

Faculdade de Direito e Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais da
Universidade Católica Portuguesa



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

OPA e a Limitação Estatutária ao Exercício dos Direitos de Voto

*A constituição do dever de lançamento de OPA a partir da atribuição do direito de voto
às Acções Preferenciais sem Voto e as blindagens estatutárias*

Mestrado em Direito e Gestão

Aluno:

Bernardo Maria Ribeiro de Almeida da Silveira (n.º 142713027)

Orientador:

Prof. Jorge Brito Pereira

Lisboa

Setembro de 2015

Lista de Abreviaturas

AEM	Associação de Emitentes Portugueses
AG	Assembleia Geral
Art.	Artigo
APSV	Acções Preferenciais sem Direito de Voto
Cfr.	Confrontar
CIRE	Código da Insolvência e Recuperação de Empresas
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DdOPA	Directiva 2004/25/CE, de 21 de Abril de 2004
DdTransparência	Directiva 88/627/CEE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de Dezembro, de 1988
ESMA	European Securities and Markets Authority
IPCG	Instituto Português de Corporate Governance
Ob.cit.	Obra Citada
OPA	Oferta Pública de Aquisição
OPS	Oferta Pública de Subscrição
N.º	Número
p.	Página
pp.	Páginas
TJUE	Tribunal de Justiça da União Europeia
S.A.	Sociedade Anónima
ss.	Seguintes
v.	Ver
v.g.	Por exemplo/nomeadamente

vol.

Volume

Índice

1. Introdução	5
2. Apresentação do Caso – INAPA	6
3. Das Acções com Direitos Especiais	7
3.1 <i>Empty Voting Shares</i>	9
3.2 As Acções Preferenciais Sem Voto.....	10
3.3 Fim e natureza das acções preferenciais sem voto	11
3.4 Dividendo prioritário	12
3.5 A recuperação do direito de voto perante a não distribuição do dividendo prioritário, obrigatório e cumulativo.....	14
3.6 Cômputo dos votos das acções preferenciais sem voto, para efeitos da constituição de um dever de lançamento de OPA obrigatória.....	15
4. O dever de lançamento de OPA obrigatória e os seus fundamentos.	17
4.1 A Directiva 2004/25/CE, de 21 de Abril de 2004 (Directiva da OPA)	25
4.2 O regime da OPA obrigatória no ordenamento jurídico português	27
4.3 Imputação dos direitos de voto.....	29
4.3.1. O Artigo 20.º, n.º1, alínea b) do CVM.....	32
4.4 O pressuposto material - As relações de domínio (e o conceito de “influência dominante”) ou de grupo.....	34
5. Técnicas de exclusão do dever de lançamento de OPA - A prova do domínio negativo e a Suspensão.	38
5.1 <i>Voting Caps</i>	41
5.2 Posição da CMVM.....	43
6. Conclusões.....	47
Anexo I.....	50
Bibliografia.....	51

Aos meus avôs, Leonardo Ribeiro de Almeida e Mário Silveira, pelos exemplos que sempre nos deram de amor à verdade, sentido de justiça e uma enorme consciência cívica.

“Mal está o país em que para instituir a Democracia, a primeira coisa que faz é abrir mão dos seus Mestres.”

(frase proferida por Leonardo Ribeiro de Almeida aquando do saneamento dos Professores da Faculdade de Direito de Lisboa, após o 25 de Abril.)

1. Introdução

No presente trabalho vamo-nos debruçar sobre o *dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição obrigatória*¹, analisando os aspectos seguintes:

- (i) O dever de lançamento de OPA obrigatória e os seus fundamentos;
- (ii) A Directiva 2004/25/CE, de 21 de Abril de 2004 (Doravante “DdOPA”);
- (iii) O regime da OPA obrigatória no ordenamento jurídico português;
- (iv) O sistema de imputação dos direitos de voto;
- (v) O artigo 20, nº 1, alínea b) do Código de Valores Mobiliários² e o seu pressuposto material – As relações de domínio (e o conceito de “influência dominante”) ou de grupo;
- (vi) Técnicas de exclusão do dever de lançamento de OPA – A prova de domínio negativo e a suspensão;
- (vii) Limitações aos direitos de voto (*voting caps*);

Sem prejuízo dos temas acima referidos, que constituir-se-ão como os aspectos principais que analisaremos no presente estudo, começaremos por abordar o caso específico das Acções Preferenciais sem Voto³ e os deveres que poderão nascer na esfera jurídica dos respectivos titulares, na eventualidade de a estas acções virem a ser atribuídos direitos de voto, face aos pressupostos formais de cuja verificação resulta o dever do participante proceder ao lançamento de uma OPA obrigatória.

Tentaremos responder à questão se no momento em que esses votos ressuscitam na esfera jurídica do participante, os mesmos deverão ser valorados, nos termos e para os efeitos dos artigos 20.º, 21.º e 187.º do CVM.

Para o efeito, e com vista a melhor ilustrar tais situações, faremos uma referência breve a um caso real, ocorrido no ano de 2014, na sociedade INAPA, que de seguida apresentaremos por forma a isolar analiticamente as questões que irei analisar neste trabalho.

Por último e atenta a sua actualidade abordaremos a questão das blindagens estatutárias (*voting caps*) e o seu impacto no equilíbrio e normal funcionamento dos mercados de capitais.

¹ (doravante “OPA”)

² (doravante “CVM”)

³ (doravante “APSV”)

2. Apresentação do Caso – INAPA

No dia 21 de Setembro de 2011 e no âmbito da autorização aprovada na assembleia geral de accionistas da INAPA, de 6 de Abril de 2011, o conselho de administração desta empresa deliberou a emissão, com Oferta Pública de Subscrição⁴, de até 416.666.666 acções preferenciais sem direito de voto tituladas ao portador e sem valor nominal, com vista a proceder a um aumento do capital social⁵ desta sociedade, em 21 de Outubro de 2011, de € 150.000.000 para até € 225.000.000.

As acções preferenciais emitidas foram oferecidas à subscrição com um preço unitário de € 0,18, correspondente ao valor de emissão e conferindo o direito a um dividendo prioritário de 5% do respectivo valor nominal de emissão, nos termos do artigo 341.º do Código das Sociedades Comerciais⁶, ou seja, € 0,0009, retirados dos lucros que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º daquele código, fossem distribuídos aos accionistas. Os accionistas Banco Comercial Português, S.A. (“BCP”), o Fundo de Pensões do grupo BCP e ainda a Parcaixa SGPS, S.A. (“Parcaixa”), assumiram o compromisso irrevogável de subscrever, respectivamente, 30.192.811, 45.810.827 e 60.000.000 mil acções preferenciais, num total de 136.003.638 acções⁷.

O período de subscrição da respectiva OPS ocorreu entre os dias 29 de Setembro e 14 de Outubro de 2011, tendo a INAPA emitido trezentos milhões novecentos e oitenta mil quatrocentas e quarenta e uma APSV, subscritas pelas sociedades Parpública – Participações Públicas (SGPS), S.A. (Parpública), a Parcaixa, CGD Pensões – Sociedade Gestora de Fundos de Pensões S.A. (CGD), o BCP e Banco Espírito Santo, S.A. (BES). Os dividendos prioritários inerentes àquelas acções não foram distribuídos nem no exercício de 2012, nem no exercício de 2013, o que nos termos do artigo 342.º, n.º 3, do CSC, conferiu às acções preferenciais o direito de voto.

Assim, e apesar de estas acções manterem o seu privilégio patrimonial, ao ser atribuído o direito de voto aos seus titulares, estas passaram a ser equiparadas às acções ordinárias⁸, sendo imputados à Parpública⁹ direitos de voto representativos de 10.88%

⁴ (doravante “OPS”)

⁵ <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd21422.pdf> (aviso para o exercício de direitos de subscrição no aumento de capital).

⁶ (doravante “CSC”)

⁷ http://www.inapa.pt/uploads/cms/20110923184316_prospecto_inapa.pdf (prospecto - 22/09/2011)

⁸ v. Artigo 13.º, n.ºs 1 e 5 dos Estatutos da INAPA.

do capital social da INAPA, à Caixa Geral de Depósitos (CGD) direitos de voto representativos de 33,02% do referido capital social, correspondente à soma das participações detidas pela Parcaixa e CGD. Por sua vez, o BES passou a deter direitos de voto representativos de 6,11% no mesmo capital social e o BCP direitos de voto representativos de 13,81% correspondentes à soma da participação detida directamente e aquela de que Fundo de Pensões do Grupo BCP, era titular.

Como a Parcaixa é detida pela CGD, que por sua vez é accionista maioritária da Parpública, detendo 51% do seu capital social, eram-lhe imputáveis 43,90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da INAPA, tendo a CMVM informado a CGD, que nos termos do artigos 187.º e 20º, n.º, al. b) estava esta constituída no dever de lançamento de uma OPA sobre a totalidade do capital social da INAPA, a não ser que, nos termos do n.º 2 do artigo 187.º, esta fizesse prova negativa do domínio, ilidindo a presunção que sobre si impendia, eximindo-se, conseqüentemente, do dever de lançamento de uma OPA.

3. Das Acções com Direitos Especiais

Nas palavras de ENGRÁCIA ANTUNES “*As acções são valores mobiliários, emitidos por sociedades anónimas, representativas da participação social do accionista.*”¹⁰

O conceito de acção apresenta-se no entanto como um conceito polissémico¹¹ e complexo, podendo o mesmo ser compreendido em quatro sentidos distintos¹², nomeadamente, (i) como participação social, (ii) como fracção do capital, (iii) como documento que titula a condição de accionista e permite a sua transmissão e (iv) como instrumento financeiro transaccionável no mercado de capitais¹³.

⁹[http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM_\(PT\)/20140502104958_20130502_participacao_Parpublica.pdf](http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM_(PT)/20140502104958_20130502_participacao_Parpublica.pdf)

¹⁰ENGRÁCIA ANTUNES, “*Os Valores Mobiliários: conceito, espécies e regime jurídico*”, in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*, ISSN 1645-1430. Ano 5, Coimbra Editora 2008, p. 107.

¹¹OLIVEIRA ASCENÇÃO, “*As Acções, Direito dos Valores Mobiliários*”, vol. II, 1.º Edição, Coimbra Editora 2011, p. 61.

¹²OLIVEIRA ASCENÇÃO, *ob. cit.*, p. 61; PAULO OLAVO CUNHA “*Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Acções Privilegiadas*”, 1.º Edição, Almedina, Coimbra 1993, p. 141 e ENGRÁCIA ANTUNES, *ob. cit.*, p. 107.

¹³ENGRÁCIA ANTUNES, *ob. cit.*, p. 107.

O capital social de uma sociedade anónima é dividido por acções. Um accionista, ao adquirir uma acção representativa de uma participação social na sociedade¹⁴, está a investir num valor mobiliário que integra um conjunto unitário de direitos, obrigações e outras posições jurídicas perante a sociedade anónima emitente. Sendo nos direitos e nas obrigações que aquelas conferem que reside a diferença entre as acções ordinárias e as acções especiais¹⁵.

De acordo com PAULO OLAVO CUNHA¹⁶ “*As acções ordinárias são as acções que integram os direitos e as obrigações que a lei atribui, imperativa e supletivamente, quantitativa e qualitativamente, às acções em geral.*”.

As acções ordinárias traduzem a situação típica comum do accionista no âmbito de uma sociedade por contraposição com as acções especiais, que se caracterizam por referência àquelas na medida em que incorporam direitos e/ou obrigações especiais nos termos previstos no contrato de sociedade.

Em determinadas situações¹⁷, os direitos especiais atribuídos a uma determinada categoria de acções conferem, ao titular dessa acção, uma posição privilegiada de natureza patrimonial ou não patrimonial (pessoal), relativamente aos demais sócios que integram a sociedade, sendo que as APSV, sobre as quais nos iremos debruçar de seguida, se caracterizam por o seu benefício surgir por referência a um privilégio patrimonial¹⁸. Nesse sentido, o artigo 302.º, n.º 2, do CSC, antecipa, a título exemplificativo (“nomeadamente”)¹⁹, algumas vantagens patrimoniais, designadamente, na distribuição de dividendos e partilha do activo.

¹⁴ Para PAULO OLAVO CUNHA, *ob. cit.*, p. 142, a acção como participação social, é o único conceito inteiramente válido, na medida em que a acção não se corporiza necessariamente num título (ex. acções escriturais) e a ideia de acção enquanto fracção de capital está condenada pela criação de acções sem valor nominal, passando estas a ser, quanto muito, “expressão do valor da participação social” e não uma “fracção do capital”.

¹⁵ ENGRÁCIA ANTUNES, *ob. cit.*, pp. 107 a 117.

¹⁶ PAULO OLAVO CUNHA, *ob. cit.*, p. 143.

¹⁷ COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, 4.º Edição, Almedina 2011, pp. 210 a 219.

¹⁸ V. PAULO OLAVO CUNHA, *ob. cit.*, p. 143 e OLIVEIRA ASCENSÃO, *ob. cit.*, p.70.

¹⁹ JOÃO LABAREDA, “*Das Acções na Sociedades Anónimas*”, Associação Académica da Universidade de Lisboa, 1988, pp. 49 e 50.

3.1 *Empty Voting Shares*

Actualmente, deparamo-nos com diversos instrumentos financeiros em que existe uma clara dissociação entre os direitos de voto e os direitos económicos. O termo “*empty voting*” foi utilizado pela primeira vez nos EUA²⁰, denunciando na altura as situações em que se verificava uma desagregação entre o direito de voto e os direitos económicos do accionista. Esta possibilidade vem enfraquecer, por um lado aqueles que defendem efusivamente o princípio de uma acção, um voto, e por outro, ameaça a integralidade das decisões tomadas pelos accionistas de uma empresa numa assembleia geral (doravante “AG”). Os instrumentos financeiros mais comuns e que hoje melhor descrevem esta realidade são: (i) *borrowing shares* ou empréstimo de acções (*stock lending*); (ii) a compra de acções e venda de acções equivalentes ou derivados financeiros a descoberto por forma a cobrir a exposição económica do accionista-investidor (*Hedging*); (iii) a compra ou empréstimo de acções seguida da venda entre a data de registo das mesmas e a realização da AG de accionistas (*record date capture and post record date trade*).

Ao longo da última década, algumas questões se têm levantado relativamente a estes tipos de instrumentos e às *empty voting shares*, acordando os participantes dos diversos mercados de capitais e os supervisores, dos diferentes Estados-Membros, na necessidade da União Europeia regular esta realidade económico-jurídica com que hoje nos deparamos, promovendo uma maior transparência do mercado,²¹.

Contudo, e apesar de termos consciência que a “engenharia” económico-financeira e os diferentes tipos de instrumentos criados acentuaram a possibilidade de desagregar o direito de voto e os respectivos direitos económicos (ou *equity interest*) de uma acção representativa do capital social de uma empresa cotada, o nosso foco centrar-se-á nas APSV e no seu regime, consagrado nos artigos 341.º a 344.º do CSC, que constituem uma das categorias especiais de acções existentes, tal como exposto supra, no ordenamento jurídico português.

²⁰ Henry T.C. & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 *Southern California Law Review* 811 (2006).

²¹ Para uma melhor compreensão sobre este tema v. CARL CLOTTENS, *Empty Voting: A European Perspective*, *ECFR 2012*, pp. 446-483 e MAZARS, *Study conducted for the European Commission on the application of selected obligations of directive 2004/109/EC*, 2009, pp. 126 e 127.

3.2 As Acções Preferenciais Sem Voto

De acordo com OSÓRIO DE CASTRO as APSV são “*acções desprovidas de direito de voto e que, em contrapartida, desfrutam de privilégios a nível patrimonial: conferem direito a um dividendo prioritário, não inferior a 5% do respectivo valor nominal, retirado dos lucros distribuíveis e ao reembolso prioritário do seu valor nominal na liquidação da sociedade.*”²²

Retira-se assim da definição de OSÓRIO DE CASTRO, que esta categoria especial de acções, por comparação com o âmago das acções ordinárias, abarca duas modificações: uma positiva e outra negativa. Por um lado, o acréscimo de privilégios patrimoniais e por outro, a supressão²³ do direito de voto²⁴, conferindo no mais “*todos os direitos inerentes às acções ordinárias*”²⁵.

A existência deste binómio vantagem-desvantagem²⁶ acaba por distinguir a existência de um determinado tipo de accionistas ou associados para quem apenas interessa o lado patrimonial das acções enquanto “produto financeiro”, e já não a acção enquanto participação social que permite aos accionistas intervirem na gestão, ou terem o controlo da sociedade²⁷.

Assim, o sócio está na disposição de restringir o seu poder de participação na sociedade, limitando o seu direito de voto através da obtenção de uma posição privilegiada na repartição dos dividendos da mesma e no reembolso do valor nominal, em caso de liquidação da sociedade.

²² OSÓRIO DE CASTRO, “*Acções Preferenciais Sem Voto*”, in *Problemas de Direito das Sociedades*, Almedina, 2ª Reimpressão, Julho de 2002, p. 281.

²³ Em rigor, a privação do direito de voto nas APSV não é absoluta, na medida em que a mesma não se estende à assembleia especial composta pelos titulares de APSV, e poderá, eventualmente, não ser definitiva, se estiverem verificados os pressupostos do artigo 342º, n.º 3, do CSC. Neste sentido, OSÓRIO DE CASTRO, *ob. cit.*, p. 304.

²⁴ RAÚL VENTURA, *Ofertas públicas de aquisição e de venda de valores mobiliários in Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas - comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 1992, p. 429

²⁵ Artigo 341.º, n.º 3, do CSC.

²⁶ JOÃO LABAREDA, *ob. cit.*, p. 57 e CARLOS OLAVO, “*O Dividendo Prioritário nas Acções Preferenciais Sem Voto*” in *Revista O Direito*, Ano 127º (1995), III-IV, Editora Internacional, p. 377.

²⁷ JOÃO LABAREDA, *ob. cit.*, pp. 57 a 59 e VIEIRA PERES, *Acções Preferenciais Sem Voto*, in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Out – Dez 1988, ano XXX (III da 2.ª Série), n.º 4, Almedina, p. 332.

3.3 Fim e natureza das acções preferenciais sem voto

Como foi referido anteriormente, os sócios de uma sociedade que normalmente manifestam o seu interesse nesta categoria de acções fazem-no numa óptica de investimento num “produto financeiro” que integra um *superavit*²⁸ patrimonial para o seu titular. Desta forma, os direitos patrimoniais que integram esta categoria de acções acabam por atrair investidores que, de outra forma, nunca seriam atraídos pela perspectiva de investimento nas acções ordinárias²⁹.

Os investidores estarão interessados, em primeiro lugar e ao subscrever acções desta categoria, apenas em ter retorno com o seu investimento, sem qualquer tipo de interesse na gestão da empresa³⁰. De igual modo, os accionistas que compõem a estrutura accionista da sociedade e que queiram preservar a sua posição de gestão verão assegurada essa continuidade, sem prejudicar a estabilidade financeira da mesma.

Relativamente à natureza jurídica desta categoria de acções especiais, a resposta parece não acarretar grandes dificuldades. Dispõe o artigo 341.º n.º 3, do CSC: “As acções preferenciais sem voto conferem, além dos direitos previstos no número anterior, todos os direitos inerentes às acções ordinárias, excepto o direito de voto.”. Por vezes levantam-se dúvidas quanto à verdadeira natureza das APSV devido ao facto de serem acções sem voto o que, na *praxis* societária, parece resultar numa enorme contradição, sendo difícil de harmonizar esta categoria de acções com o postulado basilar da *affectio societatis*, se pensarmos que a qualidade de accionista tem estado sempre indubitavelmente ligada ao direito de participar e votar na assembleia geral³¹.

No entanto, parece ser unânime³² na doutrina portuguesa que estamos perante acções em sentido próprio, pois não só a lei assim expressamente o diz, como também o regime a que estas estão sujeitas.

Com efeito, o regime das APSV surge por referência ao regime das acções ordinárias e, se é verdade que o direito de voto inerente àquelas se encontra em estado de

²⁸ VIEIRA PERES, *ob. cit.*, p. 361.

²⁹ RAÚL VENTURA, *ob. cit.*, p. 420.

³⁰ OSÓRIO DE CASTRO, *ob. cit.*, p. 281.

³¹ VIEIRA PERES, *ob. cit.*, p. 330.

³² Apenas PINTO COELHO, na sua obra *Estudos sobre as acções das sociedades anónimas*, in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, n.º 3087, ano 89.º (1957), p. 274, sem chegar a fazer uma equiparação entre eles, aproxima o accionista preferencial sem voto dos obrigacionistas, atendendo às finalidades subjacentes à subscrição de uma e outra figura jurídica.

quiescência, também é verdade que elas integram todos os direitos patrimoniais e a grande maioria dos direitos políticos ou pessoais que integram as acções ordinárias³³. Para além disso, o titular desta categoria de acções é um verdadeiro sócio/accionista. Segundo MENEZES CORDEIRO³⁴ o accionista titular de APSV “*correrá os riscos inerentes ao comércio. A diminuição do capital ser-lhe-á repercutida, tal como sucede a qualquer outro accionista.*”, ainda que seja detentor de um privilégio de natureza patrimonial que só se irá manifestar nos termos legalmente prescritos no CSC.

3.4 Dividendo prioritário

As APSV comportam um duplo privilégio patrimonial, designadamente: **1)** a um **dividendo prioritário, obrigatório e cumulativo**³⁵ que nos termos do artigo 341.º, n.º 2, do CSC, não deverá ser inferior a 5% do respectivo valor nominal, e retirado dos lucros que, nos termos dos artigos 32.º e 33.º, da mesma lei, possam ser distribuídos aos accionistas; **2)** e o direito ao **reembolso prioritário** do valor nominal das acções, no caso de se verificar a liquidação da sociedade.

A preferência na repartição periódica dos lucros surge de modo a evitar que a postergação do direito de voto tenha, como contrapartida, um privilégio insignificante do ponto de vista patrimonial³⁶. Nas palavras de RAÚL VENTURA, “*ao ligar a privação do direito de voto aos privilégios patrimoniais das acções, o legislador mostra ter tomado estes como contrapartida daquela*”³⁷. Assim, por comparação com os restantes accionistas (ordinários) da sociedade e caso se verifique que os lucros a distribuir pela sociedade são manifestamente irrisórios, estes serão sempre distribuídos em primeiro lugar ao accionista detentor de APSV, ou seja, o detentor desta categoria de acções terá sempre uma maior probabilidade de quinhoar nos lucros a distribuir pela sociedade em relação aos demais.

³³ELDA MARQUES, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V (arts. 271.º a 372.º - B), coordenado por COUTINHO DE ABREU, Almedina 2012, p. 616 e VIEIRA PERES, *ob. cit.*, pp. 340 a 342.

³⁴MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades II – Das Sociedades em Especial – 2006*, 1.ª Edição, Almedina, 2006, p. 682.

³⁵OSÓRIO DE CASTRO, *ob. cit.*, pp. 303 a 307.

³⁶RAÚL VENTURA, *ob. cit.*, p. 430 e VIEIRA PERES, *ob. cit.*, pp. 364 e 365;

³⁷RAÚL VENTURA, *ob. cit.*, p. 434.

Findo um determinado exercício social, a sociedade poderá ter, ou não, lucros para distribuir pelos seus accionistas. Quer isto dizer, que aquando da constituição do direito ao dividendo na esfera jurídica dos accionistas prioritários, poderá ocorrer uma de três situações:

1. O lucro da sociedade esgota-se com o dividendo prioritário;
2. O lucro da sociedade não é suficiente para assegurar o pagamento integral do dividendo prioritário a que cada accionista tem direito;
3. O lucro da sociedade é suficiente para liquidar integralmente o dividendo prioritário e também os dividendos dos accionistas ordinários.

Relativamente à terceira hipótese, a doutrina diverge³⁸ no que concerne à forma como se processa a distribuição dos dividendos excedentários, após ter sido acautelado o pagamento do dividendo aos accionistas prioritários.

Na minha opinião, à face da lei e atendendo ao fim para o qual as mesmas foram criadas (exposto em 3.2), as APSV, enquanto categoria de acções com direitos especiais, caracterizam-se por serem dotadas de um privilégio patrimonial acrescido relativamente aos demais accionistas da sociedade. De outra forma, e caso existissem dividendos suficientes para distribuir por todos os accionistas da sociedade, estes (accionistas preferenciais e ordinários) acabariam por receber dividendos no mesmo montante. Ora, atendendo ao facto que as APSV se apresentarem como “*instrumento de aumento (e abertura) de capital com estabilidade de poder*”³⁹, sendo-lhes postergado o direito de voto e outros direitos políticos⁴⁰ que, estando de tal forma conexos com o direito voto, também justifiquem restrições ao seu exercício, é meu entendimento que as APSV

³⁸ OSÓRIO DE CASTRO, in *ob. cit.*, pp. 304 e 305 (no mesmo sentido, VIEIRA PERES e RAÚL VENTURA) afirma que o dividendo em causa não é necessariamente um dividendo superior ou adicional, mas um dividendo que deve ser atribuído prioritariamente aos titulares de acções sem voto; já PAULO OLAVO CUNHA, in *ob. cit.*, pp. 370 a 372 (no mesmo sentido, JOÃO LABAREDA, ABILIO NETO e CARLOS OLAVO) defende que apurados os dividendos que caibam às APSV, o restante lucro distribuível se ainda existir, será partilhado igualmente por todas as acções, nele participando em plena igualdade com as acções ordinárias, as acções preferenciais agora no exercício de um direito geral.

³⁹ OSÓRIO DE CASTRO, *ob. cit.*, pp. 281.

⁴⁰ Nas palavras de VIEIRA PERES, *ob. cit.*, p. 357: “*nenhum interesse legítimo haverá que justifique que, a quem não é reconhecido o direito de votar, seja permitido provocar uma deliberação social ou determinar o conteúdo da ordem de trabalhos da assembleia.*”.

deverão conferir sempre “o direito a um dividendo prioritário”⁴¹ **e superior**, em relação aos accionistas ordinários. Caso contrário, e atendendo à teleologia do artigo 341.º do CSC, qual seria a real vantagem patrimonial para o accionista sem direito de voto em relação aos demais accionistas? Qual seria o aliciante inerente à subscrição desta categoria de acções, para o accionista-investidor sem direito de voto, se no momento em que fossem distribuídos os dividendos, aquele acabasse por ser compensado no mesmo valor que os accionistas ordinários?

Neste contexto, aderimos à posição apresentada por JOÃO LABAREDA, em que “apurado um certo lucro do exercício, que seja distribuível nos termos gerais, dele se retira de imediato a parte destinada a remunerar as acções preferenciais. E seguidamente, se ainda restar algo mais a distribuir, segue-se o processo normal, com a particularidade de as acções privilegiadas serem então consideradas acções ordinárias, participando como as demais nessa distribuição.”⁴². Salvo melhor opinião, entendemos que só assim se assegurará uma vantagem patrimonial capaz de atrair accionistas-investidores que subscrevam esta categoria de acções, contrabalançando de uma forma justa e atractiva a suspensão que incide sobre os direitos políticos a estas inerentes, nomeadamente, o direito de voto.

3.5 A recuperação do direito de voto perante a não distribuição do dividendo prioritário, obrigatório e cumulativo

Conforme já foi referido no número anterior, o dividendo subjacente às acções preferenciais é **prioritário e obrigatório** (cfr. artigo 342.º, n.ºs 1 e 2, do CSC)⁴³.

O dividendo é também distinguido pelo seu carácter **cumulativo**, característica que vem também consagrada, expressamente, no artigo 342.º, n.º 2, do CSC, ao estatuir que “o dividendo prioritário que não for pago num exercício social deve ser pago nos três exercícios seguintes, antes do dividendo relativo a estes, desde que haja lucros distribuíveis.”

Resulta do exposto, que se ficar por solver (total ou parcialmente) o dividendo prioritário de um exercício (primeiro exercício), e se no ano seguinte (segundo

⁴¹ Artigo 341.º do CSC.

⁴² JOÃO LABAREDA, *ob. cit.*, p. 59.

⁴³ OSÓRIO DE CASTRO, *ob. cit.*, pp. 304 e 305.

exercício), os resultados gerados forem suficientes para pagar ou acabar de pagar o dividendo em atraso, mas não a totalidade do dividendo desse ano, as APSV voltarão a conferir ao accionista prioritário o direito de voto, visto que o dividendo não foi integralmente pago pelo segundo exercício consecutivo⁴⁴.

Finalmente, de referir que o direito de voto só é perdido (de novo) no “*exercício seguinte àquele em que tiverem sido pagos os dividendos prioritários em atraso*” (artigo 342.º, n.º 3, do CSC), ou seja, no primeiro dia do ano civil seguinte àquele em que o pagamento foi efectuado, podendo o accionista prioritário até lá exercer o seu direito em todas as assembleias gerais da sociedade, seja qual for a deliberação a tomar. Admite, no entanto, VIEIRA PERES⁴⁵, que se o conselho de administração assim o entender e se estiverem verificados todos os restantes pressupostos, podem ser efectuados aditamentos por conta de dividendos do exercício em curso (artigo 297.º do CSC) de modo a liquidar dividendos em atraso. Esta medida poderá revelar-se extremamente interessante e conveniente, na medida em que anteciparia num exercício a preclusão do direito de voto e a retoma das relações de maioria anteriormente existentes.

3.6 Cômputo dos votos das acções preferenciais sem voto, para efeitos da constituição de um dever de lançamento de OPA obrigatória.

Procuraremos de seguida esclarecer em que medida a emissão de APSV, por parte de uma sociedade, afecta as regras de cômputo de votos para definição dos limiares a partir dos quais se constitui o dever de lançamento de uma OPA obrigatória.

Num primeiro momento, a resposta pode parecer simples, na medida em que o cálculo para a definição destes limiares é feito a partir dos direitos de voto correspondentes ao capital social. Quer isto dizer, que se às APSV é postergado o inerente direito de voto, então nenhum problema existe.

No entanto, a resposta não é assim tão simples. Estamos a falar de uma categoria de acções que num primeiro momento, e como já vimos, não conferem ao seu titular o direito de voto e num segundo momento poderão, efectivamente, passar a conferir esse mesmo direito nos termos e para os efeitos do artigo 342.º, n.º 3, do CSC.

⁴⁴ Neste sentido VIEIRA PERES, *ob. cit.*, pp. 379 a 388 e RAÚL VENTURA, *ob. cit.*, pp. 441 a 446.

⁴⁵ VIEIRA PERES, *ob. cit.*, p. 386.

Quando as APSV não conferem o direito de voto ao seu titular, o mesmo não deverá ser tido em conta no cômputo dos votos, de maneira a aferir se estes preenchem um dos limiares previstos no artigo 187.º do CVM. Isto porque, e como parece praticamente unânime⁴⁶, à OPA obrigatória, como iremos ver adiante, subjaz uma ideia de aquisição do controlo através do domínio efectivo dos direitos de voto representantes do capital social da sociedade. Ora, para efeitos do cômputo dos votos, nos termos dos artigos 20.º e 21.º do CVM, só deverão ser considerados aqueles sob os quais o seu titular exerce um poder efectivo de voto.

Neste contexto, as APSV no momento em que se encontram desprovidas de quaisquer direitos de voto, não deverão ser tomadas em consideração na definição do cálculo subjacente à constituição do dever de lançamento de uma OPA obrigatória⁴⁷.

Questão diferente, deriva do facto de estas acções passarem a conferir direitos de voto ao seu titular, verificados os pressupostos do artigo 342.º, n.º 3, do CSC. Uma interpretação *a contrario* do artigo 341.º, n.º 4, do CSC, parece indicar que as APSV contam para a determinação da representação do capital a partir do momento em que estas acções passem a conferir um direito de voto actual, exercível e correspondente ao capital social, passando também a ser contabilizadas para efeitos da determinação da representação do capital e, conseqüentemente, para o cômputo dos limiares nos termos do artigo 20.º do CVM e legalmente previstos no artigo 187.º do mesmo diploma. Esta interpretação parece-nos a mais indicada, na medida em que se garante a tutela dos restantes accionistas-investidores da sociedade, *máxime*, a sua confiança, que em última análise é condição essencial para o bom funcionamento do mercado. Para além disso, não é necessariamente obrigatório que a aquisição do controlo da sociedade resulte da aquisição de acções detidas por um outro accionista. Esse controlo poderá ser adquirido através da ocorrência de um facto fortuito, como é exemplo o caso em análise.

⁴⁶ BRITO PEREIRA, “A OPA Obrigatória”, Almedina 1998, pp. 215 a 219; MOREDO DOS SANTOS, “Transparência, OPA Obrigatória, e Imputação de Direitos de Voto”, 1.º edição, Coimbra editora, Maio 2011, p. 259; LOPES MARCELO, “A Blindagem da Empresa Plurissocietária”, Almedina 2002, p. 36; FERREIRA DE ALMEIDA, “OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento”, in *Estudos do Instituto de Valores Mobiliários, 2013* p. 10 e PAULO CÂMARA, “Manual de Direito de Valores Mobiliários, 2ª edição, Almedina 2011, p. 624.

⁴⁷ MOREDO DOS SANTOS, ob. cit., p.259: “não é possível exercer controlo sobre uma sociedade com base em direitos de voto que possam vir a existir no futuro, não existem no presente e, por isso mesmo, não se encontram disponíveis para ser exercidos. (...). Portanto o artigo 187.º considera tão-somente os direitos de voto actuais, desconsiderando-se aqueles que possam vir a existir no futuro.”

Porém, há quem defenda um entendimento diverso. Como ensina RAÚL VENTURA⁴⁸, “*uma situação que a própria lei considera temporária produz o efeito permanente e irreversível de o accionista adquirir por oferta pública todos os valores mobiliários que lhe forem apresentados e isso por um facto a que é estranho e que lhe foi prejudicial, como é a falta de pagamento do dividendo prioritário a que tinha direito.*”.

Aplicando-se estes ensinamentos ao caso que exemplificamos (INAPA), somos levados a concluir que a atribuição dos votos⁴⁹ às APSV constituem a CGD no dever de lançamento de OPA obrigatória sobre a totalidade do capital social da INAPA, visto que o primeiro limiar formal e legalmente previsto no artigo 187.º, do CVM, foi ultrapassado, por via das participações directas e indirectas detidas pela CGD no capital social da INAPA.

Examinaremos de seguida e com maior detalhe o regime da OPA obrigatória no ordenamento jurídico português, por forma a tentar perceber em que termos é que se processa este dever de lançamento e se existem meios de o afastar.

4. O dever de lançamento de OPA obrigatória e os seus fundamentos.

As ofertas públicas são definidas por PAULO CÂMARA como “propostas contratuais dirigidas ao público, tendo em vista a emissão, a alienação, a aquisição ou a troca de valores mobiliários.”⁵⁰.

O nosso estudo incidirá sobre a oferta pública de aquisição, mais concretamente, sobre a figura da OPA obrigatória que surge como uma limitação objectiva^{51/52} àquilo que é a normal liberdade de actuação do accionista.

Conforme se pode retirar da definição de PAULO CÂMARA, a que desde já aderimos, esta caracteriza-se por três elementos distintos, nomeadamente: (i) uma **proposta contratual**; (ii) que é **dirigida ao público**, ou seja, destinatários indeterminados; (iii) e **destinada a adquirir valores mobiliários**. De acordo com o estudo efectuado, parece

⁴⁸ RAÚL VENTURA, “*Ofertas públicas de aquisição e de venda de valores mobiliários*” in *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas (comentário ao Código das Sociedades Comerciais)*, Almedina 1992, pp. 242 e 243.

⁴⁹ [http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM_\(PT\)/20140423184045_20140423_direito_de_voto.pdf](http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM_(PT)/20140423184045_20140423_direito_de_voto.pdf)

⁵⁰ PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 559.

⁵¹ MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, pp. 177 e ss.

⁵² A limitação ao princípio da liberdade de lançamento de opas e ao próprio conteúdo da oferta surge pela primeira vez na “*rule 9 do city code on takeovers and mergers*” de 1968.

ser unânime, que verificados estes pressupostos, o respectivo titular ficará investido numa **situação jurídica passiva**⁵³, ou seja, numa situação de vinculação perante o titular do direito subjectivo inerente à relação jurídica que se estabelece. A doutrina portuguesa tem divergido, essencialmente, no que diz respeito à qualificação jurídica do dever de lançamento da OPA obrigatória, entre duas das modalidades de vinculação mais relevantes, designadamente, o dever jurídico e a obrigação.

Na minha opinião, o dever de lançamento de OPA nunca poderá ser qualificado como uma obrigação, porquanto as **obrigações em sentido próprio**⁵⁴ identificam um dever de prestação, ou seja, o devedor encontra-se numa relação do tipo obrigacional ou creditícia, à qual se contrapõe um direito de crédito; ou seja, um vínculo jurídico ao qual o oferente ficaria adstrito para com os accionistas à realização de uma prestação (artigo 397.º do Código Civil). Esta qualificação não reflecte a realidade ora em análise.

Partilhamos, assim, do entendimento de FERREIRA DE ALMEIDA^{55/56} segundo o qual este defende que *“do dever de lançamento de OPA não resulta nenhuma obrigação em sentido técnico jurídico, porque o comportamento exigido para cumprir tal dever não tem por objecto uma prestação, uma vez que a emissão de proposta (ao público) por que se consuma coloca o declarante em situação de sujeição em relação a pessoas indeterminadas.”*. Quer isto dizer, que os destinatários da oferta não são titulares de qualquer direito de crédito face ao oferente, devendo o dever de lançamento de uma OPA “obrigatória” ser qualificado juridicamente, e como a própria palavra indica, como um verdadeiro dever jurídico legal absoluto⁵⁷, na medida em que o participante adstrito a esse dever poderá adoptar, ou não, o comportamento devido, situando-se a imposição desse comportamento subjacente àquele dever no plano normativo, sendo por isso violável. Contudo, e caso se verifique que o oferente incumpriu o dever de lançamento

⁵³CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral do Direito Civil II – Fontes, Conteúdo e Garantia da Relação Jurídica*, pp.637 a 651, 4.ª edição, Universidade Católica Editora, Lisboa (2007)

⁵⁴CARVALHO FERNANDES, *ob. cit.*, p. 640.

⁵⁵FERREIRA DE ALMEIDA, *ob. cit.*, p.18.

⁵⁶No mesmo sentido, PAULO CÂMARA, in *ob. cit.*, p. 621 ao defender que o dever de lançamento de uma OPA obrigatória é um dever jurídico em sentido técnico.

⁵⁷Em sentido contrário MENEZES CORDEIRO, *“OPAs Obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização”*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, ano III (2011), n.º 4, pp. 965 a 967, afirmando que estamos perante uma obrigação jurídica específica na qual os accionistas minoritários têm *“tecnicamente, um direito de crédito (...) um direito a uma conduta humana (a uma prestação), consistente no lançamento da OPA, nas condições legais. A prestação está determinada, uma vez que os condimentos da oferta a realizar e, designadamente, o montante da contrapartida obedecem a regras fixadas na lei.”*

de uma OPA obrigatória estaremos perante um comportamento ilícito, respondendo aquele nos termos e para os efeitos do artigo 193.º do CVM⁵⁸.

As OPAs têm como principal finalidade e traço mais evidente, a aquisição, ou reforço, de uma participação que confira o controlo numa sociedade. Deste modo, a OPA obrigatória surge como um mecanismo de tutela dos interesses em confronto, por um lado, os do novo controlador, e do outro lado, os dos accionistas minoritários⁵⁹. O primeiro terá todo o interesse que o processo de aquisição seja abrangente e que comporte o menor custo possível na aquisição das participações detidas pelos diferentes accionistas minoritários; os segundos, terão todo interesse em maximizar o valor da venda e que lhes seja facultada a possibilidade, caso assim o entendam, de saírem da sociedade. Com vista a assegurar estes objectivos, entendeu o legislador que este mecanismo era o que melhor acautelava os interesses dos diversos *players* envolvidos neste tipo de operações, mas principalmente do mercado de controlo societário cujo bom funcionamento depende, essencialmente, da confiança que os investidores depositarem naquele.

O dever de lançamento de uma OPA obrigatória tem como principal finalidade a protecção dos accionistas-investidores minoritários perante os riscos inerentes⁶⁰ a uma alteração de controlo na sociedade aberta na qual são accionistas. Por isso, entendeu o legislador que a OPA obrigatória promove uma mudança de controlo mediante soluções negociadas por toda a estrutura accionista, conferindo-lhes o direito de saída da sociedade e uma partilha do prémio de controlo, caso este exista. De entre os vários riscos a que o accionista minoritário ficaria sujeito, destacamos os “*private benefits control*”^{61/62}, o que normalmente ocorre quando o novo accionista controlador prossegue os seus próprios interesses, em detrimento do interesse da sociedade e dos

⁵⁸ Para uma melhor compreensão sobre como opera a responsabilidade civil na OPA, v. MENEZES LEITÃO, “A responsabilidade civil no âmbito da O.P.A.”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 111 a 125.

⁵⁹ MOREDO DOS SANTOS, in *ob. cit.*, pp. 190 e 191 chama a atenção para o facto de entre os destinatários da OPA obrigatória podermos encontrar accionistas minoritários que poderemos qualificar como “pequenos” investidores ou “grandes” investidores.

⁶⁰ PERESTRELO DE OLIVEIRA, “OPA obrigatória e controlo indirecto”, in *Revista de Direito das Sociedades IV* (2012), 3, Almedina, 593 – 661, pp. 601 e 602: “Contudo, em todo e qualquer caso, o controlo – sem prejuízo de poder proporcionar também vantagens para a gestão societária – tem sempre perigos a si inerentes e, desde logo, o perigo de apropriação de benefícios privados pelo accionista controlador.”

⁶¹ PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, p. 602

⁶² Em sentido contrário WYMEERSCH in *A New look at the Debate About the Takeover Directive*, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-05, Ghent University, 2012, p. 8

respectivos sócios; a redução do valor de mercado das participações detidas por accionistas minoritários, visto que quanto maior for a concentração de acções no accionista controlador, menor será o interesse dos investidores adquirirem estas acções no mercado secundário e conseqüentemente, diminuindo a procura, também diminuirá o seu valor de cotação; eventualmente, a mudança dos órgãos de gestão, caso o accionista controlador assim o entenda, o que constitui uma alteração de um dos elementos fundamentais na decisão de investimento⁶³ e, conseqüentemente, a forma como o mercado irá incorporar no valor de cotação das acções essa mesma alteração, daí podendo resultar a sua depreciação e/ou apreciação.

Assim, o regime da OPA obrigatória permite que numa situação de tentativa de tomada de controlo de uma sociedade aberta⁶⁴, os respectivos accionistas minoritários tenham a possibilidade de ter uma “saída” da sociedade, bem como lhes seja assegurada uma igualdade patrimonial na partilha do prémio de controlo, através do mecanismo da contrapartida mínima a oferecer pelas acções e da proibição de ofertas parciais ou discriminatórias⁶⁵.

Neste sentido, a doutrina tem sido unânime⁶⁶ na apresentação dos princípios que fundamentam o regime da OPA obrigatória, discutindo-se apenas o mérito e pertinência com que estes são utilizados na fundamentação deste regime.

Atento o exposto, analisaremos de seguida os pressupostos seguintes:

1. A igualdade de tratamento dos accionistas;
2. A repartição do prémio de controlo;
3. A concessão de um direito de saída aos accionistas minoritários.

A **Igualdade de tratamento dos accionistas** encontra-se consagrada nos artigos 15.º (parte geral) e 112.º (regime das ofertas públicas) do CVM. Resulta deste artigo 112.º que “*As ofertas públicas deverão ser realizadas em condições que assegurem o tratamento igual aos destinatários*”. Assim, no âmbito de uma OPA obrigatória, deverá

⁶³ PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 521.

⁶⁴ Artigo 13.º do CVM.

⁶⁵ Artigo 188.º do CVM.

⁶⁶ MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, pp. 189 a 215; PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, pp. 596 a 604 e MENEZES FALCÃO, “A OPA Obrigatória”, in *Direito dos Valores mobiliários*, Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, pp. 188 a 199.

ser garantida a igualdade de tratamento entre o alienante de uma participação que confira o controlo ao oferente, e os demais accionistas⁶⁷. Este princípio concretizar-se-á na medida em que seja oferecido aos accionistas minoritários o mesmo preço que é garantido ao accionista que vende a sua posição de controlo; ou seja, se este pode vender as suas acções, por um determinado valor, e com isso provocar uma alteração nos equilíbrios intrasocietários existentes, então a mesma possibilidade de alienar pelo referido valor deverá ser concedida aos demais accionistas, para que tenham a possibilidade de saírem da sociedade nas mesmas condições.

De acordo com a jurisprudência⁶⁸ do Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE), não existe um princípio geral comunitário de igualdade de tratamento dos accionistas minoritários perante a mudança de controlo. Todavia, existe um princípio de igualdade no âmbito das situações expressamente previstas na DdOPA⁶⁹. O TJUE entende que o novo controlador deverá *“oferecer a todos os accionistas minoritários as mesmas condições que as oferecidas no momento da aquisição de uma participação que lhe conferiu ou reforçou o controlo e implica um direito correspondente de todos os accionistas de venderem as suas acções ao accionista dominante”*^{70/71}, desta feita, e em linha com o que já tinha sido dito, parece retirar-se da jurisprudência deste tribunal, que constituído o dever de lançamento de uma OPA obrigatória, prevalece a igualdade de tratamento entre os accionistas, que se reflecte na possibilidade de saída da sociedade contra o pagamento de um preço atractivo (partilha do prémio de controlo.)⁷².

Contudo, e conforme já foi referido, alguns autores põem em causa a conveniência da evocação deste princípio, de modo a justificar o sistema da OPA obrigatória. Nesse sentido, MENEZES FALCÃO⁷³ entende que o princípio da igualdade de tratamento tem incidência na relação vertical entre sociedade e accionistas e não na relação horizontal que se estabelece entre os accionistas. Com o devido respeito, não acolhemos este argumento, nem nos parece possível afirmar que numa oferta pública apenas esteja em causa a relação entre a sociedade e os seus accionistas, tal como parece resultar da

⁶⁷ MENEZES FALCÃO, ob. cit., p. 191

⁶⁸ <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=76768&doclang=PT>

⁶⁹ Artigo 3.º, n.º 1, al. a) da DdOPA.

⁷⁰ Parágrafo 55 do acórdão AUDIOLUX.

⁷¹ V. também FREDERICO MUCCIARELLI, *Equal Treatment of Shareholders and European Union Law – Case note on the Decision “Audiolux” of the European Court of Justice*, in *European Company Financial Law Review*, vol. 7, issue 1, 2012, pp. 158 a 167.

⁷² MOREDO DOS SANTOS, ob. cit., pp. 191 a 199.

⁷³ MENEZES FALCÃO, ob. cit., pp.190 a 192.

própria letra da lei (artigo 112.º), que estatui que as ofertas públicas sejam realizadas **em condições que assegurem o tratamento igual dos destinatários**, ou seja, de todos os accionistas, quer sejam ordinários ou preferenciais. O que pensamos ser de admitir, é que muitas vezes a aquisição do controlo de uma sociedade não se dá através da aquisição de acções (v.g. APSV), não constituindo dessa forma o prémio de controlo condição essencial da aquisição do domínio da sociedade, restando como fundamento somente a alteração do controlo da sociedade. Nestes casos, conseqüentemente, não se vislumbra a necessidade de garantir uma igualdade patrimonial⁷⁴ a todos os accionistas, podendo a igualdade, por isso, e na nossa opinião, não ser considerada por si só um fundamento, mas será sem dúvida um pressuposto basilar do regime das ofertas públicas, tal como se depreende da conjugação dos artigos 112.º e 188.º do CVM.

O **prémio de controlo** consiste na diferença positiva entre o preço unitário pago para adquirir o controlo e o preço que seria pago pela mera soma de valores das acções individualmente consideradas⁷⁵.

Tal como referimos no ponto anterior, a igualdade patrimonial entre todos os accionistas concretiza-se, legal e equitativamente, através da aplicação do artigo 188.º do CVM, ao fixar, com o recurso a regras legais injuntivas mínimas, insusceptíveis de serem afastadas por vontade do novo controlador, a contrapartida mínima a oferecer a todos os accionistas minoritários. Assim sendo, o novo controlador, no âmbito do lançamento de uma OPA obrigatória, deverá oferecer a todos os accionistas o mesmo preço que pagou no âmbito da aquisição do domínio sobre a sociedade, garantindo-se assim, aos accionistas minoritários, a possibilidade de estes alienarem as suas acções em condições iguais às que foram alienadas as do accionista controlador.

Deste entendimento⁷⁶ e opção legislativa⁷⁷, *máxime*, do artigo 188.º, n.º 1, al. a) do CVM, a idealização do prémio de controlo como um verdadeiro bem da sociedade e, indirectamente de todos os accionistas, e considerando que aquele não é exclusivo do detentor de controlo, assenta numa ideia de justiça distributiva, contribuindo para fortificar a confiança dos investidores no mercado de capitais, permitindo aos

⁷⁴ Sobre a igualdade na fixação da contrapartida em sede de OPA Obrigatória, v. SOARES DA SILVA, *Mandatory Bid Rule e Alternativa necessária em dinheiro: nota sobre o artigo 188.º, 3, do Código dos Valores Mobiliários*, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Inocêncio Galvão Telles*, vol. IV, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 1031 a 1054.

⁷⁵ MENEZES FALCÃO, *ob. cit.*, p. 193.

⁷⁶ PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, pp. 644 e 645

⁷⁷ Decreto-lei 486/99, de 13 de Setembro, n.º 12, do Preâmbulo que aprova o CVM.

accionistas minoritários alienarem as suas acções por um valor que incorpora o prémio pago ao accionista controlador⁷⁸. A própria DdOPA consagra expressamente a igualdade de tratamento entre accionistas através da fixação da contrapartida a pagar aos accionistas minoritários, nos termos do artigo 5.º, n.º 4, deste diploma legal.

Ainda assim, parece-nos que a repartição do prémio de controlo não é um traço essencial nas OPAs obrigatórias. Sobretudo porque o ordenamento jurídico português admite que a aquisição do controlo resulte de um caso fortuito (v.g. APSV), sem que haja aquisição de acções por parte do accionista que adquiriu uma posição de controlo, mas também porque nem sempre se verifica uma valorização da cotação das acções da sociedade visada no momento em que uma OPA é lançada⁷⁹. Podendo mesmo a intermediária financeira desta operação avaliar a empresa num valor inferior àquele que é definido pelo mercado, não sendo certo que se venha a verificar um benefício para os accionistas da sociedade visada no momento e após o lançamento da oferta.

Em suma, o que resulta da lei é que, caso exista um prémio de controlo, no âmbito de uma OPA obrigatória, esse mesmo prémio deverá ser repartido por todos os accionistas. O princípio da igualdade de tratamento dos accionistas também se realiza, *a posteriori*, na possibilidade concedida aos accionistas minoritários para alienar as suas acções, caso se dê uma alteração no controlo da sociedade^{80/81}.

Esta **possibilidade de saída da sociedade conferida aos accionistas minoritários** assenta na ideia de que estes não deverão ser obrigados a suportar um eventual risco resultante de uma mudança de controlo prejudicial à sociedade⁸². E dizemos “um eventual” risco porque uma alteração do accionista controlador não se reflecte,

⁷⁸ A ideia de controlo surge pela primeira vez no trabalho de ADOLPH BERLE e GARDINER MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, (reimpressão), New Jersey, 1991, pp. 216 e 217. Em sentido contrário e contra a “socialização” do controlo, OSÓRIO DE CASTRO, “*Os casos de obrigatoriedade de lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição*”, in *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*, Lisboa, Edifisco, 1992, pp. 13 a 17.

⁷⁹ Foi o que se verificou na OPA geral e obrigatória lançada pela CERUTIL, S.A. sobre a V.A. GRUPO – VISTA ALEGRE PARTICIPAÇÕES S.A., a 30 de Abril de 2009 e também a OPA obrigatória lançada pela CODECITY SPORTS MANAGEMENT LDA. sobre “OS BELENENSES – SOCIEDADE DESPORTIVA DE FUTEBOL, SAD”, no dia 13 de Dezembro de 2012.

⁸⁰ Neste sentido, CMVM, *Relatório final da consulta pública n.º 11/2005 sobre anteprojecto de diploma de transposição de directiva das OPA* (http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/2d9c184049c14765b3b28d9_aef343e65FBStatementDirectivaOPAS.pdf), p. 2

⁸¹ Neste sentido, JULIANO FERREIRA, “*Excepções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição*”, in *Direito das Sociedades em Revista*, ano 2, vol. 6, Almedina 2011, p. 195.

⁸² MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 207 a 211 e MENEZES FALCÃO, *ob. cit.*, p. 195.

necessariamente, de uma forma negativa nas acções detidas pelos accionistas minoritários.

Todavia, e como já referido por diversas vezes, a confiança dos investidores é condição essencial ao bom funcionamento do mercado de capitais. Desta forma, e na eventualidade do novo accionista controlador nomear uma nova gestão para conduzir os destinos da sociedade, não seria razoável colocar os accionistas minoritários numa situação em que não tivessem a possibilidade de saírem da sociedade, alienando as suas acções.

Nem os accionistas minoritários, nem os capitais que estes têm investido na sociedade deverão ser forçados a ficar retidos para sempre na sociedade, até porque muitas vezes o mercado de capitais absorve a informação relativa à alteração do controlo como um “*input*” negativo, tendo uma repercussão negativa no valor de cotação das acções. Também o facto do accionista controlador concentrar um grande número de acções poderá originar uma perda de valor da cotação por falta de interessados em adquirir as acções representativas do capital de uma sociedade controlada, deslocando os accionistas minoritários para uma “*condição residual, subordinada face aos interesses do titular dos valores mobiliários que detém o controlo*”⁸³. Com efeito, caso não fosse assegurado um direito de saída a estes accionistas, o mercado correria o risco de perder transaccionalidade, na medida em que a perspectiva de o accionista poder ficar “preso” a uma sociedade durante tempo indeterminado, observando-se a eventual desvalorização das respectivas participações, levaria a que os investidores se retraíssem no momento de investir no mercado de capitais.

Assim, e no âmbito de uma mudança de controlo, o direito de saída dos accionistas minoritários vem acautelar, em primeiro lugar, a liquidez do mercado e a confiança que os investidores depositam nesse mesmo mercado, e por último, que não sejam aqueles accionistas a suportar os riscos, e eventuais prejuízos, resultantes da alteração de controlo.

⁸³ MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, pp. 207 a 211.

4.1 A Directiva 2004/25/CE, de 21 de Abril de 2004 (Directiva da OPA)

Com a criação de um mercado único europeu, desde logo se compreendeu a importância de criar um quadro normativo que promovesse a harmonia, clareza e transparência⁸⁴ dos mercados, evitando distorções e clivagens concorrenciais no espaço comunitário.

O diploma legal agora em análise pôs termo a um processo extraordinariamente longo e complexo, com os respectivos trabalhos preparatórios a prolongarem-se por cerca de trinta anos (o primeiro projecto discutido tinha a data de 1974)⁸⁵. Esta Directiva tem-se revelado, sem margem para dúvidas, de uma enorme relevância na protecção⁸⁶ dos interesses inerentes aos valores mobiliários emitidos por sociedades de diferentes Estados-Membros, num cenário de mudança de controlo⁸⁷. Ao adoptar uma técnica de harmonização mínima⁸⁸, a directiva conferiu aos diferentes Estados-Membros a discricionariedade⁸⁹, designadamente, para definir o que se entende por controlo, para determinar a medida dos direitos de voto relevantes para o preenchimento do dever de lançamento de OPA, ou optar sobre⁹⁰ a aplicabilidade dos disposto nos artigos n.ºs 2 e 3 do artigo 9.º e/ou no artigo 11.º (não oponibilidade de restrições em matéria de direito de voto). Esta discricionariedade, apesar de permitir a cada estado-membro uma transposição da directiva moldada às especificidades do seu ordenamento jurídico nacional, também poderá colocar em risco a adequada tutela dos accionistas minoritários, introduzindo uma nota de disparidade entre os níveis de protecção conferidos a esses mesmos accionistas⁹¹. Por exemplo, ao deixar a cada estado membro a responsabilidade de definir a percentagem de direitos de voto que confere o controlo

⁸⁴ Considerando (3) do preâmbulo da DdOPA.

⁸⁵ KLAUS HOPT, “A harmonização do regime das ofertas públicas (OPAs) na Europa”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra 2004, pp. 215 a 239

⁸⁶ Considerandos (2) e (9) do preâmbulo da DdOPA.

⁸⁷ MOREDO DOS SANTOS, *ob.cit.*, pp. 223 a 239.

⁸⁸ MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, pp. 225.

⁸⁹ Criticando a discricionariedade excessiva conferida pelo legislador comunitário, THOMAS PAPADOPULOS, *The Mandatory Provisions of the Takeover Bid Directive and their deficiencies*, in *Law and Financial Markets Review – LMFR*, Vol. I, n.º 6, 2007, pp. 525 a 533.

⁹⁰ Regime facultativo previsto no artigo 12.º da Directiva.

⁹¹ JULIANO FERREIRA, *ob. cit.*, p. 212: “Por outro lado, a atribuição dos referidos poderes discricionários poderá constituir um elemento que coloque em perigo a tutela dos accionistas minoritários, introduzindo, de todo o modo, uma nota de relativa incerteza e insegurança quanto à expectável forma de actuação a autoridade de supervisão.”.

(artigo 5.º/3), poderão observar-se soluções díspares⁹², mas não no mesmo ordenamento.

Todavia, dúvidas não existem, tal como transposto para o ordenamento jurídico português, que a DdOPA consagra, no seu artigo 3.º, o princípio da igualdade de tratamentos dos accionistas e o princípio da protecção dos accionistas minoritários, aquando da tomada de controlo por parte de um accionista (a). Estes princípios são orientadores⁹³ na transposição da Directiva para todos os ordenamentos jurídicos dos diversos Estados-Membros que integram a União Europeia, sob pena dos interesses dos titulares de valores mobiliários e do próprio mercado de capitais não se encontrarem efectivamente protegidos.

A DdOPA estabelece ainda, que quem obtiver uma determinada percentagem de direitos de voto que lhe permita dispor do controlo de uma sociedade, deverá lançar uma oferta obrigatória a um preço equitativo, de acordo com o disposto no artigo 5.º, n.ºs 1 e 4, obrigação que deixa de existir de acordo com o que prevê o n.º 3 desse mesmo artigo, se a posição de controlo vier a ser adquirida na sequência de uma oferta voluntária prévia, dirigida a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações. Este artigo, apesar da liberdade conferida ao legislador de cada estado-membro na transposição deste comando comunitário, evidencia os fundamentos subjacentes ao dever de lançar uma OPA obrigatória⁹⁴ que aquela Directiva tentou concretizar, visando sempre a tutela dos direitos dos accionistas minoritários, nomeadamente, o de poderem alienar as respectivas acções a um preço equitativo, tal como assegurado pelo ordenamento jurídico português.

⁹² Para uma melhor compreensão sobre os diferentes limiares em que se presume existir o controlo, v. ESMA – *Public Statement Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive* – 12 de Novembro de 2013, pp.11 a 13.

⁹³ Para MENEZES CORDEIRO, “*OPAs Obrigatórias: pressupostos e...ob. cit.*”, pp. 938 a 940.

⁹⁴ Parágrafo 47 do acórdão AUDIOLUX.

4.2 O regime da OPA obrigatória no ordenamento jurídico português⁹⁵

O dever de lançamento de OPA encontra-se consagrado no artigo 187.º do CVM, prevendo que “*Aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, directamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social, tem o dever de lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das acções e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.*”.

Este artigo reflecte a dinâmica, à partida, implícita, no mercado de capitais, cujas transacções diárias poderão levar a uma alteração subjectiva na estrutura accionista da sociedade (aberta) e, conseqüentemente, nas forças de poder nesta existentes⁹⁶. Para além disso, assenta também na ideia, já desenvolvida, de que o benefício da aquisição do domínio sobre a sociedade deverá ser partilhado pelos restantes accionistas minoritários⁹⁷.

O referido artigo 187.º começa (i) por delimitar o âmbito subjectivo da norma: as sociedades abertas⁹⁸, vindo logo depois definir (ii) os pressupostos formais: detenção de um terço ou de metade dos direitos de voto da sociedade imputáveis segundo os critérios previstos no artigo 20.º do CVM e (iii) o objecto: acções e outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade, que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição. Acresce ainda, que do n.º 2, do artigo 187.º, do CVM extrai-se um pressuposto material: a ultrapassagem de um dos limiares previstos no n.º 1 deste artigo está intimamente relacionada com a aquisição do controlo, domínio, da sociedade, ou o exercício, directo ou indirecto, de uma influência dominante na sociedade consagrada no artigo 21.º, n.º 1, do CVM, cujo regime analisaremos mais a frente.

⁹⁵ Atendendo ao limite de caracteres a que o presente estudo está sujeito, e tendo em conta que o objecto da nossa análise incide sobre um caso, que ocorreu em 2014, e ao qual é aplicável o CVM, não procederemos a uma análise da evolução histórica sobre o regime da OPA obrigatória à luz dos anteriores diplomas legais. Assim, para uma melhor compreensão deste tema, v. BRITO PEREIRA, *ob. cit.*, pp. 52 a 71.

⁹⁶ JULIANO FERREIRA, *ob. cit.*, p. 200.

⁹⁷ Decreto-lei 486/99, de 13 de Setembro, n.º 12, do Preâmbulo que aprova o CVM.

⁹⁸ Para um melhor entendimento sobre o conceito de sociedade aberta v. Artigo 13.º do Código da Insolvência e Recuperação de Empresas (CIRE) e artigo 7.º do Decreto Preambular do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro.

Dos pressupostos formais resulta que o dever de lançamento de uma OPA constitui-se a partir da situação de facto⁹⁹ em que um participante (potencial controlador) tenha ultrapassado um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade. Assim sendo, o legislador português optou por dois critérios quantitativos¹⁰⁰ para fixar o dever de lançamento de OPA; ou seja, terá o dever de lançar uma OPA o accionista que ultrapasse um de dois limites consagrados no artigo 187.º. Destes dois limites consagradas na lei resultam dois graus de domínio distintos: um que é ilidível (“*um terço dos direitos de voto*”), e outro que é inilidível¹⁰¹ (“*metade dos direitos de voto*”), de aquisição do controlo. Quer isto dizer, que em relação à segunda, à partida, não sobra margem para dúvidas de que estamos perante um participante controlador. Todavia, em relação à primeira já não será assim, permitindo o legislador que o potencial accionista controlador prove, perante a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante “CMVM”), que não tem o domínio sobre a sociedade visada, nem com ela está em relação de grupo, tal como definido no artigo 21.º, n.º 3, do CVM.

Por último, gostaríamos de reforçar, em linha com a posição já assumida relativamente às APSV, que o dever de lançar uma OPA obrigatória é consequência directa da ultrapassagem de qualquer um dos limiares¹⁰² previstos no artigo 187.º, do CVM, sendo irrelevante, para a constituição desse dever, a forma como o oferente se tornou titular da participação que lhe atribui o controlo, não obstante o primeiro limiar ser ilidível.

Com efeito, o que importa é que o accionista¹⁰³ detenha efectivamente direitos de voto que preencham um dos limiares previstos naquele artigo, e não a forma como esses mesmos direitos de voto lhe foram atribuídos.

De seguida analisaremos de que modo se processa a imputação dos direitos de voto para efeitos da constituição da obrigação do dever de lançamento de OPA.

⁹⁹ MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, pp. 253 a 258 e CALVÃO DA SILVA, *ob. cit.*, p. 45.

¹⁰⁰ PEREIRA NEVES, “*Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e de exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição*”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*. - 1ª vol, pp. 716 a 719;

¹⁰¹ Artigo 21.º, n.º 2, do CVM.

¹⁰² Apesar de estes limiares serem cumulativos, ou seja, o dever de lançamento de OPA constitui-se na esfera jurídica do accionista, quer quando este ultrapassa o primeiro limiar, quer este ultrapasse o segundo limiar, a metade dos direitos de voto. Neste sentido PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 634.

¹⁰³ MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 253.

4.3 Imputação dos direitos de voto¹⁰⁴

Conforme vimos, a ultrapassagem de um terço ou metade dos direitos de voto em sociedade aberta, correspondentes ao capital social desta, constitui o participante no dever de lançamento de uma OPA. Assim, e de maneira a aferir se ocorreu a ultrapassagem de algum daqueles limiares, o número de votos detidos directa ou indirectamente por cada participante, deve ser aferido por aplicação das regras previstas no artigo 20.º do CVM¹⁰⁵.

O catálogo de situações previsto no artigo 20.º tem a sua origem na transposição da Directiva 88/627/CEE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de Dezembro, de 1988 (doravante “DdTransparência”), designadamente, no seu artigo 7.º¹⁰⁶, mas que por questões de simplificação e condensação normativa¹⁰⁷ acabou por ser alargado de forma significativa a outras situações¹⁰⁸, de onde se destaca o artigo 187.º, do CVM¹⁰⁹. Por conseguinte, e ao contrário do que é consagrado nas directivas comunitárias (OPA e Transparência), o artigo 20.º do CVM surge no nosso ordenamento jurídico como um regime “instrumental”¹¹⁰, visto que o mesmo sistema de imputação de votos é chamado a intervir no âmbito da constituição dos deveres de comunicação relativos às participações qualificadas (artigo 16.º do CVM) – sendo por isso mesmo, um sistema de imputação baseado em critérios mais rígidos e formais – e, no âmbito da constituição, na esfera jurídica de um participante, do dever de lançamento de uma OPA obrigatória. E assim é porque as finalidades normativas atrás referidas, apesar de distintas, assentam, porém, no mesmo pressuposto de base: o de que ao participante devem ser imputados os

¹⁰⁴ Analisaremos as principais questões relacionadas com o caso em análise, não sendo possível, face à própria complexidade subjacente a este artigo, proceder a uma análise mais aprofundada e minuciosa de todas as dúvidas que este suscita.

¹⁰⁵ CALVÃO DA SILVA, *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina (Maio 2001), p. 45.

¹⁰⁶ Hoje artigo 10.º, da Directiva 2004/109/CE, que veio revogar a Directiva 2001/34/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Maio de 2001, e que por conseguinte veio revogar a Directiva 88/627/CEE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de Dezembro, de 1988.

¹⁰⁷ SOARES DA SILVA, “*Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários*”, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, número 26, Abril de 2007, p. 50; e PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, pp. 520 a 528.

¹⁰⁸ SOARES DA SILVA, *ob. cit.*, pp. 47 a 58.

¹⁰⁹ Isto acontece porque a Directiva da OPA, mais concretamente, o seu artigo 5.º, n.º 3, remeteu para o legislador português a determinação da fórmula do cálculo da percentagem de direitos de voto que conferem o controlo, ao participante, para efeitos da constituição do dever de lançamento de uma OPA obrigatória.

¹¹⁰ PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 525.

direitos de voto cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou influenciável¹¹¹, exigindo-se, por isso, uma maior elasticidade a este sistema, consoante a finalidade que se pretende prosseguir, cabendo ao legislador português criar mecanismos¹¹² que corrijam possíveis distorções teleológicas¹¹³. Contudo, se dúvidas parecem não haver quanto ao sentido e finalidade do artigo 20.º, nomeadamente, ao imputar os direitos de voto ao participante cujo exercício se considere por ele influenciado ou influenciável, o mesmo não acontece quanto à aplicação deste regime para o cômputo das fasquias previstas no artigo 187.º, havendo uma divisão clara da doutrina portuguesa.

Antes de procedermos à análise da querela doutrinal acima referida, chamamos à atenção de que a solução encontrada pelo artigo 20.º relativamente à constituição do dever de lançamento de OPA (artigo 187.º), baseia-se na possibilidade de exercício do domínio sobre a sociedade, contabilizando-se os direitos de voto de que o participante é, directa ou indirectamente, titular, acrescentando-lhe aqueles que sejam por ele discricionária e livremente exercitáveis¹¹⁴. Nesse sentido, para o artigo 187.º releva não só a titularidade directa ou indirecta dos direitos de voto inerentes à participação social, mas também o domínio directo ou indirecto, que o participante exerce sobre a sociedade, sendo que o factor relevante para o exercício deste domínio é, justamente, o poder de voto de que o accionista goze ou a influência decisiva no sentido de voto, seja ou não o voto formalmente exercido pelo participante a quem é imputado¹¹⁵.

Voltando à querela doutrinal em torno da aplicação do regime do artigo 20.º para o cômputo das fasquias previstas no artigo 187.º, para alguns autores, como é o caso de PAULO CÂMARA¹¹⁶ e COSTA e SILVA¹¹⁷, as alíneas constantes do catálogo apresentado pelo artigo 20.º, do CVM, têm a natureza de ficções legais¹¹⁸. Já outros, como FERREIRA DE ALMEIDA¹¹⁹, MOREDO DOS SANTOS¹²⁰, BRITO

¹¹¹ v. Consulta Pública n.º 11/2005 sobre o anteprojecto do diploma de transposição da Directiva das OPAs, p.2.

¹¹² V.g. artigo 187.º, n.º 2, do CVM.

¹¹³ OSÓRIO DE CASTRO, “A imputação dos direitos de voto na Código de Valores Mobiliários”, in *Cadernos dos Valores Mobiliários*, n.º 7, 2000, p. 164, nota de rodapé 6.

¹¹⁴ COSTA e SILVA, “A imputação dos direitos de voto na oferta pública de aquisição”, in *Direitos dos Valores Mobiliários*, volume VII, Coimbra Editora, Coimbra 2007, pp. 413 e 414.

¹¹⁵ FERREIRA DE ALMEIDA, *ob. cit.*, p. 4.

¹¹⁶ PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 522.

¹¹⁷ COSTA e SILVA, *ob. cit.*, p. 439.

¹¹⁸ BAPTISTA MACHADO, “Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador”, 16. Reimpressão, Setembro de 2007, Almedina, p. 108: “Trata-se da assimilação fictícia de realidades factuais diferentes”.

¹¹⁹ FERREIRA DE ALMEIDA, *ob. cit.*, pp. 7 e 8.

¹²⁰ MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, pp. 374 a 377.

PEREIRA¹²¹ e PEREIRA NEVES¹²², entendem que aquelas alíneas têm natureza de presunções legais relativas¹²³.

Se para PAULO CÂMARA, existe um formalismo acentuado na medida em que “*a técnica utilizada faz uso de ficções legais que têm na sua base um perigo de influência dominante no exercício do direito de voto que, perante o concreto juízo subsuntivo, **não pode ser refutado***”, já FERREIRA DE ALMEIDA, realça que a subsunção das situações de direito ou de facto às alíneas do artigo 20.º, deve ser realizada sob uma perspectiva dinâmica, destacando o facto de “*a imputação prima facie não impede, necessariamente, para efeitos de OPA obrigatória, a faculdade de ilidir a presunção através da demonstração de que o factor de imputação, considerado em abstracto, não confere, em concreto, efectivo poder, de direito ou de facto, no exercício do voto, nem a possibilidade de influenciar*”. Com efeito, e no âmbito da constituição do dever de lançamento de uma OPA obrigatória, deverá aferir-se se realmente existe um grau de intensidade tal sobre o exercício dos direitos de voto que permita ao participante exercer de modo efectivo o domínio sobre a sociedade. Face às teses em confronto, afigura-se-nos que será de perfilhar o entendimento de que as presunções do artigo 20.º deverão ser sempre ilidíveis. Caso assim não se entenda, criar-se-iam situações prejudiciais à sociedade, aos seus accionistas e ao eventual constituído oferente que se veria compelido ao dever de lançamento de uma OPA obrigatória, podendo não ter meios materiais para adquirir as acções a preço equitativo e também não desejar o controlo da sociedade. Como FERREIRA DE ALMEIDA refere, e bem, as regras sobre o dever de lançamento de OPA devem ser interpretadas de modo restritivo em função do elemento teleológico, porque se assim não for, estaremos perante uma intromissão na autonomia privada do participante que não se deverá admitir. Neste contexto, é compreensível que o artigo 187.º, n.º 2, do CVM permita, a quem não tenha atingido o domínio sobre a sociedade, e ao ultrapassar a fasquia de um terço dos direitos de voto, fazer prova nesse sentido; certo é que não existe nenhum brocardo no sentido de *in dubio, pro opa*¹²⁴.

¹²¹ BRITO PEREIRA, *ob. cit.*, p. 241.

¹²² PEREIRA NEVES, *ob. cit.*, pp. 712 a 730.

¹²³ BAPTISTA MACHADO, *ob. cit.*, pp.111 e 112: “*aquelas que podem ser ilididas mediante prova em contrário*”.

¹²⁴ FERREIRA DE ALMEIDA, *ob. cit.*, p. 7 e MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 503.

4.3.1. O Artigo 20.º, n.º1, alínea b) do CVM

De acordo com a alínea b) do n.º 1 do artigo 20.º, do CVM, são imputados ao participante os direitos de voto detidos “*por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo*”¹²⁵. Deste modo, serão também incluídos, no cômputo das participações qualificadas, os direitos de voto de sociedade que com este se encontre em relação de domínio, forma de controlo indirecto¹²⁶ da sociedade visada¹²⁷.

Conforme referimos anteriormente, nos termos do artigo 187.º, n.º 1, do CVM, os votos imputados ao participante, para efeitos de constituição do dever de lançamento de uma OPA, deverão ser aqueles que o participante efectivamente controlar, acrescentando ainda, em linha com o que dispõe a alínea b) do n.º 1 do artigo 20.º, do CVM, aqueles que se afigurem pertencer-lhe for forma a aferir a existência, ou não, de uma relação de domínio ou de grupo. Todavia, e como já referimos, o intérprete e aplicador do direito não deverão aceitar acriticamente estes critérios de imputação sem se questionarem, primeiro, sobre as finalidades inerentes ao dever de lançamento de OPA e segundo, porque razão estarão a ser imputados direitos de voto a quem não é o titular de acções cujos votos por ele se consideram exercitáveis. A fim de assegurar a transaccionalidade no mercado de capitais e os direitos dos accionistas, a imputação dos direitos de voto que confirmam uma posição de domínio deverá fazer-se de forma muito objectiva e ponderada, evitando-se resultados contrários aqueles que os artigos 187.º e 20.º do CVM pretendem assegurar¹²⁸. Neste contexto, a alteração de domínio que constituirá o participante no dever de lançamento de OPA, deverá ser uma alteração do efectivo domínio (dinâmica¹²⁹) ou controlo da sociedade visada, e não uma qualquer alteração estática em que não existe um efectivo controlo da sociedade (ou sócio) controladora¹³⁰.

¹²⁵ A aclaração sobre estes tipos de relação surge no artigo 21.º do CVM e no artigo 486.º do CSC, e sobre as quais nos debruçaremos no número seguinte.

¹²⁶ FERREIRA DE ALMEIDA distingue, em *ob. cit.*, pp. 4 a 7, o que se entende por participações directas, e participações indirectas, podendo estas últimas ser ainda qualificadas tendo em consideração diferentes fundamentos, nomeadamente, e como relevância para o presente estudo, fundamentos relacionais societários (artigo 20.º, n.º 1, al. b), do CVM).

¹²⁷ OSÓRIO DE CASTRO, “A imputação...*ob. cit.*”, p. 176 e COSTA E SILVA, *ob. cit.*, pp. 423 e 422.

¹²⁸ CARDOSO SEQUEIRA, “OPA obrigatória – Impacto das relações de domínio e de grupo”, in *Revista de Direito das Sociedades – Ano VI (2014)*, número 1, Almedina, p. 116.

¹²⁹ FERREIRA DE ALMEIDA, *ob. cit.*, p. 10.

¹³⁰ CARDOSO SEQUEIRA, *ob. cit.*, p. 116; PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, P. 631 e PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, p. 606.

Algumas questões se têm levantado na interpretação do artigo 20.º, n.º 1, alínea b), nomeadamente, se no âmbito de uma relação de domínio, a imputação dos direitos de voto funciona só em sentido ascendente, ou em ambos os sentidos?¹³¹ E se a titularidade das acções representativas do capital social da sociedade mãe passarem a ser detidas por uma nova sociedade, por exemplo, interposição de uma *holding*, constituirá uma alteração ao titular a quem deverá ser imputável a relação de domínio?

Relativamente à primeira questão, aderimos à posição de OSÓRIO DE CASTRO que defende¹³² que só a imputação em sentido ascendente estará conforme “*a lógica das coisas*”¹³³, precisamente porque uma sociedade dependente não tem influência sobre os votos inerentes aos valores detidos pela sua dominante. Já a segunda questão, não se afigura de resposta tão fácil.

Numa cadeia de imputação, a sociedade que domina, é, em última análise, o último beneficiário; aquele que tem o poder fáctico e jurídico de determinar o sentido em que são exercidos os direitos de voto na sociedade visada, independentemente do número de sociedades, ou *holdings*, que entre aquela e esta se interponham. Admitir uma interpretação ampla, no sentido de que, em consequência do controlo de uma sociedade ser transferido para uma nova sociedade mãe, a montante da anteriormente existente e que integre os mesmos accionistas, que esta sociedade ficaria constituída no dever de lançamento de uma OPA, levaria a resultados inaceitáveis, na medida em que não há alteração da titularidade da posição de controlo anteriormente existente¹³⁴. Como refere OSÓRIO DE CASTRO “*só a solução restrita permitirá arredar este resultado, ao obstar a que os votos detidos por certa entidade sejam imputáveis às sociedades dela dependentes.*”, pois caso assim não se entenda, as sociedades que estão no topo das cadeias de imputação e que controlam indirectamente a sociedade visada, sujeitar-se-iam a pagar o preço subjacente ao dever de lançamento de uma OPA obrigatória, cada vez que adquirissem, ou constituíssem uma nova *holding*/sociedade, e esta passasse a

¹³¹ Para uma melhor compreensão desta questão, v. OSÓRIO DE CASTRO, “*A imputação...ob. cit.*”, pp. 182 e 183.

¹³² OSÓRIO DE CASTRO, “*Os casos de obrigatoriedade...ob. cit.*”, pp. 55.

¹³³ OSÓRIO DE CASTRO, “*A imputação...ob. cit.*”, p. 182.

¹³⁴ Artigo 7.º, n.º 2, da DdTransparência.

deter, directamente, uma participação na sociedade visada. Desconsiderar-se-ia assim, a *ratio legis* subjacente ao artigo 20.º, n.º 1, alínea b), do CVM¹³⁵.

Contudo, parte da doutrina critica esta posição defendendo que poderá haver o dever de lançamento de uma OPA obrigatória, pelo simples facto da detenção dos direitos de voto passarem para a titularidade de uma nova entidade, não obstante esta ser maioritariamente detida pelo accionista transferente das referidas acções que continuará a controlar a sociedade, agora por via indirecta. Ou seja, não havendo alteração da imputação do dever na cadeia de controlo, não deverá na nossa opinião, nascer o dever de lançamento de uma OPA, ainda que se diga que essa alteração não será inócua na medida em que, perante este cenário, o exercício do domínio poderá ter de passar a atender ao interesse social próprio da sociedade interposta¹³⁶.

De seguida analisaremos o pressuposto material subjacente aos artigos 187.º e 20.º, do CVM, assim como os conceitos de “relações de domínio”, “influência dominante” e “relações de grupo”.

4.4 O pressuposto material - As relações de domínio (e o conceito de “influência dominante”) ou de grupo.

O pressuposto material dos artigos 187.º e 20.º, n.º 1, alínea b), do CVM, assenta num domínio real e efectivo da sociedade visada, cuja alteração constitui *ratio legis* do dever de lançamento de OPA e da imputação dos direitos de voto (20.º, n.º 1, alínea b))

A íntima ligação existente entre o domínio¹³⁷ e a constituição do dever de lançamento de OPA, encontra-se bem vincada na DdOPA. Na verdade e apesar desta Directiva remeter para o legislador nacional a definição do que se deverá entender por controlo, ou domínio, a mesma estabelece uma conexão directa entre este último e a oferta obrigatória¹³⁸, designadamente, no considerando (9) e no artigo 5.º, n.ºs 1, 2 e 3, da

¹³⁵ OSÓRIO DE CASTRO, in “*A imputação...ob. cit.*”, p. 185 (nota de rodapé 72), sugere que se adicione ao artigo 189.º (Derrogações), uma nova derrogação permitindo a uma sociedade dependente que adquira votos já imputáveis à sua dominante, afastar o dever de lançamento de OPA constituído nos termos do artigo 187.º do CVM.

¹³⁶ OSÓRIO DE CASTRO, “*Os casos de obrigatoriedade...ob. cit.*”, pp. 14.

¹³⁷ MATTAMOUROS, “*A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*”, Universidade Católica Editora, Lisboa 2010, pp. 137 a 151.

¹³⁸ COSTA E SILVA, *ob. cit.*, p. 406.

DdOPA. O legislador português concretizou o que se deverá entender por domínio, nos artigos 21.º, n.º 1, e 187.º, n.º 3, alínea b), do CVM, ao dispor que aquele verificar-se-á quando um participante possa exercer sobre a sociedade visada, directa, ou indirectamente, uma influência dominante¹³⁹. Com efeito, algumas questões poderão ser colocadas pelo aplicador da lei relativamente a este conceito; por exemplo, e como verificámos anteriormente, relativamente à imputação dos direitos de voto, mas também relativamente às percentagens definidas pelo legislador português.

A definição destas percentagens deverá corresponder à fronteira cuja ultrapassagem significa a aquisição do controlo sobre a sociedade visada e, conseqüentemente, a constituição desse participante no dever de lançamento de uma OPA obrigatória^{140/141}. Todavia, a determinação destas percentagens acaba por não se afigurar fácil, na medida em que estas visam alcançar um equilíbrio, a partir de critérios fixos e predeterminados, entre aquilo que são os interesses dos investidores e a definição de uma fasquia de direitos de voto cuja ultrapassagem permite a um accionista controlar a sociedade¹⁴². Como já vimos, o legislador optou por balizar esta realidade por referência a critérios objectivos, sendo os limites relevantes para apurar se houve alteração no domínio de uma sociedade aferidos em função da detenção de percentagem superior a um terço ou metade dos direitos de voto do capital social da sociedade visada. Porém, se quanto ao primeiro limiar é possível ilidir a presunção consagrada no artigo 187.º, n.º 1, através da prova de inexistência de controlo por parte do participante a quem é imputável o dever de lançamento de OPA (artigo 187.º, n.º 2, CVM), já o mesmo não acontecerá na ultrapassagem do segundo limiar, que constitui presunção inilidível, pois o participante tem o controlo efectivo, ou domínio, da sociedade visada¹⁴³.

Como já referido anteriormente, a lei tomou como ponto de partida o conceito de domínio, sendo que de acordo como n.º 1, do artigo 21.º, do CVM, exerce o domínio quem possa exercer uma influência dominante¹⁴⁴ na sociedade. Desta forma, será necessário concretizar o que se entende por “*influência dominante*”, contando desde já

¹³⁹ MATTAMOUROS, *ob. cit.*, p. 152 a 155.

¹⁴⁰ MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p.264.

¹⁴¹ Considerando n.º 12 do preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, e o preâmbulo do Decreto-Lei 219/2006, de 2 de Novembro.

¹⁴² Neste sentido PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 653.

¹⁴³ OSÓRIO DE CASTRO, “*A Imputação...ob. cit.*”, p. 179 e PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 656.

¹⁴⁴ PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, pp. 608 e 609.

com o valioso apoio dado pelo legislador, ao estabelecer algumas presunções inilidíveis de domínio¹⁴⁵.

Dispõe o n.º 2, do artigo 21.º que existe em qualquer caso, relação de domínio quando uma pessoa singular ou colectiva:

- a) Deter a maioria dos direitos de voto;
- b) Exercer a maioria dos direitos de voto, nos termos de acordo parassocial;
- c) Ter o poder de nomear ou destituir a maioria dos titulares do órgão de administração ou de fiscalização.

Segundo PEREIRA NEVES a influência exercida pelo participante no capital social de uma sociedade aberta deve ser medida em duas perspectivas diferenciadas. Em primeiro lugar, no plano da influência que cada accionista pode exercer sobre cada um dos direitos de voto que lhe sejam imputáveis, por qualquer das vias de conexão referidas no n.º1, do artigo 20.º. E, em segundo lugar, aferindo-se a efectiva influência do participante em causa na sociedade visada, por via da ponderação da influência dos seus direitos de voto por comparação com os detidos pelos restantes accionistas¹⁴⁶. Para este autor a influência dominante a que a lei se refere no n.º 1, do artigo 21.º e os n.ºs 2 e 3 do artigo 187.º enquadra-se nesta segunda perspectiva, enquanto que as presunções do artigo 21.º, n.º 2 se enquadram na análise atomizada da relação ou da imputação de cada um dos direitos de voto ao seu titular.

Acresce ainda que, tanto o artigo 21.º, n.º 1, como o n.º 2 remetem para o conceito de influência dominante previsto no artigo 486.º, n.ºs 1 e 2 do CSC, podendo-se encontrar, todavia, algumas diferenças sistemáticas, atendendo aos diplomas legais em que estes artigos estão inseridos.

Em primeiro lugar, podemos constatar que o artigo 21.º, n.º1, do CVM procedeu a uma ampliação do âmbito subjectivo do conceito de domínio, na medida em que permite o seu alargamento a pessoas singulares e a outras pessoas colectivas, que não sociedades comerciais, e ainda pessoas colectivas sedeadas no estrangeiro¹⁴⁷. Em segundo lugar, para efeitos do artigo 486.º, do CSC, o capital ocupa o primeiro plano, ao contrário do

¹⁴⁵ PEREIRA NEVES, *ob. cit.*, p. 730.

¹⁴⁶ PEREIRA NEVES, *ob. cit.*, p. 731.

¹⁴⁷ MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 422.

que acontece no CVM, em que os direitos de voto é que assumem o protagonismo. Por fim, a última diferença diz respeito à natureza das presunções, na medida em que no artigo 21.º o conceito de influência dominante é, de alguma forma, determinado, através das presunções inilidíveis que constam do seu n.º 2; já o mesmo não acontecendo no artigo 486.º¹⁴⁸, de onde resulta que uma sociedade poderá presumir-se dominante atendendo aos critérios do CSC, mas ser dominante, por aplicação dos critérios do CVM. Se por um lado existem diferenças sistemáticas, também existem alguns consensos quanto ao âmbito da influência, na medida em que parece resultar de ambas as disposições (artigos 21.º do CVM e 486.º do CSC) que para que seja caracterizada como “dominante”, esta influência deverá ser genérica, reportando-se à sociedade como um todo, sólida, ou seja, com uma duração indeterminada e segura¹⁴⁹.

Também será importante analisar a distinção feita pelo próprio CVM entre relações de domínio e relações de grupo¹⁵⁰. Quanto a estas últimas, o CVM acolhe a noção correspondente aos artigos 488.º e seguintes do CSC, ressalvando-se, uma vez mais, o alargamento subjectivo que o artigo 21.º comporta em relação ao regime previsto no CSC¹⁵¹. Quer isto dizer que em relação às sociedades em relação de grupo, os votos deverão ser sempre imputados ao último beneficiário da cadeia de domínio, a sociedade dominante, na medida em que esta poderá sempre impôr a sua vontade através de instruções vinculantes às sociedades dela dependente (artigos 491.º e 503.º, n.º 1, do CSC), o que já não acontece nas relações de domínio, visto que nestas relações a sociedade dominante não tem a possibilidade de impôr a sua vontade. Porém, terá sempre a possibilidade, conforme foi exposto *supra*, de convocar uma AG com o fim de substituir os elementos que integram a administração da sociedade visada, e que votem em sentido contrário à disciplina de voto instituída no seio do grupo.

¹⁴⁸ OSÓRIO DE CASTRO, “A imputação...*ob. cit.*”, p. 177.

¹⁴⁹ OSÓRIO DE CASTRO, “A imputação...*ob. cit.*”, p. 175.

¹⁵⁰ MATTAMOUROS, *ob. cit.*, p.156.

¹⁵¹ OSÓRIO DE CASTRO, “A imputação...*ob. cit.*”, p. 175 e MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 422.

5. Técnicas de exclusão do dever de lançamento de OPA - A prova do domínio negativo e a Suspensão.

O CVM confere ao participante alguns mecanismos que permitirão a este afastar o dever de lançamento de OPA, designadamente, a prova negativa do domínio (artigo 187.º, n.º 2), a derrogação (artigo 189.º), a suspensão (artigo 190.º) e a substituição (artigo 191.º). No âmbito do presente trabalho iremos analisar em que termos se processa a prova do domínio negativo e a suspensão, assim como iremos aludir à técnica utilizada pela CGD para atingir aquele objectivo.

Conforme já foi exposto anteriormente, o artigo 187.º, n.º 1, do CVM, estabelece dois limiares distintos, cuja ultrapassagem constituirá o participante no dever de lançamento de uma OPA. Com efeito, estamos perante dois graus distintos de domínio, visto que se um accionista ultrapassar o limiar da metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada, resultará de forma inilidível, que aquele detém o domínio da sociedade. No entanto, se ultrapassar o limiar de um terço dos direitos de voto, a lei apenas estabelece uma presunção de domínio, que admite prova em contrário¹⁵².

No caso que nos serve de exemplo e por força da atribuição dos direitos de voto às APSV, a CGD passou a deter mais de um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social da INAPA, pelo que esta participação, nos termos dos artigos 187.º, n.º 1 e 20.º, n.º 1, aliena b), do CVM, constituiu a CGD no dever de lançamento de OPA. Mas não tendo a referida participação ultrapassado a fasquia de metade direitos de voto correspondentes ao capital social da INAPA, a CGD fez uso de um mecanismo consagrado, no n.º 2, do artigo 187.º.

Dispõe este artigo (187.º, n.º 2) que “*Não é exigível o lançamento da oferta, quando, ultrapassado o limite de um terço a pessoa que a ela estaria **obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada** nem estar com esta em relação de grupo.*”. Atento o exposto nos capítulos anteriores, este artigo, ao permitir ao

¹⁵² OSÓRIO DE CASTRO, in “*A imputação...ob. cit.*”, p. 179, afirma que o “*raciocínio está viciado*”, pelo facto de a lei não admitir prova de que não há domínio sobre a sociedade visada quando o participante exceda os 50% dos votos, computados nos termos do artigo 20.º, n.º 1, do CVM, podendo quer dizer que ou realmente o domínio consiste, mais, na detenção dos votos ou, que a obrigatoriedade decorre dessa detenção, independentemente de ela configurar ou não uma relação de domínio, pois o artigo 187.º, n.º 1, do CVM, não qualifica a detenção daqueles votos como consubstanciadora de uma relação de domínio, limitando-se apenas a associar-lhe o dever estrito de lançamento de uma OPA.

participante ilidir a presunção de domínio que sobre si impende, tem subjacente a ideia de que se verificou uma mudança dinâmica do domínio e não estática¹⁵³; ou seja, os critérios meramente quantitativos previstos no artigo 187.º não assegurariam, por si só, a coincidência entre o número de votos detidos pelo participante e a existência de uma relação de domínio com a sociedade visada. Como refere PAULO CÂMARA “a possibilidade de apresentação de prova negativa de domínio contribuí para trazer maior ajustamento à realidade *infra jurídica*”¹⁵⁴ Assim, o n.º 2 daquele artigo vem permitir ao participante a possibilidade de demonstrar, em concreto, que a titularidade de uma participação de 43, 90% das acções representativas do capital social, como era o caso da accionista CGD (através das participações da Parcaixa e Parública), poderá não significar a detenção do domínio da sociedade, e por isso, não lhe ser exigido o dever de lançar uma OPA sobre o capital social da sociedade visada¹⁵⁵. Se assim não fosse, os resultados produzidos por esta norma poderiam ser desastrosos, impondo o dever de lançamento de uma OPA sem que se verifique, todavia, a alteração de controlo da sociedade.

Posto isto, e uma vez que estejam verificados os pressupostos que constituem o participante no dever de lançamento de uma OPA, o mesmo só se irá consolidar na esfera jurídica daquele, caso não seja feita prova do domínio negativo¹⁵⁶, demonstrando o participante que não detém o controlo da sociedade. Deste modo, deverá o mesmo demonstrar junto da CMVM que não tem o domínio da sociedade, ou seja, que não exerce qualquer tipo de influência na projecção da vontade da sociedade, ou não está com ela em relação de grupo¹⁵⁷.

Não poderemos deixar de realçar o facto de o CVM não vir estabelecer o prazo em que a prova negativa do domínio deverá ser feita. Não obstante, encontramos resposta nos ensinamentos de PAULO CÂMARA que diz que atendendo ao espírito do dever de lançamento de OPA, aos interesses em jogo e aos imperativos de certeza, essa demonstração deverá ser feita logo após a constituição do dever de lançamento de

¹⁵³ FERREIRA DE ALMEIDA, *ob. cit.*, p. 10.

¹⁵⁴ PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 655.

¹⁵⁵ FERREIRA DE ALMEIDA, *ob. cit.*, p. 12.

¹⁵⁶ PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, pp. 653 a 658 e MENEZES FALCÃO, *ob. cit.*, pp. 220 e 221.

¹⁵⁷ PEREIRA NEVES in *ob. cit.*, p. 719 afirma que esta demonstração deverá ser cumulativa, no entanto, posicionamos-nos ao lado de OSÓRIO DE CASTRO, “A imputação...*ob. cit.*”, p. 179 (nota de rodapé 58), cujos pressupostos para se demonstrar a prova de domínio negativo têm um carácter alternativo.

OPA¹⁵⁸, em coerência com a imediatividade da publicação do anúncio preliminar decorrente do artigo 191.º n.º 1, do CVM¹⁵⁹.

No que diz respeito à Suspensão¹⁶⁰, dispõe o n.º 1 do artigo 190.º, do CVM que: “*O dever de lançamento de oferta pública de aquisição fica suspenso, se a pessoa a ele obrigada, em comunicação escrita dirigida à CMVM, imediatamente após a ocorrência do facto constitutivo do dever de lançamento, se obrigar a pôr termo à situação nos 120 dias subsequentes.*”

Esta figura consubstancia um direito potestativo¹⁶¹ do oferente, com a finalidade de acautelar as situações em que a ultrapassagem dos limiares consagrados no n.º 1, do artigo 187.º, ocorre involuntariamente¹⁶² ou fortuitamente¹⁶³. Nesse sentido, PAULO CÂMARA chama a atenção para os riscos inerentes a uma interpretação literal deste preceito poder conduzir a situações abusivas¹⁶⁴ e atentatórias “*do modelo de protecção instituído pela OPA obrigatória*”¹⁶⁵, devendo fazer-se, por isso, uma interpretação restritiva do artigo 190.º e em linha com o disposto no considerando (12) do preâmbulo do Decreto-Lei 486/99, de 13 de Novembro, aplicando-se apenas a situações de “*domínio conjuntural*”¹⁶⁶. Vem deste modo permitir-se que, o participante, verificado um incremento do seu poder de voto potenciado por uma situação fortuita e indesejada¹⁶⁷, requeira à CMVM a suspensão do dever de lançamento de OPA, por forma a pôr termo a esta situação; seja através da alienação de acções, seja através de outros mecanismos, como por exemplo a blindagem dos estatutos através da criação de

¹⁵⁸ MOREDO DOS SANTOS defende, in *ob. cit.*, pp. 321 a 324, atendendo à anterior redação do artigo 191.º que previa “*A publicação do anúncio preliminar da oferta deve ocorrer até 30 dias após a verificação do facto constitutivo do dever de lançamento*”, e atendendo que o CVM não fixou um prazo máximo, o aplicador da lei deverá começar por aferir quando é que o sujeito passivo tomou, ou poderia ter tomado, conhecimento da constituição do dever. Ora, nos termos e para os efeitos do artigo 16.º, n.º 1, al. a), o participante deverá no prazo de quatro dias comunicar ao mercado que atingiu ou ultrapassou, uma participação de 10%, 20%, um terço, metade, dois terços e 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade aberta. Quer isto dizer, no entender do autor, que por “*imediatamente*”, deverá entender-se, obviamente, um prazo inferior a 30 dias, atendendo à alteração introduzida pelo legislador, devendo o prazo fixar-se nos quatro dias, pois não faria muito sentido que verificado o dever de comunicação, e uma vez constituído o dever de lançamento de OPA na esfera do participante, que este permaneça em silêncio quanto a esse mesmo dever.

¹⁵⁹ PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, pp. 657 e 658.

¹⁶⁰ MENEZES FALÇÃO, *ob. cit.*, pp. 221 e 222.

¹⁶¹ PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, 665.

¹⁶² JULIANO FERREIRA, *ob. cit.*, p. 210.

¹⁶³ Como é o caso da atribuição dos direitos de voto às APSV.

¹⁶⁴ PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, pp. 668 a 670.

¹⁶⁵ PAULO CÂMARA, *ob. cit.*, p. 667.

¹⁶⁶ PAULO CÂMARA, in *ob. cit.*, p. 670, aponta alguns exemplos.

¹⁶⁷ FERREIRA DE ALMEIDA, *ob. cit.*, p. 14.

um *voting cap*, limitando os poderes de voto inerentes à sua participação na sociedade visada.

5.1 *Voting Caps*

Os *voting caps* (ou limitações do direito de voto) são considerados uma medida defensiva preventiva¹⁶⁸ anti-OPA, na medida em que permite a uma sociedade constituir legitimamente uma forma de defesa contra OPAs hostis, introduzindo uma limitação estatutária, tanto na versão original do contrato de sociedade, como em alterações subsequentes, ao número total de votos, que cada accionista pode possuir, independentemente da sua participação no capital social.

Aludindo ao exemplo dado por MENEZES CORDEIRO, se nenhum participante puder dispor de mais de 10% dos votos numa assembleia geral, o oferente, ao lançar uma OPA hostil, estará obrigado a adquirir participações que perfaçam mais de 90% das acções com direitos de voto. Com efeito, esta limitação desincentivará outras sociedades a procederem ao lançamento de OPAs hostis, como facilitará a partilha do controlo por accionistas maioritários que, de outro modo, poderiam ficar sujeitos ao domínio do accionista controlador¹⁶⁹.

Esta limitação estatutária não é estranha entre nós. Podemos encontrá-la nos contratos de sociedade de empresas portuguesas como: a EDP – Energias de Portugal, S.A. (art. 14.º n.º 3), a Pharol, SGPS, S.A. (art. 13.º, n.º 10), o Banco BPI, S.A. (art. 12, n.º 4, al. a)), o BCP (art. 26.º, n.º1), a REN – Redes Energéticas Nacionais (art.º 12, n.º 3), SGPS, S.A., a INAPA – Investimentos, Participações e Gestão, S.A. (art. 13-A), As sociedades portuguesas fazem uso da possibilidade concedida expressamente pelo artigo 384.º, n.º 2, alínea b), do CSC, que não encontra qualquer tipo de obstáculo no CVM, possibilitando àquelas estipularem que não sejam contados votos acima de uma certa percentagem¹⁷⁰, quando emitidos por um só accionista, em nome próprio, ou também

¹⁶⁸MENEZES CORDEIRO in “A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis”, in *Revista da Ordem dos Advogados - Ano 58*, Ordem dos Advogados, Janeiro de 1998, Lisboa, pp. 135 a 139, faz a distinção e medidas defensivas preventivas e as medidas defensivas realizadas no decurso de uma OPA.

¹⁶⁹LOPES MARCELO, *ob.cit.*, p. 66.

¹⁷⁰JOÃO LABAREDA, *ob. cit.*, pp.164 e 165.

como representante de outro¹⁷¹, seja qual for a categoria de acções. Neste sentido, BRITO PEREIRA afirma que “ *A hipótese consagrada na alínea b) representa um mecanismo que goza de alguma popularidade entre nós, e em que, em termos práticos se assume como uma eficaz medida preventiva contra o lançamento de OPAs hostis – normalmente, o estabelecimento desta limitação, seja no contrato de sociedade, seja por alteração superveniente dos estatutos, torna, em termos práticos, inútil a aquisição de acções para 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.*”¹⁷². Inquestionável é a relação estreita existente entre este mecanismo e o dever de lançamento de OPA consagrado no artigo 187.º, do CVM. Porquanto, no caso em análise, e atendendo ao caso fortuito que constituiu a CGD no dever de lançamento de uma OPA, foi requerida pela accionista Parcaixa SGPS, S.A.¹⁷³ a convocatória de uma assembleia geral que continha como um dos pontos da ordem de trabalhos a alteração do contrato de sociedade, de maneira a que fosse adoptado um *voting cap*, ou seja, uma limitação aos direitos de voto a exercer por cada accionista. A assembleia geral ocorreu no dia 6 de Agosto de 2014, tendo a mesma deliberado a aprovação daquele ponto da ordem de trabalhos por uma maioria de 96,62% do capital social representado, com os votos favoráveis da Parpública, da Parcaixa, do BCP e da Fundação Eng.º António Almeida¹⁷⁴.

Desta forma, e se dúvidas houvesse, parece-nos que com a introdução desta limitação estatutária, não podendo os direitos de voto exercidos em assembleia geral ultrapassar um terço das acções representativas do capital social, a CGD ilidiu pública¹⁷⁵ e formalmente a presunção de domínio que sobre si impendia, fazendo uso do mecanismo previsto no artigo 187.º, n.º 2, do CVM¹⁷⁶. Acresce ainda, que ao se ter introduzido este limite, não só deixam de estar preenchidos os pressupostos formais do dever de lançamento de OPA, como o Estado Português, através da CGD e da Parpública, deu

¹⁷¹ OSÓRIO DE CASTRO, *Participação no capital das sociedades anónimas e poder de influência*, in *Revista de direito e de Estudos Sociais*, ano XXXVI, n.º 4, Outubro - Dezembro 1994, pp. 341 e ss.

¹⁷² BRITO PEREIRA, *ob. cit.*, pp. 197 a 199.

¹⁷³ http://www.inapa.pt/uploads/documentos/documento_1405069052_1085.pdf

¹⁷⁴ http://www.inapa.pt/uploads/documentos/documento_1407844386_4221.pdf

¹⁷⁵ [http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM \(PT\)/20140806175151_20140806_deliberacoes_AG.pdf](http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM (PT)/20140806175151_20140806_deliberacoes_AG.pdf)

¹⁷⁶ [http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM \(PT\)/20140822173128_20140822_Parcaixa_sobre_ausencia_pressupostos_OPA.pdf](http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM (PT)/20140822173128_20140822_Parcaixa_sobre_ausencia_pressupostos_OPA.pdf)

um sinal claro ao mercado que não tinha nenhum interesse em deter o controlo ou o domínio da INAPA.

Neste contexto, a introdução de um *voting cap* nos estatutos de uma sociedade é uma forma legítima e eficaz de limitar o controlo dos accionistas sobre as sociedades visadas¹⁷⁷ e, por conseguinte, afastar o dever de lançamento de uma OPA, na medida em que a prova negativa do domínio se encontra produzida.

5.2 Posição da CMVM

A DdOPA, nos seus artigos 9.º e 11.º, estipula restrições às medidas defensivas anti-OPA, estabelecendo que 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 directiva ficam sem efeito na assembleia-geral de accionistas que tomar uma decisão sobre eventuais medidas de defesa nos termos do artigo 9.º*”¹⁷⁸. Segundo o n.º 3 daquele artigo 11.º que veio propôr a introdução da *breakthrough rule* nos ordenamentos jurídicos dos diferentes Estados-Membros, as restrições em matéria de direito de voto não serão oponíveis ao oferente no momento em que este lança uma OPA sobre a sociedade visada, na medida em que, quer resulte dos estatutos, quer se encontre estabelecido em contratos celebrados entre a sociedade e os titulares dos seus valores mobiliários, as limitações aos direitos de voto deverão ser ineficazes, no âmbito do lançamento de uma OPA, quer esta seja voluntária ou obrigatória¹⁷⁹. O modelo previsto na Directiva permitiu aos Estados-Membros a adopção, com carácter obrigatório ou voluntário, da regra de quebra de limites dos direitos de voto, sendo que o legislador português decidiu-se por fazer uso da faculdade conferida pelo artigo 12.º daquele diploma legal, não exigindo que as sociedades portuguesas “*apliquem o disposto (...)no artigo 11.º (breakthrough rule)*”. Na verdade, o legislador comunitário, ao criar um regime

¹⁷⁷Neste sentido, LOBO XAVIER, in n.ºs 2 e 3 do estudo de FERRER CORREIA/LOBO XAVIER, “*As Limitações ao poder de voto dos accionistas e as acções do Estado e do I.P.E.*”, in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, ano 119º, n.ºs 3745 e 3747, Coimbra Editora, refere que através da introdução da limitação legitimada pelo artigo 348.º, n.º 2, alínea b), do CSC, pretende-se balizar o poder de voto dos grandes accionistas, dificultar a cristalização de maiorias e, assim, a estabilização de um controlo sobre a sociedade. v. Também LOPES MARCELO, *ob. cit.*, pp. 66 a 70.

¹⁷⁸ Artigo 11.º, n.º 3, da DdOPA.

¹⁷⁹MENEZES LEITÃO, “*As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil*”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume VII, Coimbra Editora, 2007, pp. 73 e 74.

facultativo no artigo 12.º optou por tentar equilibrar, por um lado, a tese dos que defendem um mercado de controlo societário sem barreiras, e por outro, um espaço de licitude para a utilização de medidas e meios de defesa legítimos. Todavia, a verdade é que a *breakthrough rule* não atingiu os objectivos para o qual foi criada^{180/181}, não tendo sido transposta pela grande maioria dos Estados-Membros, mantendo-se os respectivos regimes legais, no que concerne ao funcionamento do mercado de controlo societário e ao processo de lançamento de uma OPA, praticamente sem alterações, conforme se evidencia na síntese que consta do memorando de resposta da AEM à consulta pública da CMVM e que ora se junta ao nosso trabalho como Anexo I.

Não obstante a CMVM querer pôr termo aos *voting caps*^{182/183} enquanto mecanismo que, por um lado poderá ser utilizado para ilidir a presunção do dever de lançamento de OPA que sobre o participante recai, ou poderá vir recair, e, por outro, proteger a sociedade visada quando confrontada com uma OPA hostil¹⁸⁴. O artigo 182.º- A do CVM, com a epígrafe “*Suspensão voluntária de eficácia de restrições transmissivas e*

¹⁸⁰ Cristophe Clerc, Fabrice Demarigny e Diego Valiante, Mirzha de Manuel Aramendía, in “*A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*”, Marccus Partners, The Mazars Group, Pinsent Masons, European Capital Market Institute and Center for European Policy Studies, p. 80: “*Only one member state in the sample countries transposed the breakthrough rule (Estonia), but there is no reported case that the rule has been used so far (2012).*”.

¹⁸¹ Também no Relatório da Comissão ao Conselho ao Parlamento Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões relativo à aplicação e eficácia da Directiva relativa às ofertas públicas de aquisição (Directiva 2004/25/CE), p. 9: “*No momento da adoção da Directiva, a ideia era de que os acionistas pudessem pressionar no sentido de as disposições facultativas serem aplicadas voluntariamente pelas sociedades, quando os Estados-Membros escolhessem não as transpor. Verificasse, todavia, que assim não aconteceu. Pode, portanto, considerar-se que a Directiva não é muito eficaz para regular a utilização de medidas de defesa. As partes interessadas confirmam-no.*”.

¹⁸² Todavia a CMVM não rejeita os *voting caps* como medida legítima para ilidir o dever de lançamento de uma OPA, porquanto no seguimento da aquisição da participação do Banco Itaú no BPI, o CaixaBank passou a deter 48,87% do capital social daquele banco, tendo o regulador reconhecido expressamente que o CaixaBank não estava constituído no dever de lançamento de OPA sobre o BPI, desde que se continuassem a verificar os seguintes pressupostos: i) o CaixaBank não possa exercer por si só o domínio na Assembleia Geral do BPI por existirem accionistas qualificados que, no seu conjunto, superem o poder de voto do CaixaBank; (ii) haja proporcionalidade entre a percentagem dos direitos de voto que o CaixaBank pode exercer e o número de administradores por si designados para o Conselho de Administração do BPI; (iii) **se mantenha a actual limitação estatutária aos direitos de voto** e (iv) a evolução da intervenção do CaixaBank no governo societário do BPI seja comunicada regularmente à CMVM. Adicionalmente, o regulador considera que, no caso hipotético de lançamento pelo CaixaBank de uma OPA sobre o BPI nos próximos dois anos, a contrapartida da oferta - sem prejuízo do cumprimento dos critérios da contrapartida mínima em caso de OPA obrigatória - não poderá ser inferior ao preço por acção pago na presente aquisição.

¹⁸³ <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ39092.pdf>

¹⁸⁴ A título de exemplo, a OPA lançada pela SONAECOM – SGPS, S.A. sobre a PT, anunciada preliminarmente a 6 de Fevereiro de 2006, a OPA lançada pelo BCP sobre o BPI, anunciada preliminarmente em 13 de Março de 2006 e, mais recentemente, a OPA lançada pelo CaixaBank sobre o BPI, anunciada preliminarmente em 17 de Fevereiro de 2015.

de direito de voto”, deixou à discricionariedade das sociedades¹⁸⁵ a inclusão, ou não, de uma cláusula estatutária que previsse a suspensão voluntária da eficácia de restrições ao exercício do direito de voto, confiando a CMVM no bom funcionamento do mercado, designadamente, “*na pressão dos mercados como instrumento para evitar a eternização das cláusulas restritiva*”¹⁸⁶, prevalecendo o princípio da autonomia privada das sociedades e soberania dos respectivos accionistas na eliminação ou suspensão das referidas cláusulas, por forma a permitir às sociedades a captação de recursos de capital ao menor custo.

Actualmente, atendendo ao actual contexto da economia portuguesa e europeia, no sentido de se aumentar a competitividade do mercado de controlo societário, o regulador defende, de modo inequívoco, a suspensão das cláusulas restritivas ao exercício dos direitos de voto por parte dos participantes na sociedade, tornando mais fluído o funcionamento do mercado de controlo das sociedades abertas, favorecendo o investimento, potenciando a liquidez e melhorando a governação das empresas. Com efeito, e na opinião da CMVM, estas cláusulas restritivas do exercício do direito de voto “*obstaculizam a alteração do status quo existente*”¹⁸⁷ na medida em que os accionistas estarão sempre limitados no exercício do seu poder decisório em AG, havendo uma clara distorção entre o controlo efectivo e o capital detido pelo participante.

A proposta da CMVM para que fosse adoptada inequivocamente a *breakthrough rule* no ordenamento jurídico português acabou por não ter consagração legislativa levantando-se um coro de críticas à posição assumida pela mesma, designadamente, do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) e da Associação de Emitentes Portugueses (AEM)¹⁸⁸. Na verdade, já na altura em que se procedeu à transposição da Directiva, em 2007, a grande maioria dos Estados-Membros persistia na defesa do seu nacionalismo económico, o que na minha opinião se terá acentuado nestes últimos anos em Portugal, atendendo ao facto de que: (i) as capitalizações bolsistas das empresas cotadas portuguesas se encontrarem, na maioria dos casos, em mínimos históricos; (ii) os grupos económicos nacionais e os accionistas de referência estarem notoriamente

¹⁸⁵ Conforme reconhece a CMVM, in Consulta Pública da CMVM sobre o anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do CVM, p.3, “*o legislador português foi particularmente sensível às dificuldades e equilíbrios que estiveram na base do compromisso que gerou as regras comunitárias.*”

¹⁸⁶ Consulta Pública da CMVM sobre o anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do CVM, p. 3.

¹⁸⁷ Consulta Pública da CMVM sobre o anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do CVM, p. 5.

¹⁸⁸ v. Memorando de Resposta da AEM à *Consulta Pública promovida pela CMVM sobre o anteprojecto de alteração ao artigo 182-A, do CVM*, pp. 1 a 33.

descapitalizados; (iii) as empresas terem uma maior dificuldade em aceder ao financiamento externo, nomeadamente, ao financiamento bancário que viu as suas condições de financiamento deteriorarem-se significativamente. Neste contexto, o levantamento deste tipo de cláusulas restritivas significaria que as principais empresas nacionais ficariam expostas ao risco de OPAs hostis por parte dos denominados *corporate riders*, a saber: empresas ou investidores com recursos financeiros ilimitados e com uma fortíssima capacidade de endividamento, que poderiam vir a adquirir as empresas portuguesas a preço de saldo¹⁸⁹.

Na minha opinião o mercado português não é eficiente, atendendo a uma latente falta de liquidez; o *free float*¹⁹⁰ das empresas é reduzido, resultando numa menor transaccionalidade das acções de uma empresa no mercado de capitais e o facto de em várias sociedades verificarmos uma forte concentração de capital num só accionista. Bastará ao oferente adquirir a participação do accionista controlador para, em princípio, adquirir o domínio sobre uma sociedade, resultando esta situação da desproporcional distribuição dos capitais existentes nas sociedades portuguesas.

Assim, confrontamo-nos com uma dicotomia de interesses acentuada. De um lado, a protecção das sociedades abertas portuguesas e o respeito pela soberania dos accionistas na aplicação ou não da *breakthrough rule* e, por outro, o aumento da competitividade do mercado de controlo societário português, o sucesso das OPAs no mercado português e o eventual interesse dos accionistas nesse mesmo sucesso.

Acredito que acabar com este tipo de cláusulas restritivas não será necessariamente sinónimo de um aumento da competitividade do mercado de controlo societário português, até porque este sistema não se encontra devidamente testado no quadro corporativo europeu, podendo revelar-se desastrosa num mercado com tão pouca dimensão no panorama comunitário.

Todavia, também é verdade que muitas vezes este tipo de blindagens acabam por tender a favorecer um pequeno número de accionistas da sociedade visada, no âmbito de uma OPA, por contraponto com aquilo que é o interesse da maioria dos accionistas

¹⁸⁹ Tanto assim é, que no contexto da grave crise económica que alguns estados da União Europeia têm vindo a atravessar, houve uma maior preocupação da parte destes em legislar no sentido de favorecer a estabilidade do controlo accionista e proteger as suas empresas contra ataques de *corporate riders* internacionais, v.g., a Itália, ao publicar o Decreto-Lei n.º 185, de 29 de Novembro, conhecido como o “Decreto anti-crise”, que veio eliminar a adopção obrigatória da *breakthrough rule*.

¹⁹⁰ Por *free float* entenda-se as acções que se encontram em circulação no mercado excluindo-se aquelas que pertencem ao controlador.

minoritários, conduzindo ao insucesso daquele tipo de ofertas. Deste modo, muitas vezes ao estarmos a falar da soberania dos accionistas, estamos a falar verdadeiramente da soberania de um accionista, o controlador, conferindo ao contrato de sociedade um carácter instrumental utilizado na prossecução dos seus interesses.

Na minha opinião e apesar de reconhecer, que face à pouca liquidez existente no mercado de capitais português, será sempre um fim de difícil alcance, um cenário idealista não passaria pela alteração do artigo 182.º - A do CVM, mas sim por uma maior transaccionalidade das acções no mercado de capitais português, principalmente aquelas que se encontrem concentradas de uma forma elevada no mesmo accionista. Se assim for, uma maior dispersão do capital social de uma empresa por outros investidores, ou participantes, possibilitará que as sociedades visadas pelo lançamento de uma OPA possam decidir de uma forma mais democrática o destino que pretendem dar àquela oferta.

6. Conclusões

Face ao exposto, e depois do percurso percorrido, chegou a altura de apresentarmos algumas conclusões a que chegámos no âmbito do presente trabalho.

A primeira conclusão, e talvez a mais importante, é que não deverão ser considerados os direitos de voto “*em potência*”¹⁹¹, isto porque, se a constituição do dever de lançamento de OPA na esfera jurídica de um participante pressupõe a aquisição do controlo da sociedade, com base em critérios quantitativos fixos (um terço e metade dos direitos de voto), não fará sentido pressupor que aquele controlo exista com base em direitos de voto que possam vir a existir no futuro. Assim sendo, e num primeiro momento, as APSV subscritas por um participante não deverão relevar para o cálculo dos direitos de voto que constituem aquele num dever de lançamento de OPA. Questão diferente será quando àquelas forem atribuídos novamente os direitos de voto, nos termos e para os efeitos do artigo 382.º, n.º 3, do CSC. Na nossa opinião, estes direitos de voto relevam para efeito do cálculo previsto no artigo 20.º, do CVM, mecanismo que permitirá aferir se o participante se encontra constituído no dever de lançamento de OPA. Com efeito, e ainda que encontremos algum sentido nos argumentos apresentados em sentido

¹⁹¹ MOREDO DOS SANTOS, *ob. cit.*, p. 259.

contrário por parte da doutrina, nomeadamente RAÚL VENTURA, estes deverão ceder sempre perante outros princípios que se elevam, tais como: a protecção da transaccionalidade do mercado de capitais ou a confiança dos investidores, sendo esta última condição essencial para o bom funcionamento daquele.

Em segundo lugar, concluímos que o sistema utilizado para calcular os votos que relevam para efeitos do dever de lançamento de OPA e que vem consagrado no artigo 20.º do CVM, deverá ser analisado sempre numa perspectiva dinâmica. Assim sendo, as alíneas elencadas naquele artigo são verdadeiras presunções legais relativas, devendo por isso ser interpretadas pelo aplicador da lei, sempre nos termos do artigo 9.º Código Civil, sob pena de se conceberem manifestas distorções teleológicas do regime da OPA obrigatória, ficando constituído um participante no dever de lançamento de OPA com base em pressupostos formais, sem que o pressuposto material, a aquisição do domínio da sociedade, se verifique.

Em terceiro lugar, acreditamos que os *voting caps* constituem um mecanismo legalmente válido para ilidir a presunção de controlo que sobre o participante impende, principalmente quando aquele é introduzido nos estatutos de uma sociedade pelo accionista que se presume controlador. Desta forma, e se se limitarem os direitos de voto emitidos por um único accionista acima de determinada percentagem do capital social, nomeadamente as previstas no n.º 1, do artigo 187.º do CVM, deverá considerar-se que foi feita a prova do domínio negativo perante a CMVM, demonstrando o participante que, através dos direitos de voto que detém, não consegue projectar a sua influência na conformação da vontade colectiva de sociedade visada e, consequentemente, exime-se do dever de lançamento de OPA.

Por último, acreditamos que as blindagens não devem ser encaradas como um mal no mercado de capitais que impossibilita o bom desenvolvimento e funcionamento deste. Acredito que esse desenvolvimento não é posto em causa, necessariamente, através do recurso a medidas defensivas anti-opa legítimas, permitindo à administração da sociedade zelar, a longo prazo, pelos interesses da sociedade, dos accionistas, dos seus trabalhadores, dos seus clientes e dos seus credores. Todavia, acredito também que uma maior regulação sobre o mercado de controlo societário seria encarada com bons olhos, na medida em que se deve evitar que as decisões sobre a gestão e destinos de uma sociedade se concentrem de forma perpétua num só accionista, podendo pôr em causa,

consequentemente, os interesses dos restantes accionistas e o bom funcionamento do mercado de capitais. O cenário ideal, na minha opinião, estaria numa maior transaccionalidade dos títulos de uma empresa no mercado, inclusive os do accionista controlador, permitindo que o capital da sociedade estivesse mais disperso, tendo como consequência uma maior democratização na tomada de decisão sobre os destinos de uma sociedade. Uma configuração do mercado de capitais português nestes moldes repercutir-se-ia, à partida, num crescimento da confiança dos investidores, levando a um aumento, e um maior dinamismo dos seus investimentos nesse mesmo mercado, apesar de reconhecermos que a reduzida liquidez, que caracteriza o mercado de capitais português nos dias de hoje, consubstancia um obstáculo tremendamente difícil de ultrapassar.

Anexo I

Síntese da Transposição da Directiva da OPA

Tabela 1 – Síntese da Transposição da Directiva das OPA				
	<i>Neutralidade</i> Adoptado Regime do art.º 9/(2)(3)?	<i>Breakthrough:</i> Adoptado Regime do art.º 11.º?	<i>Reciprocidade:</i> Adoptado Regime do art.º 12.º?	<i>Condição de</i> Lançamento de OPA Obrigatória
Alemanha	Não	Não	Sim	30%
Bélgica	Não	Não	Sim	30%
Dinamarca	Não	Não	Sim	33%
Holanda	Não	Não	Sim	30%
Itália	Não	Não	Sim	30%
Luxemburgo	Não	Não	Sim	33%
Polónia	Não	Não	Sim	66%
Chipre	Sim	Não	Sim	30%
Eslovénia	Sim	Não	Sim	25%
Espanha	Sim	Não	Sim	30%
França	Sim	Não	Sim	33%
Grécia	Sim	Não	Sim	33%
Hungria	Sim	Não	Sim	25%
Portugal	Sim	Não	Sim	33%
Austria	Sim	Não	Não	30%
Eslováquia	Sim	Não	Não	33%
Finlândia	Sim	Não	Não	30%
Irlanda	Sim	Não	Não	30%
Malta	Sim	Não	Não	50%
Reino Unido	Sim	Não	Não	30%
Rep. Checa	Sim	Não	Não	40%
Suécia	Sim	Não	Não	30%
Estónia	Sim	Sim	Não	50%
Letónia	Sim	Sim	Não	50%
Lituânia	Sim	Sim	Não	40%

Fonte: Comissão (2007)

Bibliografia

- ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial, Vol. II, 4.ª edição, Almedina, Coimbra 2011;*
- AEM, *Memorando de Resposta da AEM à Consulta Pública promovida pela CMVM sobre o anteprojecto de alteração ao artigo 182-A, do CVM;*
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *Os Valores Mobiliários: conceito, espécies e regime jurídico, in Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto, ISSN 1645-1430. Ano 5, Coimbra Editora 2008;*
- ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, *OPA Obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento, in Estudos do Instituto de Valores Mobiliários, 2013;*
- ASCENÇÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, *As Acções, Direito dos Valores Mobiliários, vol. II, 1.º Edição, Coimbra Editora 2011;*
- BERLE, ADOLPH / MEANS, GARDINER, *The Modern Corporation and Private Property, (reimpressão), New Jersey, 1991;*
- CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários, 2ª Edição, Almedina 2011;*
- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, *Acções Preferenciais Sem Voto, in Problemas de Direito das Sociedades, Almedina, 2ª Reimpressão, Julho de 2002;*
- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, *Os casos de obrigatoriedade de lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição, in Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários, Edifisco, Lisboa 1992;*

- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, “A imputação dos direitos de voto na Código de Valores Mobiliários”, in *Cadernos dos Valores Mobiliários*, n.º 7, CMVM, 2000;
- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, *Participação no capital das sociedades anónimas e poder de influência*, in *Revista de direito e de Estudos Sociais*, ano XXXVI, n.º 4, Outubro - Dezembro 1994;
- CLERC, CRISTOPHE / DEMARIGNY, FABRICE / VALIANTE DIEGO e ARAMENDIA, MIRZHA DE MANUEL, *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*, Marccus Partners, The Mazars Group, Pinsent Masons, European Capital Market Institute and Center for European Policy Studies;
- CLOTTENS, CARL, *Empty Voting: A European Perspective*, ECFR 2012;
- CMVM, Consulta Pública n.º 11/2005 sobre o anteprojecto do diploma de transposição da directiva das OPAs;
- CMVM, *Relatório final da consulta pública n.º 11/2005 sobre anteprojecto de diploma de transposição de directiva das OPA*;
- CMVM, *Consulta Pública da CMVM sobre o anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do CVM*;
- COMISSÃO EUROPEIA, *Relatório da Comissão ao Conselho, ao Parlamento Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões relativo à aplicação e eficácia da Directiva relativa às ofertas públicas de aquisição (Directiva 2004/25/CE)*, Bruxelas – 14.09.2009;
- CORREIA, ANTÓNIO FERRER / XAVIER, VASCO LOBO, *As Limitações ao poder de voto dos accionistas e as acções do Estado e do I.P.E.*, in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, ano 119º, n.ºs 3745 e 3747, Coimbra Editora;

- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *Manual de Direito das Sociedades II – Das Sociedades em Especial – 2006, 1.º Edição, Almedina, 2006;*
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *OPAs Obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não- realização*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, ano III (2011), n.º 4;
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *A OPA estatutária como defesa contra tomadas hostis*”, in *Revista da Ordem dos Advogado - Ano 58, Ordem dos Advogados, Janeiro de 1998, Lisboa;*
- CUNHA, PAULO OLAVO, *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas: As Acções Privilegiadas, 1.º Edição, Almedina, Coimbra 1993;*
- ESMA, *Public Statement Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive;*
- FALCÃO, JOÃO PAULO MENEZES, *A OPA Obrigatória*, in *Direito dos Valores mobiliários, Vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2001;*
- FERREIRA, JULIANO, *Excepções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição*”, in *Direito das Sociedades em Revista, ano 3, vol. 6, Almedina, 2011;*
- FERNANDES, LUÍS A. CARVALHO, *Teoria Geral do Direito Civil II – Fontes, Conteúdo e Garantia da Relação Jurídica, 4.ª edição, Universidade Católica Editora, Lisboa 2007;*
- HOPT, KLAUS, *A harmonização do regime das ofertas públicas (OPAs) na Europa*, in *Direito dos valores mobiliários, Vol. V, Coimbra Editora, Coimbra 2004;*
- LABAREDA, JOÃO ANTÓNIO DA CUNHA, *Das Acções na Sociedades Anónimas*, Associação Académica da Universidade de Direito de Lisboa, 1988;

- LEITÃO, LUÍS MENEZES, *A responsabilidade civil no âmbito da O.P.A.*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, Coimbra Editora, Coimbra, 2003;
- LEITÃO, LUÍS MENEZES, *As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil*”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume VII, Coimbra Editora, Coimbra 2007;
- MACHADO, JOÃO BAPTISTA, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, 16. Reimpressão, Setembro de 2007, Almedina;
- MARCELO, PAULO LOPES, *A Blindagem da Empresa Plurissocietária*, 1.º Edição, Almedina 2002;
- MARQUES, ELDA, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. V (arts. 271.º a 372.º - B), coordenado por COUTINHO DE ABREU, Almedina 2012;
- MAZARS, *Study conducted for the European Comision on the application of selected obligations of directive 2004/109/EC*, 2009;
- MUCCIARELLI, FEDERICO, *Equal Treatment of Shareolders and European Union Law – Case note on the Decision “Audiolux” of the European Court of Justice*, in *European Company Financial Law Review*, vol. 7, issue 1, 2012;
- NEVES, VITOR PEREIRA, *Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e de exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*. - 1ª vol.;
- OLAVO, CARLOS, *O Dividendo Prioritário nas Acções Preferenciais Sem Voto*, *O Direito*, Ano 127, III-IV, Editora Internacional, Lisboa, 1995;
- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *OPA obrigatória e controlo indirecto*, in *Revista de Direito das Sociedades IV*, 3, Almedina 2012;

- PAPADOPULOS, THOMAS, *The Mandatory Provisions of the Takeover Bid Directive and their defficiencies*, in *Law and Financial Markets Review – LMFR*, Vol. I, n.º 6, 2007;
- PEREIRA, JORGE BRITO, *A OPA Obrigatória*, Almedina 1998;
- PERES, JOAQUIM VIEIRA, VIEIRA PERES, *Acções Preferenciais Sem Voto*, in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Out – Dez 1988, ano XXX (III da 2.ª Série), n.º 4, Almedina;
- RESENDE, JOÃO MATTAMOUROS, *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Universidade Católica Editora, Lisboa 2010;
- SANTOS, HUGO MOREDO DOS, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, 1.º Edição, Coimbra Editora 2011;
- SEQUERIA, MANUEL JOSÉ CARDOSO, *OPA obrigatória – Impacto das relações de domínio e de grupo*, in *Revista de Direito das Sociedades – Ano VI* , número 1, Almedina 2014;
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina 2001;
- SILVA, JOÃO SOARES DA, *Mandatory Bid Rule e Alternativa necessária em dinheiro: nota sobre o artigo 188.º, 3, do Código dos Valores Mobiliários*, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Inocêncio Galvão Telles*, vol. IV, Almedina, Coimbra 2003;
- SILVA, JOÃO SOARES DA, *Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários*”, in *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, número 26, CMVM, Abril de 2007;

- SILVA, PAULA COSTA E, *A imputação dos direitos de voto na oferta pública de aquisição*”, in *Direitos dos Valores Mobiliários, volume VII, Coimbra Editora, Coimbra 2007*;

- T.C., HENRY / BLACK, BERNARD, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 *Southern California Law Review* 811 (2006);

- VENTURA, RAÚL, *Estudos Vários Sobre as Sociedades Anónima – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra 1992*;

- VENTURA, RAÚL, *Ofertas públicas de aquisição e de venda de valores mobiliários in Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas - comentário ao Código das Sociedades Comerciais, Almedina, 1992*;

- WYMEERSCH, EDDY, *A New look at the Debate About the Takeover Directive*, *Financial Law Institute Working Paper No. 2012-05, Ghent University, 2012*.

Jurisprudência

- Acórdão do Tribunal de Justiça (Quarta Secção), de 15 de Outubro de 2009, “Audiolux S.A. e o. contra Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) e o. e Bertelsmann AG e o.”, Proc. C- 101/08.

(<http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=76768&doclang=PT>)

Outros documentos referidos no trabalho

- Aviso para o exercício de direitos de subscrição das acções preferenciais sem voto no aumento de capital realizado pela sociedade INAPA;

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd21422.pdf>

- Prospecto do aumento de capital realizado pela sociedade INAPA;

http://www.inapa.pt/uploads/cms/20110923184316_prospecto_inapa.pdf

- Comunicação da INAPA informando o mercado que por força da atribuição dos direitos de voto às acções preferenciais sem voto emitidas por esta sociedade, a Parpublica passou a ser titular de uma participação representativa de 10,88% do capital social da INAPA;

[http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM_\(PT\)/20140502104958_20130502_participacao_Parpublica.pdf](http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM_(PT)/20140502104958_20130502_participacao_Parpublica.pdf)

- Comunicado da INAPA a informando o mercado que as acções preferenciais sem voto emitidas por esta passaram a conferir o direito de voto aos respectivos titulares;

[http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM_\(PT\)/20140423184045_20140423_direito_de_voto.pdf](http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM_(PT)/20140423184045_20140423_direito_de_voto.pdf)

- Parcaixa apresentou proposta de deliberação com o intuito de estabelecer uma limitação estatutária relativamente ao exercício dos direitos de voto conferidos pelas acções preferenciais sem voto;

http://www.inapa.pt/uploads/documentos/documento_1405069052_1085.pdf

- Acta da Assembleia Geral de accionistas da INAPA realizada em 06 de Agosto de 2014.

http://www.inapa.pt/uploads/documentos/documento_1407844386_4221.pdf

- Informação da INAPA ao mercado sobre a alteração estatutária (introdução do artigo 13.º-A) introduzida no contrato social da Sociedade após a assembleia geral realizada em 06 de Agosto de 2014;

[http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM_\(PT\)/20140806175151_20140806_deliberacoes_AG.pdf](http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM_(PT)/20140806175151_20140806_deliberacoes_AG.pdf)

- Comunicado da INAPA ao mercado dando conta que a Parcaixa, através uma comunicação àquela sociedade, entendeu que a alteração estatutária introduzida no contrato social da sociedade determina o termo do pressuposto formal do dever de lançamento de uma OPA obrigatória;

[http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM_\(PT\)/20140822173128_20140822_Parcaixa_sobre_ausencia_pressupostos_OPA.pdf](http://www.inapa.pt/uploads/cms/CMVM_(PT)/20140822173128_20140822_Parcaixa_sobre_ausencia_pressupostos_OPA.pdf)

- Comunicação do BPI.

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ39092.pdf>