advogados Shearman & Sterling.

Este estudo mostra como os vários instrumentos que permitem a separação da propriedade e controlo, também designados de mecanismos de reforço do controlo societário, em vários estados da União Europeia (“U.E.”), tendo-se constatado que 44% das sociedades possuem um ou mais mecanismos, sendo os mais comuns as “pyramid structures”, “multiple voting rights shares” e os acordos parassociais. Outra constatação relevante é que os investidores/accionistas/sócios têm uma concepção negativa sobre este tipo de instrumentos estatutários utilizados pelas sociedades, pedindo antes mais transparência na sua aplicação com o objectivo de melhorar a informação (considerada por estes como assimétrica) que possuem com tal utilização e impacto causado.

Contudo, carece ainda de comprovação que os accionistas sem controlo e os investidores institucionais particulares irão usar os seus direitos de voto para se protegerem a eles próprios contra os accionistas controladores que retiram maiores benefícios. Assim, para reduzir os incentivos à extracção de benefícios particulares às custas dos accionistas sem controlo, poderiam estes, p.e. visar a proibição deste tipo de clausulado contratual contra as “control enhancing mechanisms” criadas, ou criar maior transparência na sua utilização.

Diferentemente, poderia optar-se por legislar no sentido de terminar com todas estas hipóteses estatutárias, com um grave entrave, não só por estar a retirar autonomia privada (princípio este demasiado importante, transversal a toda a legislação das sociedades comerciais, bem como a nível de direito societário europeu), mas por criar efeitos indesejáveis, p.e. na obstrução da política a longo prazo seguida pela empresa, mas também no acesso aos mercados financeiros (principalmente para sociedades de forte implemento familiar, tão típicas na tradição europeia, ao qual Portugal não é de todo alheio) ou no aumento dos custos de monitorização para os accionistas (v. os custos de agência).

Outra opção (por muitos mais defensável) seria o aumento da transparência em torno destas medidas de controlo com o fornecimento por parte de cada sociedade dos objectivos pretendidos com tal aplicação, ou em alguns dos casos, exigindo aos próprios accionistas que fornecessem uma visão do tamanho e natureza das suas acções e a sua política para as mesmas no seu conjunto. Existem por outro lado argumentos contra este tipo de soluções,

como o risco⁴⁶ que as sociedades incorreriam ao fornecerem explicações formais com pouco interesse ou também os custos que os investidores teriam de fazer em divulgações adicionais.

Em qualquer um dos casos, qualquer que seja a posição defendida, nenhuma opção evita custos enquanto os benefícios nem sempre surgem de uma forma natural. Assim, o resultado será sempre a separação da propriedade face ao controlo. Tal como é sabido, os efeitos da governação das sociedades com estas técnicas ainda não foram suficientemente estudadas e as pesquisas empíricas existentes até ao momento ainda não permitem resultados conclusivos. Com isto, concluiu a Comissão neste plano de acção que seria preferível deixar aos estados-membros a liberdade para valorarem as opções de transparência que melhor responderiam às suas necessidades legais e conjunturais.

Contudo, certo também é de prever que no caso de ser colocado em prática tais teorias, o maior impacto seria nos accionistas controladores, que sentiriam uma redução no retorno, tão mais acentuado quanto maiores limites fossem impostos, pela impossibilidade de obterem maiores benefícios particulares com o seu controlo. Ao invés, os accionistas minoritários, quer sejam institucionais ou individuais, sairiam mais beneficiados, enquanto outros poderiam manter o seu status. Assim, quaisquer medidas a aplicar no futuro apresentam ainda um alto nível de risco, devido aos custos incalculáveis para os accionistas emissores e controladores, sem qualquer benefício proporcional⁴⁷.

Outra matéria de elevada importância, relacionada com a transparência, é o regime relativo ao governo das sociedades que se encontra hoje estruturado pelo modelo regulado pela C.M.V.M., assente na imposição às sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, do dever de prestação e divulgação de informações através da elaboração de um relatório sobre a estrutura e as práticas de governo societário. Admite-se assim no número 2 do art. 2º do regulamento nº 4 / 2013 da C.M.V.M., o recurso a códigos de governo das sociedades, sem qualquer apreciação por parte deste órgão de autoridade e

⁴⁶ Entenda-se este risco como: “*should to result i higher level of investments an lower cost of capital*”, Plano de Acção para o Direito das Sociedades e Corporate Governance, foi encomendado pela Comissão Europeia, 2007.

⁴⁷ Segundo o Executive Summary, Plano de Acção para o Direito das Sociedades e Corporate Governance, foi encomendado pela Comissão Europeia, em 2007.

supervisão, mas com a faculdade desta proporcionar um código apto a promover a implantação das melhores práticas societárias⁴⁸. *In casu*, para a matéria em apreço, deve-se destacar a alínea f) do número 1 do art. 245º-A do C.V.M., uma vez que existe a obrigatoriedade de divulgar “as eventuais restrições em matéria de direito de voto, tais como a limitações ao exercício do voto dependente da titularidade de um certo número ou percentagem de acções (...)”. Por outro lado, vale ainda ressaltar o disposto no número 1 do art. 20º do C.V.M.⁴⁹, que refere que devem também ser indicadas as percentagens máximas dos direitos de voto que podem ser exercidos por um único accionista ou por accionistas que se encontrem em alguma das relações referidas no artigo mencionado.

Aqui chegados, já se poderá fazer reunir alguns pontos para se perceber melhor o cerne da questão, conciliando o quadro legal com disposições europeias.

(2) Directiva 2007/ 36/ CE

A Directiva 2007/ 36/ CE do Parlamento Europeu e do Conselho teve por finalidade regular os aspectos respeitantes ao exercício de certos direitos referentes à participação em assembleia geral - maxime de informação e de voto - inerentes às sociedades cotadas⁵⁰. Esta directiva veio enfatizar o princípio da igualdade de tratamento dos accionistas, aos requisitos de participação e votação em assembleia geral, por meios electrónicos, não esquecendo o instituto da representação, disciplinando também a informação prévia que deverá ser facultada aos accionistas, com a possibilidade de requerer o agendamento de assuntos na ordem do dia e apresentando propostas e o direito de questionar a administração.

⁴⁸ J. ALVES MORAIS / J. MATOS LIMA, *Código dos Valores Mobiliários Anotado*, pp. 373 e ss., Quid Juris, 2015.

⁴⁹ Para um maior desenvolvimento do tema, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº.7, pp. 172 e ss., 2000.

⁵⁰ Sobre distinção entre sociedades cotadas e sociedades abertas, vd. PAULO OLAVO DA CUNHA, *Ob. cit.*, 2.4.1.2..

De facto, grande parte destas medidas foram integradas pelo legislador após a transposição da directiva já directamente para o código dos valores mobiliários. Com o Decreto-Lei 49/2010 de 19 de Maio, visou-se principalmente atingir duas matérias distintas: as acções sem valor nominal; e o regime aplicável às assembleias gerais das sociedades anónimas cotadas e consequentemente o exercício dos direitos dos respectivos accionistas.

Sendo uma sociedade anónima aberta, as assembleias gerais, quando convocadas têm que ser amplamente divulgadas (cfr. alínea a) do número 2 do art. 249º e art. 367º do C.V.M.), com 21 dias de antecedência. Esta convocação pode ser feita por requerimento de apenas 2% dos accionistas com direito de voto (cfr. número 1 do art. 23-A do C.V.M.). Contudo podem estes manifestar a sua vontade através do voto por correspondência, não precisando em certos casos de comparecer ou se fazerem representar. Alteração introduzida recentemente foi a derrogação do princípio da unidade de voto⁵¹ plasmado no art. 385º do C.S.C., que determina que numa assembleia geral sejam nomeados “diferentes representantes relativamente às acções detidas em diferentes contas de valores mobiliários”⁵².

(3) Takeover de Sociedades

A tomada de controlo de sociedades, face ao supra exposto, trata-se assim de uma aquisição de empresa⁵³, a qual se poderia realizar pela cedência em separado de todos os elementos que a compõem, tornando muito mais dispendioso e duradouro, ou pela compra directa da empresa ou das participações sociais a ela referentes. Esta última hipótese é claramente a mais dinâmica e com maior facilidade de obtenção de outras finalidades, quer sejam por sinergias⁵⁴

⁵¹ PAULO OLAVO DA CUNHA, Ob. cit., pp. 681.

⁵² Isto segundo o novo número 1 do Art. 23º do C.V.M..

⁵³ Entenda-se Empresa, como uma “organização de meios materiais, de meios imateriais e de meios humanos, com vista a desenvolver um resultado produtivo” na definição sugerida p.e. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito da Economia*, 1º Vol., 1986.

⁵⁴ Define-se por: “*two plus two equals five, and it happens about that often.*”

com outras empresas, aferir lucros imediatos mediante o desmantelamento subsequente, “derrotando” um concorrente, entre outros.

Ainda que esta tomada de controlo de sociedades esteja quase na totalidade relacionada com a O.P.A., menos não é verdade que o desenrolar da mesma seja totalmente diferenciada entre a realidade americana e a europeia. Importante também se releva a finalidade das mesmas, por motivos económicos ou financeiros. No primeiro caso, visa-se obter sinergias, aumentando acções, influência e lucros do grupo, enquanto no segundo o objectivo baseia-se no lucro rápido e imediato, terminando com o desmantelamento posterior.

Querendo fazer face a esta realidade, as estratégias a ser seguidas preventivamente apoiam-se em medidas organizatórias, controlo sobre as próprias acções e fundamentalmente em limitações ao direito de voto. Daqui, é possível partir para concepções de fixação de quórum elevados para alterar estatutos (lock up amendments), ou mais simplesmente fixar um limite máximo estatutário com que se pode exercer o direito de voto.

Importante é também a posição que se adopta contra possíveis takeovers uma vez que iria chocar com o direito de livre alienação de participações sociais, sendo os accionistas os principais prejudicados, uma vez que as suas acções perderiam valor de mercado.

De uma forma geral, blindam-se os estatutos para blindar a sociedade, a “ataques” (entenda-se, principalmente contra O.P.A.) indesejados, tendo por isso aumentado a utilização de medidas defensivas.

As limitações ao exercício do direito de voto funcionam como método de blindagem da estrutura societária, entendendo-se por blindagem qualquer técnica estatutária que propicie aos actuais sócios a sua manutenção no controlo do ente social, tornando-a quase inacessível a terceiros potenciais interessados ou a outros sócios que, não tendo a posição de controlo na sociedade, estivessem interessados em alcançá-la.

A necessidade destes mecanismos de limitação vem tentar colmatar falhas, ou mesmo, divórcios que existem no seio de uma sociedade entre accionistas e a administração. Traduz-se isto numa separação funcional entre investimento e gestão, entre propriedade e controlo - ownership and control na velha expressão de BERLE & MEANS - no qual o poder passou para a gestão, ficando os accionistas meros elementos passivos. Certo é que a tutela dos administradores não é o foco do direito societário, devendo os accionistas “reclamar” as suas sociedades. Por conseguinte, tanto accionistas como administradores, ambos do mesmo lado, conseguem vender se for seu desejo, enquanto os segundos colaborando na venda, concretizam a operação.

Como sugere MENEZES CORDEIRO, “A defesa, no Direito português, é, assim, essencialmente preventiva, embora no respeito pela igualdade dos accionistas e mantendo os administradores ao serviço da sociedade”⁵⁵.

⁵⁵ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa*, in R.O.A., ano 54, 1994, Lisboa.

IV. Sociedades Cotadas na EURONEXT Lisboa

Importa à partida referir que não existe um modelo óptimo ou um sistema puro de adopção entre o princípio “one share - one vote” e o direito das sociedades de livremente conformar a sua estrutura organizatória, pelo que as mais diversas soluções⁵⁶ são frequentemente encontradas pela realidade societária-empresarial europeia e portuguesa.

A utilização de mecanismos de blindagem de estatutos, limitando o exercício de determinados direitos, nomeadamente de voto, poderá conduzir à desvalorização das acções⁵⁷, prejudicando o investimento dos accionistas. No entanto, é um mecanismo utilizado por cinco sociedades do PSI-20, principal índice de referência nacional.

Neste capítulo analisar-se-ão, de forma necessariamente sucinta atendendo ao âmbito do presente estudo, as limitações ao direito de voto estabelecidas nos contractos das sociedades em que tal seja utilizado.

O primeiro facto interessante de perceber é que dos 18 (dezoito) títulos⁵⁸ hoje integrantes do índice PSI-20 da EURONEXT Lisboa, 5 (cinco) possuem limitações estatutárias, que relevam para o estudo *sub judice*, ou seja, traduzindo-se numa percentagem de 27,8% da totalidade das sociedades cotadas, o que significa que quase um terço das sociedades, ou uma em cada três, utiliza tais mecanismos.

⁵⁶ Cfr. O estudo “Proportionality Between Ownership and Control in listed companies”, que atesta a coexistência destes dois princípios nas várias legislações utilizadas.

⁵⁷ Exemplo disso é a valorização dos títulos da CIMPOR, aquando da antecipação de possível desblindagem dos estatutos, em 2000 e a subida na cotação das acções da BRISA quando anunciou a desblindagem em 2001 – Cfr. PAULO LOPES MARCELO, *Ob.Cit.*, pág. 22.

⁵⁸ Destacar que este Índice deveria em princípio ser composto por 20 títulos, mas que com as sucessivas saídas e entradas ficaram apenas 18 (número este, mínimo, segundo esta entidade gestora - EURONEXT LISBOA para o normal funcionamento), tendo a última exclusão da bolsa do BANIF - BANCO INTERNACIONAL DO FUNCHAL, S.A. ocorrido em Dezembro de 2015, e da TEIXEIRA DUARTE e IMPRESA em Março de 2016, e posterior entrada da CORTICEIRA AMORIM e SONAE CAPITAL.

Vamos então focar-nos nas seguintes sociedades: BANCO BPI, S.A. (“BPI”), BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, S.A. (“BCP”), EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A. (“EDP”), PHAROL, SGPS, S.A. (“PHAROL”) e REN - REDES ENERGÉTICAS NACIONAIS, SGPS, S.A. (“REN”).

❖ BPI

O BPI, com um capital social de € 1.293.063.324,98 (mil duzentos e noventa e três milhões sessenta e três mil trezentos e vinte e quatro Euros e noventa e oito Cêntimos) dividido em 1.456.924.237 (mil quatrocentos e cinquenta e seis milhões noventa e vinte e quatro mil duzentas e trinta e sete) acções sem valor nominal. Prevê, nos seus estatutos, que pode emitir acções preferenciais sem voto e outras acções preferenciais, art. 6º do estatuto⁵⁹.

O número 3 do art. 12º faz corresponder um voto a cada acção, considerando assim o princípio geral da sociedade com o interesse do bom funcionamento da assembleia geral.

Por outro lado, o número 4 do mesmo artigo determina que não sejam contados os votos emitidos por um só accionista, por si ou em representação de outrem, que excedam um total de 20% do capital social; bem como os emitidos por um só accionista que se encontre numa relação prevista nos termos do número 1 do art. 20 do C.V.M..

Da análise da estrutura accionista do BPI, de acordo com o ANEXO 1, a 31 de Março de 2015, o capital do BPI era detido por 20.339 accionistas. Destes, 19.866 eram particulares detendo 11,1% do capital, enquanto 473 pertenciam às classes dos investidores institucionais e das empresas e detinham os remanescentes 88,9%. A limitação ao exercício dos direitos de voto afecta apenas um accionista - o Caixa Bank, S.A. - detentor de 44,1% do capital social, que vê a sua participação social limitada ao exercício de 20% dos votos correspondentes a esse capital.

Justifica-se esta medida conforme referido no código de governo do Grupo BPI de 2014, que o princípio da limitação do número de votos a emitir por um só accionista foi proposto pelo então conselho geral com o objectivo de promover um quadro indutor de uma participação equilibrada dos principais accionistas na vida da sociedade, na perspectiva do interesse de longo prazo dos accionistas. Na sua formulação inicial, que foi aprovada pelos accionistas em

⁵⁹ Cfr. http://bpi.bancobpi.pt/RepMultimedia/getMultimedia.asp?channel=Multimedia%20-%20RI%20-%20Informa%E7%E3o%20Obrig%20Investidores&content=Estatutos_BancoBPI_PT

A.G. realizada em 21 de Abril de 1999 por uma maioria de 90.01% dos votos expressos, estabelecia um limite de 12.5% da totalidade dos votos correspondentes ao capital social. Na A.G. de 20 de Abril de 2006, aquele limite foi elevado para 17.5%, mediante deliberação aprovada por uma maioria de 77,4% dos votos expressos e, finalmente, na A.G. de 22 de Abril de 2009 foi elevado para os actuais 20%, por deliberação aprovada por unanimidade⁶⁰.

O conselho de administração registou a este propósito que em 17 de Fevereiro de 2015 o seu accionista Caixa Bank, S.A. divulgou o anúncio preliminar de uma O.P.A. das acções do BPI, colocando como condição de eficácia da oferta a eliminação da limitação à contagem de votos em apreço. Os membros do conselho de administração que ocupam cargos de direcção no grupo do Caixa Bank, S.A. têm defendido, desde 2011, a revisão da referida limitação.

⁶⁰ http://bpi.bancobpi.pt/storage/download/ficheiro_pdf.640f4a5a-845e-4f54-8d36-748e734af0c3.1.pt.asp?id=de7e47ba-d93f-4fa1-a1e1-63266c0d14cc

❖ PHAROL

A PHAROL é constituída por um capital social no valor de € 26.895.375.000 (vinte e seis mil oitocentos e noventa e cinco milhões trezentos e setenta e cinco mil Euros), representado por acções exclusivamente ordinárias, ao invés do que anteriormente acontecia quando esta sociedade denominada de Portugal Telecom, SGPS, S.A. (“PT”) acolhia capitais públicos. Assim decorre do alterado artigo 5º, do contracto de sociedade⁶¹.

À semelhança do que acontece na sociedade anterior, a PHAROL estabelece um mecanismo que configura uma blindagem aos estatutos.

O número 5 do artigo 13º faz corresponder um voto a cada acção representativa do capital social. Nos termos do número 10 do mesmo artigo, não são contados os votos emitidos pelo mesmo accionista, por si ou representação de outrem, que excedam um limite de 10% do capital social. O número 11 remete para o C.V.M. quanto às técnicas de imputação dos votos. Por outro lado, esclarece o número 12 também do mesmo artigo que este mecanismo vale ainda para todas as deliberações, mesmo quando exigido maioria qualificada.

Da análise da estrutura accionista da PHAROL, ANEXO 2, constata-se que o capital se encontra disperso geograficamente por vários continentes, encontrando-se, maioritariamente, concentrado em Portugal (43%), logo seguida dos 10% detidos pela Telemar Norte Leste S.A., detida pela brasileira OI.

Através das informações prestadas aos investidores, pode aferir-se que o maior accionista da PHAROL é, actualmente, o NOVO BANCO, detentor de uma participação social correspondente a 12,6% dos direitos de voto, sendo o único accionista afectado pela limitação em questão. Já o segundo maior accionista (Telemar Norte Leste S.A.), como supra mencionado, com um valor exacto de 10%, podemos concluir que este valor se deve ao

⁶¹ Cfr. http://conteudos.pharol.pt/Documents/PT/Regulacao/2015/06_Junho/Estatutos%20Pharol%20PT.pdf

raciocínio puramente económico de não adquirir mais participações superiores ao valor que lhe permitem o exercício na sua integralidade - direitos de voto.

No que respeita à limitação, como se encontra fundamentado no Relatório de Governo da Sociedade de 2014 da PHAROL⁶², à contagem dos votos acima referida, no essencial, e pelas razões melhor explicitadas, esta representa uma medida de ampliação da democracia accionista e contribui para a dispersão do capital social e maior transparência do governo da sociedade, não afetando, em consequência, o objetivo prosseguido por recomendação da C.M.V.M., mas outrossim promovendo uma idêntica finalidade.

Salienta ainda que na União Europeia foi amplamente discutida a questão da proporcionalidade entre titularidade e controlo das ações detidas em “sociedades cotadas”, tendo sido produzidos vários estudos no âmbito dos quais se conclui ser impossível estabelecer uma ligação causal inequívoca entre os desvios ao princípio de proporcionalidade e a performance financeira ou o corporate governance de uma “sociedade cotada”.

Na verdade constitui uma medida de ampliação da democracia accionista (reduzindo o poder de voto dos maiores accionistas e ampliando correspondentemente o poder de voto das minorias), normalmente entendida como suscetível de interferir no êxito de ofertas públicas de aquisição. Porém, ao possível efeito de diminuição da frequência de ofertas públicas (uma vez que a obtenção de controlo requer patamares mais elevados de participação accionista) não deve deixar de ser contraposto o efeito de incentivo à melhoria das condições de atractividade das ofertas públicas, já que só níveis mais elevados de adesão pelos destinatários permitem alcançar limiares de controlo.

Recorda por outro lado que no contexto da O.P.A. da qual a PT, S.G.P.S. foi objeto durante o ano de 2006, a referida disposição estatutária conheceu uma particular visibilidade. Efetivamente, nos termos e condições da O.P.A. de ações representativas do capital social da PT, S.G.P.S. cujo anúncio preliminar foi publicado, a 6 de Fevereiro de 2006, pelas sociedades Sonaecom, S.G.P.S., S.A. e Sonaecom, B.V., a eliminação da referida restrição de voto constituía uma condição a que a referida O.P.A. se encontrava sujeita. Convocada,

⁶² http://conteudos.pharol.pt/Documents/PT/Relatorios/2015/04_Abril/RelGov2014pt.pdf

porém, a assembleia geral para o dia 2 de março de 2007, para se pronunciar sobre a eliminação de tal disposição, ainda que apenas no contexto da oferta em causa, a proposta foi rejeitada pela maioria dos votos emitidos e com a não oposição das ações da categoria A.

Assim, a situação permaneceu inalterada, assente na convicção de que as limitações estatutariamente previstas contribuem para uma dispersão do capital social e maior transparência do governo da Sociedade.

Desta forma, a PHAROL entende que esta medida respeita os interesses da sociedade e dos seus accionistas, assim como corresponde à sua vontade expressa na referida assembleia geral de 2 de Março de 2007 (não tendo aliás, desde então, sido apresentada qualquer proposta accionista com vista à sua alteração ou supressão).

❖ EDP

A EDP é constituída por um capital social no valor de € 3.656.537.715 (três mil seiscientos e cinquenta e seis milhões, quinhentos e trinta e sete mil setecentos e quinze Euros), sendo todas as acções nominativas e com valor nominal de 1 (um) euro cada. Esta sociedade estipula, no seu contracto social⁶³, artigo 14º, que às acções se aplica uma limitação ao exercício dos direitos de voto, na qual não serão considerados os votos emitidos por um só accionista, em nome próprio ou em representação de outrem, que excedam 25% da totalidade dos votos correspondentes ao capital social.

Da estrutura accionista da empresa, titularidade de participações qualificadas e direitos de voto, ANEXO 3, podemos concluir que 35% do capital social se encontra disperso por accionistas cuja participação social é inferior a 2%. Pode, ainda, concluir-se que esta limitação estatutária em questão não afecta nenhum accionista, uma vez que nenhum é titular de mais de 25%, sendo a China Three Gorges o maior accionista com 21,35% do capital social.

A EDP declara, no seu relatório de governo⁶⁴, respeitar a recomendação de acordo com a qual as sociedades deverão prever que a cada acção, i.e. o princípio “one share one vote”, que se encontra vertido no artigo 14º dos estatutos. De acordo com o mesmo documento, constitui entendimento da Administração que a regra da proporcionalidade dos votos em relação ao capital social deverá ser avaliada em termos relativos e não absolutos, correspondendo, a limitação prevista no artigo 14.º, à expressão da vontade dos accionistas na tutela dos interesses específicos da sociedade sendo estes privados, ademais, de forma total, do direito de voto impedindo, apenas, o exercício dos votos que estejam acima do limite estabelecido.

Mais se afirma que a referida limitação correspondendo a uma disposição que visa acautelar os interesses da sociedade, tutelando os interesses dos seus accionistas.

⁶³ Cfr. http://www.edp.pt/pt/aedp/governosocietario/estatutoseregulamentos/Estatutos%20e%20Regulamentos/Estatutos%20EDP_Agosto2015_PT.pdf

⁶⁴ Cfr. http://www.edp.pt/pt/aedp/governosocietario/ManualdeGovernoSocietario/Manual%20de%20Governo%20Societario/Manual_Governo_Societario_Out12.pdf

❖ BCP

O BCP é uma instituição bancária com um capital social no valor de € 4.094.235.361,88 (quatro mil e noventa e quatro milhões, duzentos e trinta e cinco mil, trezentos e sessenta e um Euros e oitenta e oito Cêntimos), sem valor nominal e integralmente subscrito e realizado. Vale a regra de uma acção por cada voto, seguindo o princípio geral, e assim consagrado nos seus estatutos⁶⁵ no número 1 do art. 19º.

Esta instituição inseriu, no artigo 26º dos seus estatutos, uma disposição que limita o exercício dos direitos de voto, quando emitidos por um só accionista a um limite de 20% do capital social, encontrando-se, nos números seguintes do mesmo artigo, um complexo esquema de imputação dos direitos de voto, que se remete para os mecanismos de imputação de direitos de voto contidos no artigo 20º do C.V.M..

Da análise da estrutura accionista do grupo, ANEXO 4, pode constatar-se que o capital social se encontra repartido por um total de 196.600 accionistas, correspondendo a participação social mais elevada - detida pelo Grupo Sonangol - a um total de 17,84% dos direitos de voto. Desta feita, podemos concluir que nenhum accionista vê os seus direitos limitados com tal mecanismo.

A administração considera que esta limitação constitui uma forma de garantir aos pequenos e médios accionistas o direito a terem uma maior e efectiva influência em decisões que venham a ser submetidas à assembleia geral, como se encontra fundamentado no Relatório de Governo da sociedade. Afirma-se que a limitação tem como objectivo a restrição dos direitos dos grandes accionistas, salvaguardando a sociedade de aquisições hostis e garantindo aos pequenos accionistas maior representatividade do peso relativo mais significativo dos votos por si detidos. Apresentam-se, essencialmente, razões de ordem prática e eficiência em sede de assembleia geral. Entende-se, ademais, que os direitos dos accionistas não saem, de forma alguma, prejudicados, uma vez que terão sempre a possibilidade de agrupar-se de forma a participar nas deliberações sociais.

⁶⁵ Cfr. http://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/governacao/Documents/estatutos_BCP.pdf

❖ REN

A REN é constituída por um capital social no valor de € 534.000.000 (quinhentos e trinta e quatro milhões de Euros), representado por acções ordinárias integralmente realizado, com o valor nominal de 1 (um) euro. Nesta sociedade vale ainda a regra de um voto por acção, como determina o número 2 do art. 12º do seu contracto social⁶⁶.

À semelhança do que acontece com as sociedades anteriores, a REN estabelece um mecanismo que configura uma blindagem aos estatutos.

Nos termos do número 3 do mencionado art. 12º, não são contados os votos emitidos pelo mesmo accionista, por si ou representação de outrem, que excedam um limite de 25% do capital social.

Da análise da estrutura accionista da REN, ANEXO 5, podemos concluir que 38% do capital social se encontra disperso em free-float por accionistas investidores em bolsa. O capital restante pertence a accionistas controladores. Pode, ainda, concluir-se que esta limitação estatutária em questão não afecta nenhum accionista, uma vez que nenhum é titular de mais de 25%, sendo a State Grid of China o maior accionista com 25% do capital social.

Como já foi referido relativamente a outra sociedade, o facto deste valor coincidir precisamente com valor máximo admitido nos termos do cômputo dos votos não deve ser mera coincidência (consideração esta feita por mim), devendo-se ao raciocínio puramente económico de não adquirir mais participações sociais do que aquelas que lhe atribuam poder efectivo.

⁶⁶ Cfr. [http://www.ren.pt/files/2015-04/2015-04-28145437_4c65f7f1-2e56-4968-a1af-585420fa64e0\\$7956e3b5-d2f0-45ce-bb1b-3242384cfc55\\$408d315a-4f5c-4fbd-96e3-8c1c58a2883c\\$\\$file\\$\\$pt\\$\\$1.pdf](http://www.ren.pt/files/2015-04/2015-04-28145437_4c65f7f1-2e56-4968-a1af-585420fa64e0$7956e3b5-d2f0-45ce-bb1b-3242384cfc55$408d315a-4f5c-4fbd-96e3-8c1c58a2883c$$file$$pt$$1.pdf)

V. Conclusões

i) A realidade societária na Europa e em Portugal é totalmente diferente quando comparada com a Norte-Americana. As sociedades cotadas são muito menos em termos relativos e absolutos, o capital social está muito mais concentrado, com maioritariamente grandes accionistas controladores.

ii) Tem-se assistido a uma maior abertura das sociedades europeias aos mercados de capitais, por força da globalização económica e liberalização dos próprios mercados. Contudo, não parece previsível nem expectável que a convergência de modelos venha ser plena, porquanto as diferenças culturais e societário-metodológicas sejam insanáveis; Não existindo assim um modelo único de boa governação societária.

iii) A maior ou menor centralização dos poderes societários no órgão de administração ao longo dos tempos deveu-se à existência ou não de accionistas de controlo e à possibilidade maior ou menor de os accionistas intervirem na vida societária.

iv) Nas sociedades anónimas, a participação dos sócios é objectivada, traduzindo-se assim numa efectiva fração/percentagem de capital social; originando que estes tenham tantos ou mais direitos e obrigações quantas as acções/percentagem do capital que detenham.

v) A regra quanto aos direitos de voto, prevista no art. 384º do C.S.C., tem em conta a estrutura do tipo de sociedade, e faz corresponder os votos às acções, isto é, um voto por cada acção.

vi) As limitações estatutárias ao direito de voto encontram fonte no número 2 do art. 384º do C.S.C., em sentido oposto. Admite-se que o estatuto faça corresponder um só voto a um certo número de acções, na alínea a); enquanto na alínea b), a lei permite o chamado tecto estatutário, no qual um accionista actuando em nome próprio ou em representação de outro, não veja contados os votos acima de um determinado limite. Traduzindo-se assim numa verdadeira blindagem estatutária.

vii) Em termos práticos, e numa vertente funcional, torna inútil a aquisição de acções além de um volume que atribua direitos de voto até ao limite estipulado nos estatutos, o qual é, em praticamente todos os casos, inferior à percentagem que atribui o controlo da sociedade.

viii) Por outro lado, pode a consagração destas limitações assentar na mera vontade de estabelecer as relações de poder entre os accionistas baseadas num princípio que não o da proporcionalidade, com a finalidade de manter o controlo de facto num determinado grupo de accionistas, assumindo os efeitos negativos no funcionamento do mercado de capitais, reforçando despropositadamente os poderes do órgão da administração face à assembleia geral.

ix) O acolhimento por sociedades abertas cotadas poderá apresentar finalidades e configurações distintas, sendo utilizado, em Portugal, por cinco das maiores empresas que integram o índice PSI-20 da EURONEXT Lisboa, o limite mais reduzido no exercício do direito de voto de 10% (na PHAROL), e o limite máximo de 25% (na EDP e REN).

x) O respectivo regime legal, entenda-se C.S.C. e C.V.M., enquanto visa por um lado assegurar os interesses dos pequenos investidores (accionistas) e do público em geral, tenta por outro evitar que as sociedades anónimas sejam objecto de pressões inaceitáveis, com a finalidade de conseguir uma aquisição forçada na compra da paz societária.

xi) Conclui-se assim que as limitações estatutárias ao exercício dos direitos de voto em sociedades anónimas abertas cotadas, existindo em maior ou menor escala e, conseqüentemente, com efeitos positivos e negativos para toda a estrutura societária, devem ser sempre bem ponderadas *in caso* por forma a não se perder a confiança nos mercados de capitais, quer seja pela perda de competitividade económica, bem como destruição de valor para o sócio - accionista e investidor.

VI. Bibliografia

Abreu, Jorge Manuel Coutinho de, “Governação das Sociedades Comercias”, Almedina, 2006.

Brealey, Richard. A, e Stewart C. Mayers, “Principles of Corporate Financie”, McGraw-Hill, 2000.

Câmara, Paulo, “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, Almedina, 2009.

— , “Os modelos de governo das Sociedades Anónimas” in A Reforma do Código das Sociedades Comerciais; Jornadas em Homenagem ao Professor Raúl Ventura, Almedina, 2007.

Cassiano dos Santos, Filipe, “Estrutura Associativa e a Participação Societária Capitalística”, Coimbra Editora, Coimbra, 2006.

Castro, Carlos Osório de, “A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários”, Almedina, 2009.

— , “Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº.7, 2000.

Coelho, Eduardo Lucas, “Direito de voto dos accionistas nas assembleias gerais das sociedades anónimas : código das sociedades comerciais: direito comparado”, Rei dos Livros, Lisboa, 1987.

Cordeiro, António Menezes, “A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis”, in Revista da Ordem dos Advogados, Ano 58, I, 1998.

— , “Da tomada de sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa”, in Revista da Ordem dos Advogados, Ano 54 III, 1994.

— , “Manual de Direito das Sociedades”, Volume II, Almedina, 2007.

— , “SA: Assembleia Geral e Deliberações Sociais”, Almedina, 2009.

Cunha, Paulo Olavo, “Direito das Sociedades Comerciais”, Almedina, 2007.

— , “Direito Empresarial para Economistas e Gestores”, Almedina, 2014.

Esperança, José Paulo, e Inácio, Pedro Leite, “Fusões e Aquisições - Escola de Pós-Graduação em Ciências Económicas e Empresariais”, Universidade Católica Portuguesa, 1996.

Ferrer Correia, A., “Lições de Direito Comercial”, II, 1968.

Ferrer Correia, A. e Xavier, Vasco Lobo, “As limitações ao poder de voto dos accionistas e as acções do Estado e do I.P.E.”, Revista de Legislação e Jurisprudência, ano 119º, Coimbra, 1986.

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

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

Hausmann, Henry, e Mariana Pargendler, “The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownship and Consumption”, in The Yale Law Journal, US, 2014

Harris, Milton, e Artur Raviv, “Corporate Governance, Voting Rights and Majority Rules”, in Journal of Financial Economics 20, US, 1988.

Maia, Pedro, “Deliberações dos Sócios”, Estudos de Direito das Sociedades, 10^a ed., Almedina, Coimbra, 2010.

Marcelo, Paulo Lopes, “A Blindagem da Empresa Plurissocietária”, Almedina, 2002.

Nenova, Tatiana, “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis”, in Journal of Financial Economics; The World Bank, Washington DC, 20433, US, 2003.

Pais De Vasconcelos, Pedro, “A Participação Social nas Sociedades Comerciais”, Almedina, 2006.

Pereira, Jorge Brito, “A OPA Obrigatória”, Almedina, 1998.

Recalde Castells, A., “Limitacion estatutária del derecho de voto en las sociedades de capitales”, Estudios de Derecho Mercantil, Madrid, 1996.

Review, The University of Chicago Law, “Voting Rights in the Stock of a Parent Corporation Held by a Subsidiary”, Vol. 28, Nº 1, 1960.

Sáez Lacave, María Isabel, “Por qué prohibir las restricciones del derecho de voto?”, Facultad de Derecho - Universidad Autónoma de Madrid, Revista InDret, Barcelona, 2010.

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

Serens, M. Nogueira, “Notas Sobre a Sociedade Anónima”, Coimbra Editora, 1997.

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

Velasco San Pedro, Luis Antonio, “Governo das Sociedades Cotadas (Corporate Governance) em Espanha: o “Relatório Olivencia””, Boletim da Faculdade de Direito, Vol. 75, Coimbra, 1999.

Ventura, Raúl, “Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas”, Almedina, 2003.

VII. Anexos

Anexo 1

BPI - Titulares de participações qualificadas⁶⁷

Posições accionistas superiores a 2% do capital do Banco BPI (31 Março 2015)

Accionistas	Nº de ações	% capital detido	Direitos de voto ¹
CaixaBank, S.A. 1,2	642 462 536	44.10%	44.10%
Santoro Finance – Prestação de Serviços, S.A. 3	270 643 372	18.58%	18.58%
Allianz SE 4	122 744 370	8.42%	8.42%
HVF 5	37 563 392	2.58%	2.58%

Nota: Posições accionistas registadas a 31 de Março de 2015 na Central de Valores Mobiliários (CVM), com base na informação recebida da Central e em informação pública divulgada ao mercado. Em 31 de Março de 2015 o Grupo BPI detinha 5 976 170 acções próprias correspondentes a 0.41% do capital social do Banco BPI. Para além das participações superiores a 2% acima referidas, existe um conjunto de accionistas de referência que detêm posições superiores a 1% no capital da sociedade. A 30 de Junho de 2014, um grupo de accionistas que, em conjunto, aqui se designam por Arsopi, detinha participações que, quando agregadas, totalizavam 2.1% do capital social do Banco BPI. Na mesma data, a HFV SGPS detinha uma participação de 1.96% e a Auto-Sueco detinha 1.5% do capital do Banco.

⁶⁷ Cfr. <http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/grupo-bpi-grupo-bpi/accionistas>

1 - De acordo com disposição estatutária, os direitos de voto, para efeitos da sua contagem, estão limitados a 20%.

2 - A participação detida através da CaixaBank, S.A. é ainda imputável à Criteria CaixaHolding, S.A.U., detentora de cerca de 59% do CaixaBank em 31 de Março de 2015, a qual é por sua vez dominada pela Fundación Bancaria Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona, "La Caixa", titular de 100% dos respetivos direitos de voto, nos termos do artigo 20.º, n.º 1, alínea b), do CVM.

3 - Participação directamente detida pela Santoro Finance - Prestação de Serviços, SA ("Santoro Finance"), e imputável, nos termos da alínea b) do n.º 1 do artigo 20º do CVM, à Santoro Financial Holdings, SGPS ("Santoro"), por deter a totalidade do capital da Santoro Finance, e à Senhora Engenheira Isabel José dos Santos, na qualidade de accionista da Santoro Financial Holdings, SGPS.

4 - Participação indirecta detida por subsidiárias dominadas pela Allianz SE, holding do Grupo Allianz, e imputável aquela entidade nos termos da alínea b) do n.º 1 do artigo 20º do CVM: participação directa de 8.27% detida pela Allianz Europe Ltd. (detida a 100% pela Allianz SE) e participação directa de 0.15% detida pela Companhia de Seguros Allianz Portugal (detida a 65% pela Allianz SE).

5 - Participação detida através da Violas Ferreira Financial, S.A., cujo capital social é integralmente detido pela HVF, SGPS, S.A., e, nos termos do disposto na alínea d) do n.º 1 do artigo 20.º do CVM, inclui 227 273 acções detidas por Edgar Alves Ferreira (0.02% do capital do Banco BPI), Vogal do Conselho de Administração da sociedade HVF - SGPS.

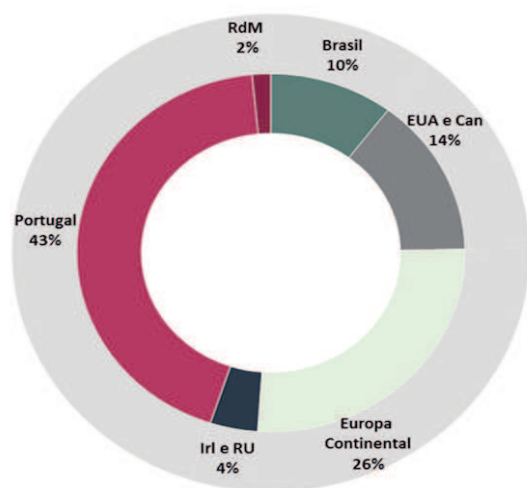
6 - Em 31 de Março de 2015, sociedades dominadas pelo Administrador Armando Leite de Pinho detinham 7 - 856 695 acções representativas de 0.54% do capital do BPI. Pessoas relacionadas por laços familiares e sociedades com as mesmas ligadas detinham participações que, somadas às anteriormente mencionadas, ascendem a 30 109 237 acções, representativas de 2.07% do capital do BPI. Tal não significa, de acordo com a informação de que o Banco dispõe, que a referida agregação configure uma participação qualificada no capital do BPI nos termos do artigo 16.º e seguintes do Código dos Valores Mobiliários.

7 - Participação detida através da Norsocia SGPS, S.A. e da Ascendum España S.L., detidas, respectivamente, a 100% e 50% pelo Grupo Nors (antiga Auto-Sueco, Lda) em 31 de Dezembro de 2014. Estas empresas detinham em 31 de Março de 2015, respectivamente, 11 050 105 e 11 084 734 acções do Banco BPI, representativas de 0.758% e 0.761% do capital social do Banco BPI.

Anexo 2

PHAROL - Participações qualificadas⁶⁸

Accionistas com participação qualificada e distribuição geográfica da base accionista:



DATA DO REPORT	A CIONISTAS	Nº. DE AÇÕES	% DO CAPITAL	% DE DIREITOS DE VOTO
12 nov 14	<u>Novo Banco</u>	112702533	12,6%	12,6%
31 mai 12	<u>Telemar Norte Leste S.A.</u>	89651205	10,00%	10,00%
14 ago 15	<u>Banco Comercial Português, S.A.</u>	55304969	6,16%	6,16%
06 fev 12	<u>Norges Bank</u>	44442888	4,96%	4,96%
02 jan 14	<u>Grupo Visabeira</u>	23642885	2,64%	2,64%

⁶⁸ Cfr. <http://pharol.pt/pt-pt/a-empresa/Paginas/principais-acionistas.aspx>

Anexo 3EDP - Titulares de participações qualificadas e direitos de voto⁶⁹

30 de Novembro de 2015

ACCIONISTA	Nº. Acções	% Capital	% Voto Exercitáveis
República Popular da China *	853842738	23,3511%	23,3511%
China Three Gorges ⓘ	780633782	21,35%	21,35%
Guoxin International Investment Co., Ltd	73208956	2,0021%	2,0021%
Capital Group Companies, Inc. ⓘ	624089919	17,07%	17,07%
Oppidum ⓘ	263046616	7,19%	7,19%
BlackRock, Inc. ⓘ	182733180	5,00%	5,00%
Senfora BV ⓘ	148431999	4,06%	4,06%
Grupo BCP + Fundo de Pensões do Grupo BCP ⓘ	89139594	2,44%	2,44%
Sonatrach ⓘ	87007443	2,38%	2,38%
Qatar Investment Authority ⓘ	82868933	2,27%	2,27%
EDP (Acções próprias)	22274972	0,61%	-
Restantes Accionistas	1303102331	35,64%	
Total	3656537715	100,00%	

Nota: Para efeitos de determinação da percentagem de 25% dos votos que podem ser emitidos por um accionista, são considerados os direitos de voto de outras entidades que lhe sejam imputáveis nos termos do n.º 1 do artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários.

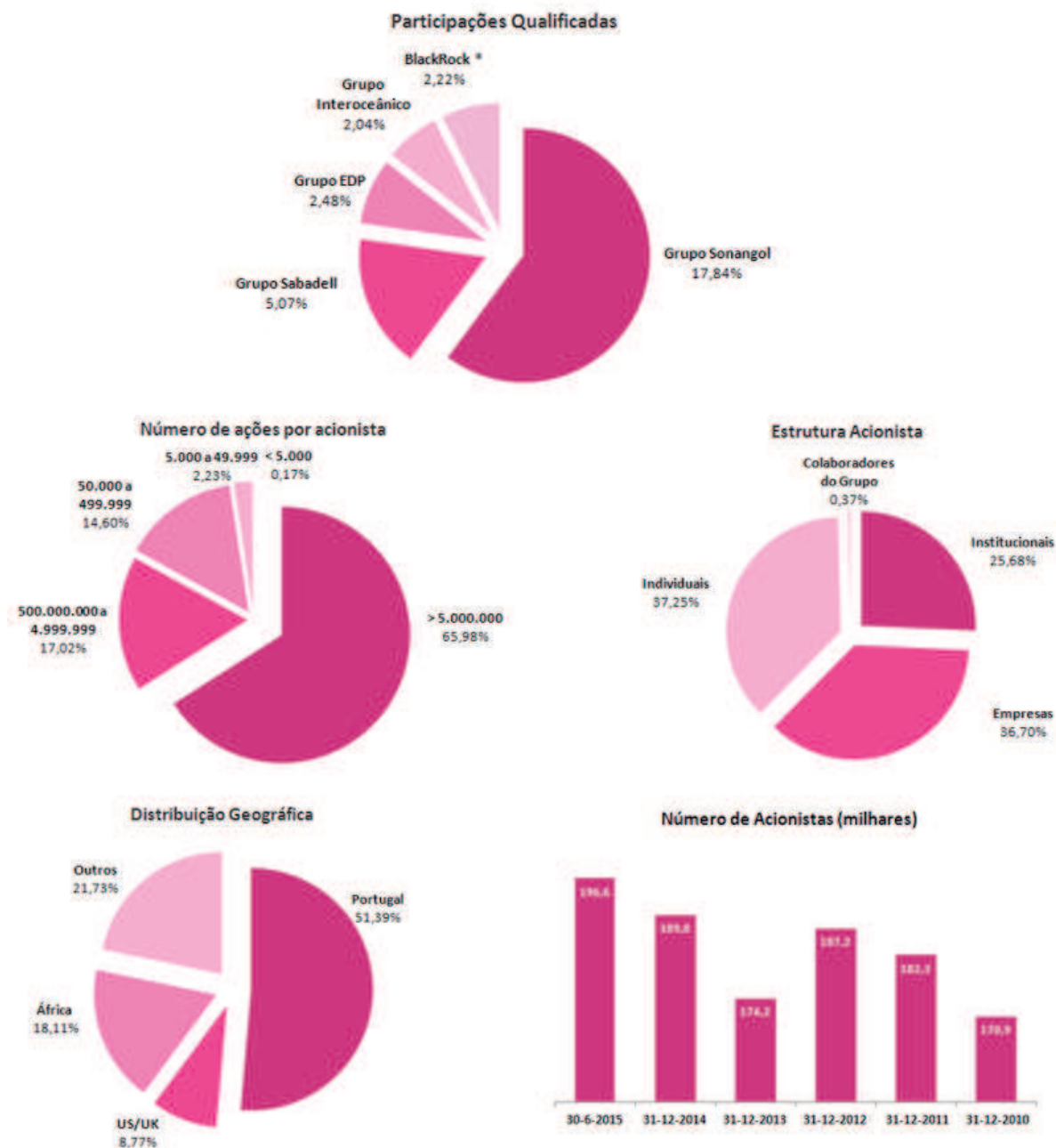
De acordo com o disposto no n.º 3 do Art. 14º do Contracto de Sociedade da EDP não serão considerados os votos, emitidos por um accionista, em nome próprio ou como representante de outro, que excedam 25% da totalidade dos votos correspondentes ao capital social.

⁶⁹ Cfr. <http://www.edp.pt/pt/investidores/accaoedp/estruturaaccionista/Pages/ShareholderStructure2.aspx>

Anexo 4

BCP - Estrutura accionista⁷⁰

Posição a 30 de junho de 2015



* De acordo com a última informação disponível (24 de julho de 2014).

⁷⁰ Cfr. <http://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/investidores/Pages/EstruturaAcionista.aspx>

Accionista	Nº Ações	% do Capital Social	% dos Direitos de voto
Grupo Sonangol	10534115358	17,84%	17,84%
Grupo Sabadell	2994863413	5,07%	5,07%
Grupo EDP	1465741918	2,48%	2,48%
Grupo Interoceânico	1203994374	2,04%	2,04%
BlackRock *	1308152656	2,22%	2,22%
Total de Participações Qualificadas	17506867719	29,65%	29,65%

* De acordo com a última informação disponível (24 de julho de 2014).

Em 29 de outubro de 2015, o Banco informou ter recebido uma comunicação do UBS Group AG, com a indicação que a 23 de outubro de 2015 passou a ter uma participação qualificada no BCP, detendo 1.186.461.444 ações representativas de 2,01% do capital social e dos direitos de voto do Banco.

Anexo 5

REN - Estrutura accionista⁷¹



⁷¹Cfr. http://www.ren.pt/pt-PT/investidores/estrutura_accionista/

