

OPA obrigatória e controlo indireto*

PROF.ª DOUTORA ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA

SUMÁRIO: 1. *Introdução*. 2. *A OPA obrigatória: ratio e pressupostos*: 2.1. *Aspetos gerais*; 2.2. *A igualdade de oportunidades entre os sócios*; 2.3. *A tutela dos acionistas minoritários: inexigibilidade de permanência na sociedade perante os perigos do controlo e/ou a modificação objetiva do perfil de risco do investimento*. 3. *Constituição do controlo ou mudança do controlo*: 3.1. *A amplitude da tutela conferida pelo regime português da OPA obrigatória e implicações para os grupos de sociedades*: 3.1.1. *A irrelevância da fonte da aquisição e do instrumento do controlo*; 3.1.2. *Relevância simultânea do controlo direto e indireto. O princípio da “dupla contabilização” ou não absorção do controlo indireto*: 3.1.2.1. *Aquisição downstream*; 3.1.2.2. *Aquisição upstream, aquisição em cadeia e “OPA em cascata”*; 3.1.3. *Aquisição concertada do controlo (concert party; acting in concert)*; 3.2. *Balanço sobre o alcance do sistema do CVM*. 4. *As mudanças no controlo relevantes*: 4.1. *Simultânea mudança subjetiva e objetiva do controlo*; 4.2. *Simple mudança subjetiva: alteração da titularidade sem necessária mudança objetiva da posição de controlo*; 4.3. *Modificação objetiva sem modificação subjetiva?* 5. *A circulação do controlo nos grupos de sociedades em especial: relevância do princípio da absoluta neutralidade da deslocação intragrupo do controlo?* 6. *Introdução de nova sociedade holding e mudança do controlo*: 6.1. *Mudança da titularidade direta, com manutenção do titular indireto: desconsideração da titularidade direta dos votos pela holding?*; 6.2. *As fronteiras da “absoluta neutralidade” da modificação*; 6.3. *O caso particular da criação de holding familiar*; 6.4. *A criação de holding e a implementação de uma estrutura piramidal*; 6.5. *Balanço*; 6.6. *Implicações europeias e constitucionais*; 6.7. *Conclusões*. 7. *Responsabilidade civil por incumprimento do dever de lançar a OPA. Execução específica do dever legal de contratar. Conclusões*.

1. Introdução

Em muitas hipóteses, não é evidente a resposta ao problema de saber se vigora um dever de lançar oferta pública de aquisição, em particular em caso de controlo indireto, em cadeia ou multinível, *maxime* no âmbito de estruturas de grupo piramidais, com as conhecidas dificuldades acrescidas que

* O presente texto foi concluído em 31 de janeiro de 2012, tendo em conta elementos disponíveis até essa data.

tais constelações acarretam no direito mobiliário, societário e no direito dos grupos em especial. A determinação da existência em concreto de uma obrigação de lançamento de oferta pública exige, por isso, uma atenta análise dos pressupostos e da *ratio* da OPA obrigatória, tal como se encontra estabelecida no artigo 187.º do CVM.

É sabido que as situações de controlo indireto podem dar origem a grupos organizados em cadeia – que não se confundem com “grupos nos grupos” (*Konzern im Konzern*)¹ –, nos quais a direção unitária é exercida através de uma pluralidade de níveis de domínio (grupos «multinível», *hoc sensu*): a sociedade-mãe controla a sociedade-filha (1.º nível), que, por sua vez, controla a sociedade-neta (2.º nível), que pode ainda controlar uma sociedade-bisneta (3.º nível) e assim sucessivamente, num conjunto de hipóteses capazes de revelar extraordinária complexidade, alargada, por vezes, pela presença de diversas sociedades controladas (sociedades-irmãs) em cada nível de domínio e, eventualmente, por diferentes fontes de controlo coexistentes. No essencial, vale, entre nós, a asserção há muito formulada por Bayer² para o ordenamento alemão, segundo a qual “não se colocam à imaginação dos construtores ou juristas do grupo quaisquer limites legais à formação de grupos multinível”, cuja construção pode ocorrer por formas diversas³. São muitas, de facto, as possibilidades deixadas em aberto pela lei portuguesa. Especialmente duvidosos podem ser os casos em que no contexto do grupo é introduzido um novo nível de domínio, *maxime* uma nova *holding*, os quais estudamos autonomamente: se nada impede essa modificação da estrutura do grupo, haverá, todavia, que

¹ Existe, nos casos de controlo indireto, um grupo único. Cf. KARSTEN SCHMIDT, *Konzernunternehmen, Unternehmensgruppe und Konzern-Rechtsverhältnis*, em *FS für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag*, Köln, 2000, 1167-1192 (1186 ss.).

² *Mehrstufige Unternehmensverträge*, em *Beiträge zum Zivil- und Wirtschaftsrecht. FS für Kurt Ballersted zum 70. Geburtstag*, Berlin, 1975, 157-183 (165).

³ Em geral, a construção do grupo multinível pode resultar, *v.g.*, da aquisição de uma participação maioritária num grupo, que atribui à adquirente a imediata qualidade de empresa-mãe – com a vantagem de permitir formar uma empresa de grande dimensão com capital relativamente diminuto, originando o conhecido efeito telescópico ou piramidal [sobre este, cf., em especial, BAUMS/VOGEL, *Die konzerntypischen Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung*, LUTTER/SCHNEIDER/SCHNEIDER, *Handbuch der Konzernfinanzierung*, Köln, 1998, 247-287; UWE H. SCHNEIDER, *Das Recht der Konzernfinanzierung*, ZGR 3/1984, 499-537 (504-506); U. H. SCHNEIDER, *Die Gründung von faktischen GmbH-Konzernen. Zuständigkeiten und Finanzierung*, em *Entwicklungen im GmbH-Konzernrecht*, Berlin, New York, 1986, 121-150 (135 ss.)] – ou ainda resultar de medidas de reorganização interna do grupo. Cf., *v.g.*, REHBINDER, *Gesellschaftrechtliche Problememehrstufiger Unternehmensverbindungen*, ZGR 5/1977, 581-649 (583); GÖRLING, *Die Konzernhaftung in mehrstufigen Unternehmensverbindungen*, Frankfurt a. M., Berlin, Bern, New York, Paris, Wien, 1998, 28; LAKNER, *Der mehrstufige Konzern*, Köln, Berlin, München, 2005, 14 e 15.

analisar os efeitos jurídicos da constituição desta sociedade, em particular no que toca à obrigatoriedade de lançamento de oferta pública de aquisição⁴.

O problema coloca-se na fronteira entre o direito dos valores mobiliários e o direito societário (e, dentro deste, em particular do direito dos grupos de sociedades), convocando, pois, a interpretação do artigo 187.º do CVM princípios e valores próprios de ambos os sectores do ordenamento. A análise da *ratio* da norma comprovará que, apesar da localização sistemática e das preocupações próprias de tutela do mercado, são razões tipicamente jus-societárias de tutela dos sócios minoritários, num plano patrimonial e extrapatrimonial, que estão em jogo no artigo 187.º⁵. Tal não é de estranhar, muito menos num contexto em que se tem apontado a tendência para uma (re)aproximação do direito mobiliário do direito societário⁶ e, consequentemente, dos instrumentos próprios

⁴ Diferente dos problemas que aqui se estuda é, portanto, o das tentativas exteriores de aquisição do controlo sobre sociedades do grupo, seja a sociedade-mãe, seja uma sociedade-filha. Em tais hipóteses, não existe uma reorganização do grupo em sentido próprio, que implica a não alteração da cúpula. No caso de desdobramento do grupo *para cima* (entrada *ex novo* de sociedade de topo), já não estamos, na verdade, perante um problema de reestruturação do grupo, na medida em que o *ultimate controller* já não é o mesmo. A situação já foi por nós analisada noutro contexto. Dissemos, então, que os efeitos da aquisição do controlo por uma sociedade (A) sobre outra (B) que, por sua vez, controla uma terceira sociedade (C) são equiparáveis para os sócios da sociedade B, sobre a qual o controlo é diretamente adquirido, e para os sócios da sociedade C, que era dominada pela sociedade B e, materialmente, passa agora a ser dominada pela sociedade A. Do ponto de vista da sociedade A, trata-se, naturalmente, de questão idêntica ao “comum” problema de entrada *ex novo* no grupo, diferentemente do que sucede em relação às sociedades B e C, que já antes mantinham uma relação de grupo. Todavia, tal como aos sócios da sociedade da cúpula é atribuído o direito de exoneração se da integração no grupo resultar a inexigibilidade da respetiva permanência na sociedade, não será raro que a aquisição do controlo pela sociedade A torne «desrazoável» impor aos sócios da sociedade B a sua manutenção na sociedade – a qual, de sociedade controladora, passa a controlada – e da sociedade C – que vê a identidade da sociedade que materialmente exerce o controlo ser alterada, com eventual modificação dos termos de desenvolvimento da atividade empresarial e consequente modificação das condições de risco do investimento. Ou seja, dependendo das circunstâncias do caso, é possível reconhecer o direito de exoneração dos sócios em todos (ou em alguns) níveis do grupo.

⁵ Sem prejuízo do simultâneo fim de proteção dos investidores, bem como de garantia da funcionalidade do mercado de capitais. Cf. TIMO BERNAU, *Die Befreiung vom Pflichtangebot nach § 37 WpÜG*, WM 17/2004, 809-818 (809).

⁶ A distinção primária entre o direito dos valores mobiliários e o direito das sociedades comerciais localiza-se, fundamentalmente, ao nível da perspectiva da regulação: enquanto este último ordena as relações societárias do ponto de vista tradicional do sócio e da participação social, o direito dos valores mobiliários visa a proteção dos investidores do mercado e do próprio mercado (cf. AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Direito dos valores mobiliários*, Lisboa, 1997, 47; SCHWARK, *Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht*, em *FS für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag*, Berlin, New York, 1985, 1087-1111). Todavia, certo é que o atual direito societário deve ser construído e interpretado em função do

deste domínio normativo. Daí que, apesar do seu atual desenvolvimento, não seja possível entender a regulamentação do mercado de capitais como dotada de caráter conclusivo e fechado a considerações jus-societárias de tipo geral, não obstante a natureza acentuadamente formal e a rigidez que, sem eliminar o relevo da realidade substantiva subjacente, caracterizam este ramo do direito.

Assim, independentemente do problema do enquadramento formal da hipótese na previsão do artigo 187.º do CVM – que trataremos após a análise preliminar e ainda abstrata dos pressupostos e da *ratio* do regime instituído –, caberá também indagar a existência de eventuais considerações materiais capazes de modificar a resposta dada *prima facie*, dentro do substrato da segurança jurídica pretendida no mercado de capitais. Só feita essa dupla análise será possível concluir pela vigência em cada caso concreto de um dever de lançamento de oferta pública de aquisição.

2. A OPA obrigatória: *ratio* e pressupostos

2.1. *Aspetos gerais*

Nos termos do artigo 187.º do CVM, “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”.

Esta quebra do princípio da liberdade da OPA – com origem no City Code on Takeovers and Mergers, que veio a inspirar a Diretiva das OPAs (Diretiva n.º 2004/25/CE, de 21 de abril) – tem os seus fundamentos bem estabelecidos pela doutrina, tanto no nosso ordenamento jurídico como na generalidade dos ordenamentos estrangeiros que preveem regra análoga. Cabe recordá-los, como ponto de partida da análise do instituto. Da sua consideração depende, na verdade, a correta interpretação do regime respetivo no que toca, em especial, à relevância da imputação da participação constitutiva do dever de lançamento da oferta pública de aquisição. A resposta às interrogações suscitadas pelas constelações de controlo indireto depende, antes de mais, da descoberta da “‘valoração’ ou ponderação dos diversos interesses que a norma regula e,

mercado de capitais (*kapitalmarktorientierte Auslegung*). Naturalmente que a diferença de perspetiva apontada é decorrência do diverso objeto dos dois ramos do direito. Cf., sinteticamente, KATJA LANGENBUCHER, *Aktien- und Kapitalmarktrecht*, München, 2011, 2.ª ed. 1 ss.

portanto, [d]o peso relativo desses interesses, a opção entre eles traduzida pela solução que a norma exprime”⁷. Assim se obtém “um ponto de referência” que permite definir o exato alcance da regra e discriminar eventuais situações com diferente recorte⁸. Não se esqueça também a inserção sistemática do instituto considerado no direito mobiliário e, conseqüentemente, as características e valores próprios deste sector do ordenamento jurídico, com especial ênfase na segurança e certeza jurídica: tão essencial quanto o esclarecimento da *ratio legis* é, naturalmente, o apuramento do lugar sistemático da norma. De resto, a interpretação sistemática é já, em larga medida, interpretação teleológica. Lembre-se Engisch⁹ quando escreve que “como esta referência do sentido de cada regra jurídica ao ordenamento jurídico global é em boa medida *teleológica* – na medida em que regras jurídicas têm em grande parte por função preencher certos fins em combinação com outras normas, completar finalisticamente estas outras normas –, a custo se consegue separar a interpretação sistemática da teleológica”. Por esse motivo, a consideração da segurança como instrumento de garantia dos investidores deve servir de defesa avançada contra soluções que atinjam tal valor essencial, que deve percorrer toda e qualquer apreciação da matéria das ofertas públicas de aquisição. De resto, veremos que, nesta área, o legislador português foi particularmente cauteloso na garantia da segurança dos investidores.

2.2. *A igualdade de oportunidades entre os sócios*

O artigo 187.º visa, antes de mais, assegurar a igualdade entre os sócios nas transações do controlo, permitindo aos minoritários partilharem o “prémio do controlo”. Este mais não representa, como é sabido, do que contrapartida do poder de gestão da sociedade, que acresce ao valor patrimonial das ações, e que se justifica pelo facto de o investidor poder exercer a direção da sociedade e gerir diretamente o seu investimento, conservando o domínio sobre o mesmo, ao contrário do que sucede com os acionistas minoritários, desprovidos de qualquer influência sobre as decisões empresariais. Se o prémio de controlo remunera as funções próprias do sócio de controlo e se reflete a contraprestação económica do poder de gestão social, poderia esperar-se que dele apenas beneficiassem aqueles que têm esse poder, consubstanciando uma parte antecipada do aumento do valor da participação adquirida que o controlador espera obter através da mudança do controlo e de um aproveitamento mais rentável

⁷ Cf. BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao direito e ao discurso legitimador*, Coimbra, 1987, 183.

⁸ Cf. BAPTISTA MACHADO, *Introdução* cit., 183.

⁹ *Introdução ao pensamento jurídico*, 3.ª ed., Lisboa, 114.

dos recursos da sociedade adquirida¹⁰. Trata-se do jogo normal da oferta e da procura, que determina ou se traduz na emergência de um mercado do controlo societário (ou de um mercado das participações de controlo), situado ao lado do mercado acionista geral (no qual se negociam as “pequenas” participações sociais), seguindo os dois mercados diferentes critérios de formação de preços¹¹. Em certas hipóteses, tem-se entendido, porém, que os benefícios do controlo devem ser partilhados com os sócios minoritários, como sucede no caso do artigo 187.º do CVM, o que é comprovado pela forma de cálculo da contrapartida estabelecida pelo artigo 188.^{o12}.

Repare-se que a importância deste fundamento é tal que, mesmo fora do campo das ofertas públicas legalmente impostas, tem-se discutido, noutros ordenamentos, o dever de o acionista maioritário partilhar com os minoritários os benefícios da venda do controlo, que não devem assim permanecer como puros “benefícios privados”. A hipótese – fora do quadro do artigo 187.º – deve, porém, ser rejeitada entre nós.

É um dado do sistema societário que as transações do controlo (as *corporate control transactions*) provocam transferências de riqueza: nas palavras de Eastbrook/Fischel, as “transações do controlo enriquecem alguns investidores, não atingem outros e empobrecem alguns”¹³. Em rigor, está em causa o funcionamento do mercado: uma regra que permita uma divisão não equitativa dos ganhos obtidos com a transferência do controlo, sujeita à condição de que nenhum investidor fique em pior situação como resultado da transação, maximiza a riqueza dos investidores, o que – como escrevem aqueles autores –

¹⁰ Assim, por todos, JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, *A OPA obrigatória*, em *Direito dos valores mobiliários*, vol. III, Coimbra, 2001, 179-228 (193).

¹¹ Há amplo acordo na literatura financeira sobre a suscetibilidade de o valor do controlo ser explicado, em boa medida, através dos benefícios privados cuja extração fica ao alcance daquele que exerce o controlo. Cf., por todos, MARIO MASSARI/VITTORIO MONGE/LAURA ZANETTI, *Control premium in legally-constrained markets for corporate control: the Italian case (1993-2003)* (mar.-2005), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=962353>. Cf. a interessante análise dos autores sobre os fatores que influenciam a magnitude dos benefícios privados que podem ser extraídos do controlo e, conseqüentemente, a medida do valor do controlo. Para dados internacionais sobre o prémio do controlo, cf., PAUL E. HANOUNA/ATULYA SARIN/ALAN C. SHAPIRO, *Value of corporate control: some international evidence* (2001), USC Finance & Business Econ. Working Paper n.º 01-4, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=286787>.

¹² Questões como a da titularidade ou distribuição do prémio do controlo têm gerado mais controvérsia do que qualquer outro tema da *corporate law*, se pensarmos na sua importância material. Cf. YEDIDA Z. STERN, *The private sale of corporate control: a myth dethroned*, 15 J. Corp. L. (2000), 511-552 (512).

¹³ *The economic structure of corporate law*, Cambridge, Massachusetts, London, 1991, 109. Cf. também *Corporate control transactions*, 91 Yale L.J. (1982), 698-737.

mais não é do que uma aplicação do princípio de Pareto relativo à economia do bem-estar¹⁴.

Porém, na venda do controlo, o prémio recebido pelo alienante representa, sem dúvida, uma distribuição não equitativa dos ganhos da transação, sendo razoável, por isso, questionar a necessidade de estes serem partilhados com os restantes acionistas. Para mais, segundo Berle/Means¹⁵, o controlo seria um bem da sociedade (*corporate asset theory of control*), pelo que os prémios deveriam ingressar no património social, assim beneficiando todos os acionistas¹⁶. Sob perspetiva próxima, o modelo da «*equal opportunity*», concebido por William D. Andrews¹⁷, obrigaria a que as ofertas de aquisição do controlo fossem abertas, numa base *pro rata*, a todos os acionistas, de tal maneira que quem pretendesse adquirir, por exemplo, 51% do capital não poderia apenas comprar a participação de 51%, oferecendo um prémio ao seu titular; antes se exigiria que adquirisse também 51% das ações de cada acionista. Procura-se, desta forma, estabelecer os incentivos económicos de modo a garantir que o controlo é adquirido por aquele que maior lucro pode gerar para a sociedade: se for objetivo do acionista explorar a posição de controlo para obter um benefício desproporcionado, o atual acionista controlador não estará disposto a vender a menos que o adquirente compre a totalidade da sua participação. Simplesmente, de acordo com a regra da igualdade de oportunidades, o adquirente teria, neste caso, de se oferecer para comprar a totalidade das ações dos outros acionistas, de tal modo que não poderia beneficiar à custa destes. Já se um acionista tiver em vista o acréscimo dos lucros da sociedade (*maxime*, através das suas maiores capacidades de gestão) e só assim aumentar os seus ganhos individuais, estará disposto a comprar as ações dos outros acionistas para evitar partilhar os lucros e, caso não disponha de meios para o fazer, será, em princípio, capaz de convencer o acionista maioritário a não insistir na venda da totalidade da participação ou os minoritários a permanecerem na sociedade. Na base desta regra de igualdade de oportunidades estará, antes de mais, um problema económico de criação de incentivos.

No direito português, o princípio da igualdade de tratamento, embora não imponha, em geral, um dever de partilhar o prémio do controlo, estabelece-o, todavia, no caso do dever de lançamento de OPA¹⁸, que permite aos acionistas

¹⁴ Cf. EASTERBROOK/FISCHEL, *The economic structure* cit., 126.

¹⁵ *The modern corporation and private property*, New York, 1932, 207 ss.

¹⁶ O prémio do controlo resultaria da capacidade de controlar a propriedade que, em termos de capital, pertence aos outros acionistas.

¹⁷ *The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares*, 78 Harv. L. Rev. (1965) 505-563.

¹⁸ Cf. artigos 187.º ss. do CVM. A aproximação da inspiração da OPA obrigatória à *equal opportunity rule* é notada, *v.g.*, por MARIO MASSARI/VITTORIO MONGE/LAURA ZANETTI, *Control Premium* cit., 3. Referindo o objetivo de garantir a igualdade a respeito da OPA em geral, cf. CALVÃO DA SILVA,

minoritários venderem as suas ações por um preço igual ao obtido pelos transmitentes da posição de controlo, o que inclui o prémio do controlo: o fundamento da OPA obrigatória nas transmissões de controlo societário será, neste sentido, desde logo, a necessidade de repartição do prémio do controlo entre todos os acionistas sem discriminações resultantes da medida da participação de cada um¹⁹. Todavia, a ineficiência da obrigação de lançamento de oferta pública, tal como configurada nos ordenamentos europeus em transposição da XIII Diretiva, tem sido apontada: segundo alguns, uma opção regulatória assente na imposição de deveres fiduciários teria sido preferível²⁰.

Seja como for, a realização da igualdade entre os acionistas é, seguramente, um dos vetores subjacentes à imposição da obrigatoriedade de lançamento de oferta pública. O que não pode é, a partir desta regra, afirmar-se um princípio geral de igualdade de tratamento ou, como dissemos, aplicar-se tal regra de igualdade a casos não previstos, conforme, aliás, no âmbito europeu, o Tribunal de Justiça da União Europeia esclareceu na decisão “Audiolux”, proferida em dezembro de 2010²¹.

2.3. *A tutela dos acionistas minoritários: inexigibilidade de permanência na sociedade perante os perigos do controlo e/ou a modificação objetiva do perfil de risco do investimento*

Cobertas pelo artigo 187.º do CVM estão tanto a constituição *ex novo* de uma situação de controlo sobre sociedade previamente dependente, como a mudança no controlo preexistente. Ambas as situações são suscetíveis de produzir impacto de tal ordem relevante na posição dos sócios da sociedade controlada que poderá justificar-se o seu direito de saída da sociedade.

É conhecido o perigo, potencial ou real, que resulta da suscetibilidade ou até efetividade da situação de controlo, capaz de permitir à sociedade domi-

Oferta pública de aquisição (OPA): objecto, em *Estudos de direito comercial (Pareceres)*, Coimbra, 1996, 199-734 (209) e também *Pacto parassocial, defesas anti-OPA e OPA concorrente*, em *Estudos de direito comercial (Pareceres)*, Coimbra, 1996, 235-246 (238). Cf. ainda ENGRÁCIA ANTUNES, *A igualdade de tratamento dos accionistas na OPA*, DSR mar. 2010, ano 2, vol. 3, 87-111. A explicação última da figura reconduzi-la-á, contudo, à exoneração. Cf. PAIS DE VASCONCELOS, *Concertação exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*, DSR mar.-2010, ano 2, vol. 3, 11-48 (22), sublinhando o carácter limitado do princípio da igualdade na fundamentação da obrigatoriedade de lançamento da oferta pública.

¹⁹ Cf., *v.g.*, JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, *A OPA obrigatória cit.*, 192 ss.

²⁰ Assim, SIMONE M. SEPE, *Private sale of corporate control: why the European mandatory bid rule is inefficient* (ag.-2007), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1086321>.

²¹ Processo C-101/08. Colectânea da Jurisprudência 2009 página I-09823

nante impor *de facto* a direção unitária do grupo e assim colocar em crise a autonomia económico-patrimonial e organizativa da sociedade dominada, afetando a consistência dos direitos patrimoniais e participativos dos respetivos sócios livres, quebrando a igualdade entre estes e os sócios internos ou controladores e esvaziando, do mesmo passo, a garantia patrimonial dos credores. Não deve estranhar-se que a lei faculte a saída da sociedade independentemente da demonstração de um dano ou sequer do exercício efetivo da direção económica unitária: embora a direção unitária implique um *quid pluris* relativamente ao simples controlo (ou influência dominante), este legitima *de facto* – senão também *de jure* –, um poder de direção unitária das sociedades coligadas. Ora, as fasquias de direitos de votos referidas no artigo 187.º permitem o exercício do controlo em sentido forte (ou pelo menos assim se presume), dando origem à referida unidade de direção económica e, portanto, à deslocação para o ente controlador do poder de dirigir a gestão e definir as políticas da controlada. Tal implica riscos acrescidos para a sociedade controlada e os seus sócios.

No mínimo, independentemente dos efeitos negativos que a constituição de uma situação de controlo é suscetível de provocar, seguramente que o perfil do investimento se altera no caso de aquisição do controlo, fático ou jurídico, por outra sociedade: a sociedade outrora independente passa a ser gerida por outrem (ou mesmo em função de outrem), tornando-se, assim, bem diversas as características do investimento realizado na sociedade agora controlada.

O mesmo pode suceder em casos não já de constituição *ex novo* de uma situação de controlo mas de mudança de controlo (*change in control*), que também se submetem ao regime do artigo 187.º e à obrigatoriedade de lançamento de oferta pública de aquisição. Tal não é de estranhar, considerando que o controlo não é todo qualitativamente idêntico. Ainda que a sociedade se encontrasse previamente numa situação de controlo, pode a transferência deste provocar acentuado impacto negativo na posição do acionista da sociedade controlada. Basta pensar no caso extremo em que a transmissão implica a passagem de uma situação de controlo simples (em que o acionista controlador não tem interesses noutras sociedades) para uma situação de controlo interempresarial (em que o acionista controla outras empresas): a sociedade controlada por “empresa” ou por pessoa singular envolvida empresarialmente de modo direto ou indireto encontra-se exposta a maiores riscos de intervenções lesivas do que a sociedade que não é empresarialmente controlada, o que gera particulares necessidades de tutela. Quando o sócio controlador prossegue interesses económicos autónomos, exteriores à sociedade (controlo interempresarial), os riscos de conflitos de interesses são naturalmente mais elevados. 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 acionista controlador.

A presença de um acionista controlador traz potencialmente, é certo, tanto custos como benefícios para a sociedade. Muitos dos benefícios associados ao controlo pertencem à sociedade como um todo, sendo partilhados, proporcionalmente às participações, por todos os acionistas, dizendo-se, por isso, “benefícios partilhados” (*shared benefits*). Diferentemente, outros benefícios são atribuídos unicamente ao acionista controlador, sendo, por isso, qualificados como “benefícios privados” (*private benefits*). O mesmo acontece quanto aos custos: o controlo gera “custos privados” para o controlador – que, *v.g.*, abdica dos benefícios da diversificação do investimento e suporta despesas com a monitorização da administração – mas também “custos partilhados” por todos os acionistas, a começar por aqueles que resultam diretamente dos benefícios privados extraídos pelo controlador, como sucede, *v.g.*, na aquisição de bens à sociedade abaixo do seu valor de mercado. Estes benefícios privados obtidos à custa dos minoritários podem ser designados *extracted private benefits* e opõem-se aos *independently created private benefits*, que não envolvem custos para os restantes acionistas²². O problema dos benefícios privados do controlo é particularmente relevante, pois, do ponto de vista de uma análise de incentivos, a sociedade tende a ser controlada pela pessoa ou empresa para quem o controlo é mais valioso, já que esta estará disposta a pagar um prémio mais elevado para adquirir o controlo. Em princípio, será, justificadamente, o acionista com maior aptidão para extrair benefícios privados. Também por este motivo se compreendem bem, portanto, as preocupações de tutela nesta área.

Deve, todavia, notar-se que a lei nem sequer exige a demonstração de que a mudança afeta negativamente os interesses dos sócios. Do artigo 187.º resulta claramente que a simples aquisição da titularidade de uma posição de controlo implica a constituição da obrigação de lançamento pelo controlador da oferta pública de aquisição. O regime legal baseia-se na ideia de *inexigibilidade* de permanência na sociedade, que constitui, afinal, o fundamento último do instituto, sem requerer a necessária existência de prejuízo para o sócio. Traduz-se antes, na existência de *justa causa* para a cessação da relação social, seja ela *objetiva* ou *subjéctiva*.

A respeito deste último conceito no direito societário, é ainda hoje insuperável a explanação de Baptista Machado²³, que, fazendo a ponte entre os vínculos duradouros em geral e os vínculos associativos – sobretudo relevantes na relação societária –, escreve: “o conceito de ‘justa causa’ é um conceito indeterminado

²² Cf. JENS DAMMANN, *Corporate ostracism: freezing out controlling shareholders*, 33 J. Corp. L. (2008), 681-744 (689).

²³ *Pressupostos da resolução por incumprimento*, em *Obra dispersa*, Braga, 1991, 125-193 (142 e 143).

cuja aplicação exige necessariamente uma apreciação valorativa do caso concreto. Será uma ‘justa causa’ ou um ‘fundamento importante’ qualquer circunstância, facto ou situação em face da qual, e segundo a boa fé, não seja *exigível* a uma das partes a continuação da relação contratual; todo o facto capaz de fazer perigar o fim do contrato ou de dificultar a obtenção desse fim, qualquer conduta que possa fazer desaparecer pressupostos, pessoais ou reais, essenciais ao desenvolvimento da relação, designadamente qualquer conduta contrária ao dever de correcção e lealdade (ou ao dever de *fidelidade* na relação associativa)”.

Mas a “justa causa” de cessação do vínculo jurídico não pressupõe sempre a violação da boa fé, antes ocorrendo situações de “justa causa objetiva”, ao lado das hipóteses de “justa causa subjetiva”. Decisivo é, apenas, que se torne “desrazoável” exigir a permanência do sócio na sociedade. A “razoabilidade é aqui tomada como “noção intersubjetiva”, suscetível de ser apreciada por “terceiro imparcial”: não é “razoável” exigir a permanência na sociedade quando não for “*esperável* (razoavelmente *esperável*)” a continuação do vínculo associativo, não sendo ela, conseqüentemente, “*exigível*”²⁴. Tal sucede quando se verifica uma alteração significativa das condições iniciais do investimento, seja pela constituição *ex novo* de uma posição de controlo, seja por uma mudança de controlo. Em qualquer caso, é desrazoável manter-se o sócio “prisioneiro” do investimento inicialmente realizado quando o risco se agravou ou, pelo menos, se modificou significativamente.

Nessa medida, é também a liberdade de (des)investimento e a própria liberdade de associação na sua vertente negativa que estão em causa na OPA obrigatória, conforme aliás tem sido sublinhado²⁵. Trata-se, afinal, de um direito de saída da sociedade, mediante pagamento de contrapartida adequada.

Deparamos, assim, com importante forma de proteção *ex ante* perante situações de controlo: enquanto direito de fazer cessar unilateralmente a qualidade de sócio, com fundamento na inexigibilidade de permanência na sociedade, a hipótese consubstancia-se, materialmente, num direito de exoneração, embora atípico, desde logo por ser exercido não contra a sociedade da qual o sócio se exonera mas antes contra outro sócio²⁶. A saída do sócio de determinada socie-

²⁴ BAPTISTA MACHADO, *A cláusula do razoável*, em *Obra dispersa* cit. 457-621 (565).

²⁵ Cf., *v.g.*, PAIS DE VASCONCELOS, *A participação nas sociedades comerciais*, 2.^a ed., Coimbra, 2006, 238 ss.

²⁶ É irrelevante, para a resolução da questão que nos ocupa, o problema da qualificação destes direitos como verdadeiros direitos de exoneração. Contra ela – a respeito de exemplo paralelo – pronunciou-se, *v.g.*, DANIELA FARTO BATISTA, *O direito de exoneração dos accionistas*, Coimbra, 2005, 284 ss. e 294 ss.: estaria, pura e simplesmente, em causa um direito potestativo de alienação, categoria a que o direito de exoneração seria estranho, ainda que a aproximação entre ambos seja reconhecida. Sejam as duas categorias assimiladas ou não, é segura a recondução de uma e outra à proteção do sócio minoritário contra o risco de aprisionamento na sociedade.

dade pode, em geral, ser alcançada por diferentes vias, designadamente, através da imposição ao acionista que adquire o controlo da obrigação de comprar as ações dos sócios remanescentes, associada a regulações de preço mínimo, como precisamente sucede no regime da oferta pública obrigatória, cujo fim, além de ser a proteção face aos perigos da possível formação de um grupo, é, como dissemos, realizar a igualdade de tratamento dos acionistas e permitir aos acionistas externos participar no prémio do controlo. A situação encontra paralelo em normas do direito societário que preveem o direito do sócio livre à alienação potestativa da sua participação, como é o caso da celebração de contrato de subordinação (artigo 494.º do CSC)²⁷ e do artigo 490.º do CSC. O artigo 490.º/5 consagra, recorde-se, o direito de alienação potestativa da participação pelo sócio minoritário quando o acionista dominante concentre 90% do capital social, tendo em vista finalidade de tutela idêntica à referida. A obrigação de lançamento de oferta pública prescrita pelo artigo 187.º do CVM inscreve-se, pois, entre os raros casos em que o ordenamento jurídico tutela expressamente o interesse do acionista na não permanência na sociedade.

Comprova-se, pois, a nossa afirmação inicial: embora nos situemos no campo do direito dos valores mobiliários, a norma em análise pertence, funcionalmente, ao direito dos grupos de sociedades, na sua vertente de “direito de proteção”. Este ramo do direito (ou, se se preferir, esta área do direito societário) apresenta uma fisionomia dupla, funcionando, em simultâneo, como “direito de organização” (*Organisationsrecht*) e como “direito de tutela” (*Schutzrecht*)²⁸: as suas regras visam, primariamente, a proteção das sociedades dependentes, dos seus sócios e credores sociais face aos perigos que o domínio envolve ao nível da formação da vontade social e à tendência para o interesse da dependente ser postergado a favor da prossecução de interesses que lhe são estranhos. De resto, esta integração material do instituto da oferta pública obrigatória na área do direito dos grupos de sociedades tem sido notada no direito alemão: está em causa a proteção dos acionistas externos face à entrada no grupo (*Konzerneingangsschutz*) ou, pelo menos, face a mudanças ocorridas no grupo que implicam uma alteração do controlo, encontrando-se implícito o reconhecimento de que os mecanismos legais de tutela perante as relações de domínio são insuficientes para se alcançar esse resultado²⁹.

²⁷ A transformação estrutural, organizativa e patrimonial da sociedade, que advém do poder de direção de que é titular a sociedade-mãe, justifica a atribuição ao sócio do direito de abandonar a sociedade contra o pagamento de uma compensação, nos termos do artigo 494.º.

²⁸ KARSTEN SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, 4.ª ed., Köln, Berlin, Bonn, München, 2002, 491 ss.

²⁹ Cf., por todos, KAI HASSELBACH, em *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2.ª ed., Köln, Berlin, Bonn, München, 2010, § 35, 1264. Sobre as resistências iniciais à previsão do instituto, em virtude

3. Constituição do controlo ou mudança do controlo

3.1. *A amplitude da tutela conferida pelo regime português da OPA obrigatória e implicações para os grupos de sociedades*

Determinados os fins visados pelo regime da OPA obrigatória fica dado o primeiro passo na busca de uma solução materialmente adequada, tanto em termos dogmáticos como práticos, para a determinação da vigência, em concreto, de um dever de lançamento de oferta pública. Toda a interpretação do regime – e, portanto, também o problema dos limites da imputação dos votos relevante para efeitos do artigo 187.º – é condicionada pelo objetivo de tutela dos acionistas minoritários, na dupla vertente assinalada.

Cabe agora prosseguir e apurar qual a extensão dessa tutela. Se é claro que o direito de *exit* existe como reação a tomadas de controlo abstratamente suscetíveis de afetar a posição do sócio da sociedade cotada, a verdade é que com esta afirmação apenas se inicia o tratamento do problema e nada fica ainda dito quanto à amplitude da proteção. Ora, só a sua determinação assegura a coerência da solução final a que chegaremos com a fisionomia do instituto, tal como delineada na lei portuguesa. Esse exercício é, por outro lado, tanto mais importante quanto, embora sempre sob o pano de fundo comum do objetivo de proteção dos minoritários (estabelecido expressamente no considerando 9.º da Diretiva das OPAs), os diversos sistemas jurídicos europeus optam por diferentes esquemas de tutela, com reflexos na extensão e *modus* de concretização da proteção conferida. O impacto potencial nas soluções concretas para os problemas trazidos pela *praxis* jurídica e societária é evidente.

Por esse motivo, analisamos, de seguida, os diversos aspetos em que se reflete a conceção adotada pelo legislador português e, conseqüentemente, o grau de garantia dos acionistas minoritários pretendido pelo Código dos Valores Mobiliários em matéria de OPA obrigatória. A saber: (i) o problema da relevância da fonte da aquisição e do instrumento do controlo; (ii) a relevância atribuída ao controlo indireto e o seu impacto nos efeitos associados

precisamente da existência de regras de proteção próprias do direito dos grupos, cf., por todos, ANDREAS H. MEYER, em GEIBEL/SÜSSMANN (orgs.), *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar*, 2.ª ed. München, 2008, § 35, 634, com mais referências. Mesmo antes da entrada em vigor da WpÜG, sublinhava-se a importância da obrigatoriedade de lançamento de OPA em face da incapacidade do direito dos grupos para oferecer uma tutela completa (assim, v.g., EIKE HOUBEN, *Die Gestaltung des Pflichtangebots unter dem Aspekt des Minderheitschutzes und der effizienten Allokation der Unternehmenskontrolle*, WM 38/2000, 1873-1920). A necessidade de proteção verifica-se por maioria de razão no direito português, onde a regulação, em muitos casos, falha quase totalmente (em particular nas relações de domínio), como veremos.

ao controlo direto; (iii) a reação perante as aquisições *downstream*, *upstream* (incluindo em cadeia) e a “atuação concertada”; (iv) o impacto das diferentes modalidades de “mudança de controlo”, objetiva e subjetiva, para efeitos do artigo 187.º; (v) as exceções ou derrogações à obrigação legal de lançamento de OPA; (vi) as eventuais derrogações do regime de obrigatoriedade no caso de circulação do controlo intragrupo.

3.1.1. *A irrelevância da fonte da aquisição e do instrumento do controlo*

A obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição nasce sempre que uma sociedade se torna titular de um terço ou de metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social. Tais fasquias de votos permitem presumir o domínio sobre a sociedade, presunção (justificadamente) ilidível no primeiro caso (artigo 187.º/2), mas não no segundo³⁰.

É irrelevante, por outro lado, para efeitos da constituição do dever, a fonte ou o instrumento que fundamenta a titularidade ou imputação dos votos. Designadamente, não se exige que o poder de voto resulte da titularidade de participação social: a referência, no artigo 187.º, à “participação em sociedade aberta” não surge, naturalmente, em sentido técnico. Na origem do controlo pode estar um conjunto muito vasto de instrumentos, de tipo fáctico ou contratual, todos eles relevantes para efeitos de constituição da obrigação de lançamento de OPA. Essencial é apenas que o sócio controle a percentagem de direitos de voto legalmente definida, seja diretamente ou nos termos das regras de imputação definidas no artigo 20.º. É indiferente também, consequentemente, o título da aquisição (*lato sensu*) dos direitos de voto, ou a vontade de adquirir o controlo³¹. Do mesmo modo, tal como não importa se o poder de voto provém da titularidade de participação social ou de outra fonte, é indiferente igualmente se tem ou não fonte contratual, se ocorreu a título gratuito ou oneroso ou sequer se a aquisição teve lugar *inter vivos* ou *mortis causa*. Bem se entende que assim seja: em todos estes casos, as finalidades garantísticas do instituto assumem-se de pleno.

³⁰ *V.g.*, se houver outro acionista, dele independente, que detenha participação mais elevada na sociedade (prova negativa do domínio). Esta exceção é genericamente admitida nas diversas ordens jurídicas. Cf., *v.g.*, na Alemanha, o § 9, II, 1 *WpÜG-Angebotsordnung* (regulamento da *WpÜG*).

³¹ Sobre a aquisição passiva do controlo, cf., por todos, RAPHAEL KOCH, *Passiver Kontrollenerwerb und Pflichtangebot*, ZIP 28/2008, 1260-1264, na qual inclui as situações de imputação dos votos (*v.g.*, imputação das ações adquiridas pela sociedade-filha à sociedade-mãe). Trata-se, porém, de hipóteses diversas daquelas que temos em mente no texto.

Constitui este, pois, o primeiro aspeto onde uma máxima intenção garantística do instituto da OPA obrigatória se revela, em termos que inevitavelmente irão condicionar – como dissemos – toda a interpretação do regime em vigor e, em especial a recondução dos casos concretos surgidos na *praxis* à previsão do artigo 187.º. Tal amplitude constitui aspeto particularmente digno de nota se se tiver em conta que a solução maximizadora adotada não só não era a única possível como não é sequer seguida em todos os ordenamentos jurídicos.

Por exemplo, em Itália, o artigo 106, comma 5, lett. c), do t.u.f. prevê uma exceção à obrigação de lançamento de OPA obrigatória na hipótese de superação das percentagens legalmente previstas em virtude de “causa independente da vontade do adquirente”. O *Regolamento Emittente* (adotado por deliberação da Consob n. 11971, de 14 de maio de 1999, modificado, por último, pela deliberação n. 18049, de 23 de dezembro de 2011), no artigo 49.º, comma 1, lett. d), refere como situações suscetíveis de serem incluídas nessa *fattispecie* aquelas em que a ultrapassagem daqueles valores se deva “ao exercício de direitos de opção, de subscrição ou de conversão originariamente esperados”, como tal se entendendo os direitos que “decorrem passivamente e supletivamente da qualidade de sócio”. A entidade supervisora do mercado de capitais italiano já teve, inclusivamente, oportunidade de se pronunciar sobre o conceito de “involuntariedade”, considerando, numa comunicação de 2002 (n. DEM/2045801, de 28 de junho de 2002), que a simples circunstância de a deliberação relevante (no caso, em aumento de capital) ser adotada com o voto contra do interessado não é suficiente para excluir a aplicabilidade da exceção.

Bem diverso é o sistema português, que optou pela solução mais ampla, assente pura e simplesmente na titularidade dos votos, com indiferença no que toca à sua origem. Assim se vê, portanto, que a opção da nossa lei não é neutra e revela o propósito objetivo de alargar o âmbito do instituto, tendo em vista a tutela dos acionistas minoritários.

3.1.2. *Relevância simultânea do controlo direto e indireto. O princípio da “dupla contabilização” ou não absorção do controlo indireto*

Atendendo à finalidade do instituto, para que a obrigação de lançamento da oferta pública se constitua é igualmente indiferente que o poder de voto seja detido direta ou indiretamente. Isto significa que tanto está obrigado a lançar a oferta pública aquele que é diretamente titular da percentagem de votos qualificada pelo artigo 187.º, como aquele que apenas indiretamente controla tais votos. Valem aqui as regras gerais de imputação de votos do

artigo 20.º do CVM. Tudo o que se reclama é, pois, a imputação dos votos, em termos diretos ou indiretos. Lembre-se, na verdade, que o artigo 20.º – à semelhança do § 22 da Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) e do § 30 da Wertpapierübernahmegesetz (WpÜG) (o primeiro relevante para efeitos do regime de transparência e o segundo para efeitos de ofertas públicas³²) – contém regras de imputação caracterizadas pela sua “dupla funcionalidade”, servindo de base à definição tanto dos deveres de informação e transparência no mercado de capitais, como do dever de lançamento de oferta pública³³. Nestes termos, para se apurar qual a “mudança de controlo” que importa para a aplicação do artigo 187.º, haverá que atender ao artigo 22.º e, no caso, em especial à al. b) do n.º 1, bem como, conseqüentemente, ao disposto no artigo 21.º, que define os conceitos de relações de domínio e de grupo para efeitos do Código dos Valores Mobiliários.

Repare-se que, apesar de termos vindo a dizer que o sistema de OPA obrigatória visa a proteção dos acionistas em caso de “mudança do controlo”, o artigo 187.º não apela, nem direta nem indiretamente, para esse conceito, ao contrário de outros ordenamentos jurídicos, como o inglês³⁴ ou o alemão³⁵.

Conquanto seja claro que o que está em causa, neste instituto, é essa “mudança de controlo”, a lei portuguesa não recorre a tal expressão nem sequer utiliza o termo “controlo”. Esta opção, de resto, não é de estranhar no contexto do nosso ordenamento jurídico. Na verdade, não é apenas no Código dos Valores Mobiliários que não aparece a referência ao “controlo”. O mesmo se passa no Código das Sociedades Comerciais. Mais do que isso:

³² O § 30 completa a definição legal do conceito de controlo constante do § 29 II, clarificando que também são relevantes para o efeito os direitos de votos relativos a ações que permitem ao sujeito exercer uma “influência de facto ou provável”.

³³ O artigo 20.º do CVM veio, como é sabido, transpor para a ordem jurídica portuguesa, a Diretiva Transparência (Diretiva n.º 88/627/CEE), que estabelecia no artigo 7.º regras de equiparação dos direitos de voto no contexto dos deveres de informação e transparência, que o legislador português aproveitou também para efeitos diversos. Cf. JOÃO SOARES DA SILVA, *Algumas observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM 26(2007), 47-58 (49), apontando outros exemplos de relevância dos critérios do artigo 20.º, para além dos que resultam dos artigos 16.º e 187.º do CVM.

³⁴ O lançamento da oferta pública é requerido quando alguém adquire o controlo de facto da sociedade. Cf. PAUL L. DAVIES, *Gower and Davies' principles of modern company law*, 7.ª ed., London, 2003, 1017.

³⁵ O § 35 WpÜG dispõe sobre a situação em que alguém “direta ou indiretamente, obtém o controlo sobre uma sociedade-alvo”. O conceito controlo é, porém, definido no § 29 II com recurso a percentagem rígida dos votos (30%). O mesmo se passa no direito italiano: a lei não considera diretamente a aquisição do *controllo* como elemento constitutivo da *fattispecie*, limitando-se a valorar a ultrapassagem da fasquia de 30% dos votos.

o sistema jus-societário não só não se serve normalmente do termo “controlo”, preferindo os equivalentes semânticos “domínio” ou “influência dominante”, como, sobretudo, caracteriza-se por uma utilização meramente lateral destas últimas noções na disciplina das coligações societárias, optando pela construção de um conceito de grupo que delas se encontra, quase em absoluto, desligado³⁶.

Ao contrário da generalidade dos ordenamentos continentais – incluindo aqueles que constituíram as principais fontes do Título VI do Código das Sociedades Comerciais, relativo às sociedades coligadas –, o sistema português de grupos não assenta no “controlo” ou no “domínio”, nem estabelece sequer, para ele, qualquer disciplina de âmbito geral³⁷, gerando múltiplas lacunas. Com efeito, embora a direção unitária implique um *quid pluris* relativamente ao simples controlo (ou influência dominante), este legitima *de facto* – se não também *de jure*³⁸ –, um poder de direção unitária das sociedades coligadas, permitindo explicar que, em diversas legislações estrangeiras, se presuma essa direção – e, por essa via, a existência de um grupo (de facto) – a partir da influência dominante. O mesmo não sucede na lei portuguesa. Nesta não se identifica a

³⁶ Cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos de sociedades. Estrutura e organização jurídica da empresa plurisocietária*, 2.ª ed., Coimbra, 2002, 444 ss.; TERESA ANSELMO VAZ, *A responsabilidade do acionista controlador*, O Direito 128.º (1996), 3-4, 329-405 (334 ss.).

³⁷ Ressalvados os deveres de publicitação e de comunicação e a proibição de aquisição de participações, previstos nos artigos 486.º/3 e 487.º – e, indiretamente, nos artigos 325.º-A e 325.º-B –, respetivamente, o Código das Sociedades Comerciais não associa um regime jurídico específico à situação de domínio, surgindo importantes lacunas na matéria.

³⁸ No âmbito das sociedades por quotas, a assembleia geral encontra-se, como se sabe, legalmente autorizada a deliberar em matéria de gestão, podendo, designadamente, dar instruções ao órgão de administração, conforme resulta do artigo 259.º, que determina a necessidade de a gerência exercer as suas competências no “respeito pelas deliberações dos sócios”, bem como do confronto com a regra do artigo 373.º/3, aplicável às sociedades anónimas, e ainda da índole geral das sociedades por quotas enquanto sociedades próximas das sociedades de pessoas. Cf., *v.g.*, RAÚL VENTURA, *Sociedades por quotas. Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, vol. II, Coimbra, 1989, 165; MENEZES CORDEIRO, *Manual de direito das sociedades*, vol. II, Coimbra, 2006, 403 e 404. Não vigora, pois, nas sociedades por quotas o princípio de independência da administração face aos sócios que se identifica nas sociedades anónimas, onde as matérias de gestão se encontram excluídas da competência da assembleia geral, salvo quando a própria administração decida submetê-las a deliberação dos acionistas (artigo 373.º/2 e 3). Nestes termos, a sociedade que disponha de mais de metade do capital ou dos direitos de voto na assembleia geral de outra sociedade encontra-se, em princípio, em condições de alinhar a gestão da sociedade dependente com a sua própria gestão, criando a unidade de direção que caracteriza o grupo (de facto). Obstáculo fundamental à gestão uniforme das sociedades agrupadas será, aparentemente, a insusceptibilidade de emissão de instruções desvantajosas, atendendo à inaplicabilidade à relação de domínio (ainda quando qualificado) do artigo 503.º, bem como do inerente sistema de proteção da sociedade dominante, credores e sócios, resultante dos arts. 501.º, 502.º e 504.º.

conexão genética entre “influência dominante” e “grupo” que poderia, justificadamente, colocar o *controle* no centro do sistema de grupos de sociedades, não obstante o artigo 486.º do CSC ter previsto inovadoramente uma noção de “relação de domínio” com alcance geral, que vale também para efeitos do artigo 21.º do CVM e, portanto, das regras de imputação deste último diploma.

Sem prejuízo de a referência ao “controle” estar igualmente ausente no Código dos Valores Mobiliários e de a noção de relação de domínio ser aqui construída através de remissão para o Código das Sociedades Comerciais – com a consequente lateralidade do papel do *controle* –, a verdade é que é inequívoco que subjacente ao artigo 187.º está precisamente a proteção dos acionistas minoritários perante “mudanças do controle”, com o impacto potencial na sua posição, conforme foi já sublinhado. Para assegurar tal proteção em termos materiais, tornava-se, naturalmente, insuficiente a atribuição de relevo à aquisição do controle em termos diretos, considerando a equiparação substancial dos efeitos da titularidade direta e indireta do controle. A opção legal pela equiparação de ambos justifica-se, pois, plenamente.

Se o esquema seguido pelo Código dos Valores Mobiliários assentou na técnica remissiva tal deveu-se a um fito de simplificação das regras em vigor no mercado de capitais. É assim que surge a assinalada “dupla funcionalidade” das regras de imputação do artigo 20.º do CVM. No que ora releva, esta norma estabelece a imputação dos votos detidos diretamente por uma sociedade às sociedades que com ela se encontrem em relação de domínio ou de grupo, nos termos do artigo 21.º [artigo 20.º/1, b)]³⁹, norma esta que, por seu turno, remete no essencial a definição desses conceitos para o Código das Sociedades Comerciais (artigos 486.º ss.).

Ora, recorde-se que o n.º 1 do artigo 486.º do CSC estabelece a noção de sociedades em relação de domínio a partir do conceito indeterminado “influência dominante”: existe uma relação de domínio entre duas sociedades quando uma delas tem o poder de exercer tal “influência dominante” sobre a outra. O conceito em causa é posteriormente precisado, no n.º 2, através da construção de presunções que procuram ultrapassar a indefinição conceptual do n.º 1 e fornecer critérios objetivos, precisos e de claro funcionamento, tendo em vista a segurança do sistema de coligações societárias.

Esta “influência dominante” – que está, então, no centro da noção de “relação de domínio” – surge, em termos sintéticos, como o poder que assiste

³⁹ Naturalmente que, no que respeita ao âmbito da imputação (*Zurechnungsumfang*), os direitos de voto da sociedade-filha são imputados à sociedade-mãe na sua totalidade (*in voller Höhe*), e não proporcionalmente, como é expressamente consagrado. Cf., *v.g.*, RAINER SÜSSMANN, em GEIBEL/SÜSSMANN (orgs.), *WpÜG Kommentar* cit., § 30, 516.

à sociedade dominante de, *imediate ou mediatamente*, agir sobre o governo da sociedade dependente, determinando a sua vontade juridicamente relevante⁴⁰, seja pelo poder de diretamente escolher os administradores [artigo 486.º/2, c)], seja pelo poder exercido sobre a assembleia geral da controlada e inerente “força persuasiva” quanto ao comportamento dos administradores [artigo 486.º/3, b)], ou ainda por meio diverso: *v.g.*, as interconexões de pessoal, *maxime* administradores duplos ou comuns, as participações minoritárias em contexto de dispersão do capital, ou, naturalmente, a própria celebração de contratos de subordinação ou domínio⁴¹.

Na verdade, a concretização da noção de “influência dominante” oferecida pelas presunções fixadas no n.º 2 do artigo 486.º não permite esgotar o respetivo universo, nem esconde a necessidade de, ao critério puramente formal, se sobrepor um critério material ou funcional de domínio, que atenda ao real equilíbrio de poderes na sociedade e não à formal detenção da maioria do capital ou dos direitos de voto (tomando em consideração, *v.g.*, o grau de dispersão do capital e a conseqüente redução da percentagem de capital necessária ao controlo), relevando, pois, para efeitos do artigo 486.º, todos os meios capazes de atribuir o poder de influenciar a gestão dos assuntos sociais. Apenas se exigirá que o domínio – localizado ao nível do órgão de gestão – seja jus-societariamente organizado, traduzindo o tipo de conexão de que o direito das sociedades se ocupa⁴².

Todos estes fatores suscetíveis de conferir o domínio nos termos do artigo 486.º do CSC são igualmente relevantes para efeitos do artigo 21.º do CVM, e, conseqüentemente, do artigo 187.º, desta feita por via do artigo 20.º

⁴⁰ Cf. PAULA COSTA E SILVA, *Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos*, em *Direito dos valores mobiliários*, V, Coimbra, 2004, 325–342 (334).

⁴¹ A influência dominante diz-se *interna* quando resulta de uma participação social (controlo acionista) e *externa* quando resulta de contratos concluídos entre as sociedades (controlo contratual). No caso de celebração de contrato de subordinação ou domínio, cumulam-se as relações de domínio (artigo 486.º) e de grupo (arts. 493.º ss): inexistindo incompatibilidade de regimes, aplicam-se, simultaneamente, as regras previstas para uma e outra modalidades de coligação societária. A respeito da participação social como instrumento de influência dominante, cf., em especial, OSÓRIO DE CASTRO, *Participação no capital das sociedades anónimas e poder de influência*, RDES ano XXXVI, out.-dez. 1994, 333–356.

⁴² Conforme tem sido entendido, o controlo económico não preenche esta exigência. Cf., por todos, ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos cit.*, 469 ss. e 517. Na jurisprudência nacional, cf., em especial, o ac. STJ 3-mai.-2000 (Dinis Nunes), disponível em www.dgsi.pt, que considerou que, se existe uma relação entre sociedades comerciais que passa sobretudo por um controlo em termos económicos de uma das sociedades sobre a outra, subsistindo esta em função das encomendas que a primeira lhe proporciona, inexistente uma relação jurídica de domínio (total ou parcial) ou de subordinação, o que afasta o seu enquadramento no quadro legalmente definido de grupos de sociedades.

do mesmo Código. A fixação do conceito de domínio na legislação mobiliária apenas se distingue – para além, como é sabido, do diferente e mais alargado âmbito de aplicação temporal e espacial das regras em causa – por o n.º 2 do artigo 21.º prever casos em que se considera haver sempre domínio, sem necessidade de uma apreciação casuística da “influência dominante”, o que implica, naturalmente, um acréscimo de segurança jurídica face ao esquema delineado pelo legislador do Código das Sociedades Comerciais.

A respeito da noção de relação de domínio, é particularmente importante, para o problema que nos toca, notar que da própria remissão do artigo 21.º para o artigo 486.º do CSC resulta a relevância do domínio indireto. O artigo 486.º, na verdade, determina que a influência dominante pode ter lugar nos termos do artigo 483.º. O artigo 483.º/2, para o qual remetem os arts. 486.º e 489.º, é inequívoco a este respeito. Ora, sem dúvida a mais importante forma de dependência mediata⁴³ é a dependência multinível, que ocorre quando uma sociedade domina diretamente outra sociedade e, através desta, uma outra por ela direta (ou até indiretamente) dominada, não sendo o domínio direto absorvido pelo domínio indireto, antes relevando simultaneamente um e outro. Ou seja, é indiscutível que, para efeitos do Código dos Valores Mobiliários, tanto existe uma relação de domínio entre a sociedade que ocupa o lugar de cúpula de grupo e uma outra sobre a qual pode diretamente exercer influência dominante, como entre a primeira sociedade e uma terceira detida por esta. Esta conclusão é, pois, independente do recurso ao artigo 20.º do CVM, decorrendo, pura e simplesmente, da conjugação do artigo 21.º deste Código com os artigos 486.º e 483.º do CSC.

O resultado é idêntico no caso das relações de grupo. O artigo 21.º do CVM remete-nos, também aqui, para o Código das Sociedades Comerciais, nos termos do qual esta modalidade de relação pode resultar, como é sabido, de participação totalitária no capital de uma sociedade (relação de grupo por domínio total) ou da celebração de contrato de subordinação ou ainda de contrato de grupo paritário (artigos 488.º ss. do CSC).

Em todos estes casos, a relação de grupo existe não apenas em termos diretos mas também indiretos.

Assim, na sequência da definição do contrato de subordinação no artigo 493.º/1, o artigo 493.º/2 fornece o conceito legal de grupo de sociedades, determinando que a sociedade diretora forma um grupo não só com todas as sociedades que dirige por contrato de subordinação, mas também com as sociedades por ela integralmente dominadas, direta ou indiretamente.

⁴³ Cf. REHBINDER, *Gesellschaftrechtliche Probleme mehrstufiger Unternehmensverbindungen*, ZGR 5/1977, 581-649 (589).

Também no caso do domínio total superveniente, o artigo 489.º refere expressamente a possibilidade de este apresentar caráter indireto. Existe domínio total superveniente indireto, à luz desta regra, quando uma sociedade adquire 100% do capital social de outra, não diretamente, mas através de sociedade que dela é dependente, direta ou indiretamente, ou que com ela está em relação de grupo, ou ainda de pessoa que é titular por conta de qualquer destas sociedades (artigo 483.º/2, *ex vi* do artigo 489.º/1). Para a determinação do domínio total relevam simultaneamente todas as participações detidas, quer direta quer indiretamente, por uma sociedade no capital social de outra: a relevância da participação material não exclui a relevância da participação formal.

Já o artigo 488.º, diferentemente do artigo 489.º (domínio total superveniente) ou dos artigos 483.º, 485.º e 486.º (relações de simples participação, de participações recíprocas e de domínio), não refere a suscetibilidade de a relação de domínio total resultar de participações indiretas no capital social da dependente. Caso se aceitasse semelhante conclusão, ficaríamos sem compreender o corte sistemático operado: a lei adota, nas diversas normas relativas às coligações de sociedades, um conceito material de participação social; o próprio artigo 489.º, por seu lado, fixa também um conceito material e não meramente formal de unipessoalidade. A omissão legislativa no artigo 488.º não tem, por isso, significado excludente do conceito material acolhido em geral pelo Código das Sociedades Comerciais, não se devendo senão à particular técnica utilizada pelo legislador nesta regra, configurada como norma de autorização para a constituição de sociedades anónimas unipessoais, mais do que como regra de definição do conceito de relação de grupo por domínio total inicial (diversamente do que sucede no artigo 489.º, quanto ao domínio total superveniente).

Assim, haverá domínio total inicial indireto quando uma sociedade constituir, através de outras sociedades ou pessoas que preencham os requisitos indicados no artigo 483.º/2, uma sociedade de cujas ações estas últimas sejam inicialmente as únicas titulares: a subscrição ou aquisição originária da totalidade do capital social da sociedade anónima ou por quotas é imputável à sociedade dominante ou em relação de grupo com a titular formal⁴⁴.

⁴⁴ Confirme-se esta solução através do confronto dos seguintes exemplos: Ex. 1: a sociedade B é titular de 100% do capital da sociedade C. A sociedade A vem, posteriormente, a adquirir a totalidade do capital social de B. Há domínio total inicial direto entre B e C e domínio total superveniente indireto entre A e C. Ex. 2: a sociedade A é titular de 100% do capital da sociedade B. Posteriormente, B constitui a sociedade C, subscrivendo a totalidade do seu capital. Há domínio total inicial direto entre B e C. Entre A e C há domínio total inicial *indireto*, já que, devido à relação de domínio total entre A e B, a percentagem de capital subscrito por B na sociedade C é imputada a A. Assim, a constituição originária da sociedade C por B faz nascer, *ipso facto*, uma relação de domínio total entre A e C: com a constituição originária da sociedade anónima

Para efeitos de cômputo das participações sociais, com vista ao apuramento do domínio total, haverá, portanto, que atender tanto às participações diretas como às participações indiretas, relevando umas e outras simultaneamente. Tal vale, conseqüentemente, também para o direito dos valores mobiliários, por força da remissão operada pelo artigo 20.º do CVM. A conclusão é comum a outros ordenamentos jurídicos, o que não é de estranhar, atendendo à fisionomia também comum do instituto⁴⁵.

Resulta, em suma, desta última norma, conjugada com as pertinentes regras do Código das Sociedades Comerciais, a equiparação entre controlo direto e indireto (independentemente do nível de domínio e sem qualquer limitação na cadeia participativa) e a sua relevância simultânea para todos os efeitos legais. Deste modo, quando o artigo 20.º, n.º 1, al. *b*) estabelece que, no cômputo das participações qualificadas, se consideram, além dos inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto detidos por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo, abrange todas as relações de grupo e de domínio como tal qualificadas pelo artigo 21.º do CVM. Por mero efeito da remissão efetuada por esta norma, existe, pois, imputação dos direitos de voto às sociedades indiretamente controladas independentemente do nível da cadeia de domínio em que se situem. A conclusão abstrai da aplicação do artigo 20.º/1, *i*), que determina que são computados na participação qualificada os direitos de votos “imputáveis a qualquer das pessoas referidas numa das alíneas anteriores por aplicação, com as devidas adaptações, de critério constante de alguma das outras alíneas”. Não se pretenda, por esse motivo, limitar a imputação a somente um nível, com o pretexto de que a al. *g*) é passível de funcionar apenas uma vez e que, portanto, só permite que se ascenda a um único patamar⁴⁶. Não está em causa, na situação em apreço, o recurso a esta alínea, mas sim, mais simplesmente, a aplicação da al. *b*) do artigo 20.º e, por remissão, dos artigos 21.º do CVM e 486.º ss. do CSC.

cria-se, simultaneamente, uma relação de domínio total entre a titular formal das participações (B) e a sociedade C, e entre a titular material das participações (A) e C. Trata-se de domínio total inicial e não superveniente, já que decorre da *imputação* a A das participações subscritas *originariamente* por B no capital de C. Diferentemente, pronunciando-se no sentido de haver domínio total superveniente em hipótese paralela cf., ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos* cit., 855 e 856, nota 1685 e 859. RICARDO COSTA, *A sociedade por quotas unipessoal no direito português*, Coimbra, 2002, 529, considera que não existe domínio inicial ou superveniente.

⁴⁵ No ordenamento alemão, cf., *v.g.*, NOACK/ZETZSCHE, em *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 4.ª ed., München, 2010, § 30 WpÜG, 2287, sublinhando que não há absorção da titularidade dos votos.

⁴⁶ Assim, OSÓRIO DE CASTRO, *A imputação* cit., 192 e 193.

Regressando ao âmbito concreto do artigo 187.º, é inequívoco que o titular meramente indireto está obrigado ao lançamento da oferta pública e não apenas o titular direto. Tal acontece, designadamente, no âmbito das estruturas acionistas piramidais, em que tanto a cúpula como as eventuais sociedades intermédias estão obrigadas ao lançamento de oferta pública sobre a sociedade controlada, precisamente enquanto mecanismo destinado a evitar pirâmides abusivas, como veremos. Bem pode por isso dizer-se que a aplicação conjugada e múltipla dos critérios de imputação dos direitos de voto resulta da própria *ratio* da regulamentação legal e não necessitaria sequer de estar prevista, ainda que o legislador nacional tenha sido cauteloso e optado por contemplar expressamente a sua possibilidade⁴⁷. Esta simultânea relevância é, pois, expressão de um “princípio de dupla contabilização” (*principle of double counting*)⁴⁸, cujo alcance alguns exemplos podem dilucidar⁴⁹. Pelo impacto que têm no contexto do grupo, optamos pela sua autonomização.

3.1.2.1. Aquisição *downstream*

Se, p. ex., a sociedade A detém 50% dos votos correspondentes ao capital da sociedade B, que, por sua vez, é titular de 50% dos votos na sociedade C, que adquire idêntica percentagem de votos na sociedade D (sociedade controlada), a aquisição do controlo de C sobre D (controlo direto) determina a constituição, a cargo de C, da obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição sobre as ações restantes da sociedade D. Porém, numa tal estrutura piramidal, com a aquisição do controlo de C sobre D, constitui-se simultaneamente uma situação de controlo de B sobre D e de A sobre D, em virtude das regras de imputação dos votos previstas no artigo 20.º do CVM, cuja aplicação é expressamente ressalvada pelo artigo 187.º do CVM. Assim, também as sociedades A e B estão obrigadas ao lançamento da OPA. São as chamadas *downstream acquisitions*, diretamente cobertas pela regra de imputação dos votos do artigo 20.º. A conclusão não oferece dúvidas na lei portuguesa, não obstante o agravamento dos encargos por esta via impostos à aquisição do controlo. Perante a ausência de qualquer regime privilegiador, a imputação dos votos tanto ao controlador

⁴⁷ Cf. JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, CadMVM 26 (2007), 59-69 (67).

⁴⁸ Cf. UWE H. SCHNEIDER, *The computation of qualified participations according to the EU-Transparency Directive*, em AAVV, *Direito dos valores mobiliários*, vol. VI, Coimbra, 2006, 399 ss.

⁴⁹ Questão diferente é a de existirem diversos fundamentos de imputação a um mesmo sujeito em relação às mesmas ações (“Imputação paralela” – *Parallele Zurechnung*). Nessa hipótese, os votos são imputáveis apenas uma vez: uma dupla imputação ao mesmo sujeito das mesmas ações não é admissível. Cf., por todos, VON BÜLOW, em *Kölner Kommentar zum WpÜG* cit., § 30, 943.

direto como ao controlador indireto determina que a obrigação de lançamento de oferta pública vincule todas as sociedades situadas na cadeia de controlo.

Trata-se de novo aspeto que mostra a amplitude da proteção dos acionistas da sociedade controlada no direito português. Deve entender-se que a obrigação é, no caso, plural, diferentemente das hipóteses em que estão em causa situações de imputação plurissubjetiva mas independentes entre si, as quais funcionam em paralelo e dão origem a tantas obrigações quantas as situações de imputação⁵⁰. Aqui, à identidade do fundamento da obrigação corresponde também uma única obrigação, plural, por haver um só dever de prestar. Não seria razoável entender que a obrigação da sociedade indiretamente controladora é independente da obrigação da controladora direta, o que levaria a considerar que, ainda que uma lançasse oferta pública, nem por isso estaria a outra exonerada do respetivo dever. Embora a lei não qualifique esta obrigação como solidária, pelo que, à luz dos princípios gerais, não poderá aplicar-se o regime respetivo, o artigo 191.º/2 determina que “a pessoa obrigada pode fazer-se substituir por outra no cumprimento do seu dever”, o que permite considerar que o cumprimento pela sociedade-mãe do dever de lançar a oferta pública implica a extinção da obrigação da sociedade-filha e vice-versa. Apesar de a norma estar, evidentemente, pensada para casos diversos, não deixa de ser legítimo o recurso a ela também na situação em estudo. Materialmente, o resultado é equivalente à previsão da solidariedade – que não se identifica –, ainda que a via seguida seja a da substituição no cumprimento do dever. De resto, em caso de incumprimento, há seguramente solidariedade na responsabilidade, nos termos gerais, pelo que a solução se afigura coerente.

3.1.2.2. Aquisição *upstream*, aquisição em cadeia e “OPA em cascata”

Situação diferente é a das “aquisições em cadeia” (*chain acquisitions*). Uma relevante forma de assunção do controlo é, na verdade, aquela em que a sociedade adquire o controlo sobre outra que, por seu turno, controla uma terceira, etc. A obtenção do controlo sobre a sociedade que constitui o vértice do grupo produz naturalmente efeito também no plano das sociedades controladas. Daí que ocorra uma obrigação de lançamento de OPA em cascata⁵¹. Se, por

⁵⁰ Cf., porém, a respeito da norma paralela vigente no direito alemão, HASSELBACH, em *Kölner Kommentar zum WpÜG*, § 35, 1330, 1331 e 1342, que considera que as sociedades a quem são imputados os votos têm obrigações separadas e independentes. Tal pode, porém, valer para a generalidade dos casos, mas não para a imputação vertical no contexto de grupo de sociedades.

⁵¹ Cf. PAOLO RAINELLI, *OPA obbligatoria: rassegna degli orientamenti Consob*, Giur.Com. 38.4, jul.-ag. 2011, 621-661 (635 ss.).

exemplo, a sociedade A adquire o controlo sobre a sociedade B, que controla C, que controla D (e assim sucessivamente), surge, a cargo da adquirente, uma obrigação de lançar oferta pública não apenas em relação às ações da sociedade que controla diretamente mas também das sociedades sobre as quais passa a deter indiretamente o domínio.

Resulta do Código dos Valores Mobiliários que não existe qualquer exceção à obrigatoriedade de lançamento de OPA neste caso, não obstante o agravamento de custos para o controlador e o impacto de uma tão extensa obrigação nas operações de aquisição do controlo: nos termos do artigo 187.º, controlo direto e indireto relevam em paralelo, nascendo uma obrigação de OPA em relação à sociedade adquirida mas também, em cascata, sobre todas as sociedades por esta dominadas nos termos legais⁵². Esta constitui mais uma manifestação do carácter maximamente garantístico do regime português da OPA obrigatória. À semelhança do que atrás já se viu em relação a outros aspetos de regime, a inexistência de qualquer derrogação à obrigação de lançamento de oferta pública quando esta se traduz numa “oferta em cascata” é especialmente significativa, enquanto expressão dessa intenção fortemente protetora, se se confrontar o regime do Código dos Valores Mobiliários com as soluções seguidas noutros ordenamentos jurídicos, onde se admitem exceções ao regime de obrigatoriedade de lançamento da oferta.

No caso de uma aquisição *upstream*, o § 35 da WpÜG estabelece o dever de lançamento de oferta pública a favor dos acionistas da empresa-alvo no prazo de cinco semanas após a aquisição do controlo. O § 9 III do Regulamento da WpÜG (*WpÜG-Angebotsordnung*) prevê, contudo, a possibilidade de a *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin, entidade de supervisão) conceder isenção da obrigação se, quando da aquisição da participação de controlo, o valor contabilístico do interesse direto na empresa corresponder a menos de 20% do valor contabilístico do património líquido da empresa titular do interesse direto. A norma completa o disposto no § 37 WpÜG: em princípio, em caso de aquisição do controlo pela sociedade-filha, fica também a sociedade-mãe obrigada, nos termos do § 35, a lançar oferta.

A respeito da situação em que tanto a sociedade-mãe como a sociedade-filha se encontram sujeitas à obrigação, identificam-se na doutrina germânica análises não coincidentes, abrindo-se várias hipóteses de articulação dos deveres⁵³: (i) a redução teleológica do § 35, permitindo que as empresas escolham

⁵² Cf. também CALVÃO DA SILVA, *Suspensão do dever de lançamento de OPA*, em *Estudos jurídicos (Pareceres)*, cit., 26 ss.

⁵³ Cf., sinteticamente, KOCH, *Passiver Kontrollerwerb* cit., 1263, que se pronuncia a favor da última hipótese elencada.

quem realizará a obrigação⁵⁴; (ii) a realização da oferta pela sociedade-mãe, exonerando também a sociedade-filha⁵⁵; (iii) o lançamento de uma oferta conjunta pelas duas; (iv) a sujeição de ambas à obrigação, sem prejuízo da eventual exclusão da obrigação da sociedade-filha⁵⁶ por decisão da entidade de supervisão⁵⁷, nos termos do § 36.

No § 37, a *ratio* da exceção – como a doutrina tem apontado⁵⁸ – é precisamente o facto de a percentagem máxima legalmente consagrada constituir um indício de que a aquisição das ações não se dirigiu à obtenção do controlo, como alternativa a uma aquisição direta no capital da sociedade-alvo⁵⁹. Ora, fora desta situação, o *Wasserfallprinzip*⁶⁰ assume-se de pleno.

Em aberto está, contudo, ainda a não consideração dos votos, nos termos do § 36 WpÜG, no caso de terem sido adquiridas⁶¹ no contexto de uma reestruturação no seio do grupo⁶² (*Umstrukturierung innerhalb eines Konzerns*).

⁵⁴ Cf. HASSELBACH, em *Kölner Kommentar zum WpÜG* cit., § 35, 1288 e 1289, apontando, porém, as dificuldades da hipótese que coloca.

⁵⁵ Estas situações devem, como veremos, ser admitidas entre nós, à luz do artigo 191.º/2, do CVM, tal como a hipótese inversa (realização pela sociedade-filha, com exoneração concomitante da sociedade-mãe). Mais longe não permite ir o Código dos Valores Mobiliários, nem tal seria, de resto, conforme com a fisionomia do sistema português de OPA obrigatória e a proteção dos acionistas minoritários que este pretende facultar.

⁵⁶ Cf. PETER VERSTEEGEN, em *Kölner Kommentar* cit., § 37, 1421.

⁵⁷ Sobre a margem de discricionariedade da *Bundesanstalt*, cf. PETER VERSTEEGEN, em *Kölner Kommentar zum WpÜG* cit., § 37, 1435 ss.

⁵⁸ Cf. PETER VERSTEEGEN, em *Kölner Kommentar* cit., § 37 Anh. – § 9 AngebVO, 1474.

⁵⁹ Se a sociedade controlar diversas sociedades-alvo, então a norma aplica-se separadamente a cada uma delas, admitindo-se que possa haver isenção de OPA obrigatória mesmo que a soma das participações ultrapasse a percentagem definida.

⁶⁰ Tradução germânica da expressão consagrada no ordenamento italiano (oferta *em cascata*). Cf. HENDRIK BRAUN, *Die Befreiung vom Pflichtangebot nach dem WpÜG*, Baden-Baden, 2008, 203.

⁶¹ Com razão, tem-se apontando que o termo “aquisição” (*Erwerb*) não é aqui usado numa aceção técnica, já que nenhum sentido faria excluir do *Tatbestand* medidas de reestruturação que, apesar de não envolverem a compra e venda de ações, são, do ponto de vista da *ratio legis*, materialmente equivalentes.

⁶² O conceito jurídico-societário de grupo (*Konzern*) consta do § 18 AktG: o conjunto de sociedades sob direção comum (*einheitlicher Leitung*), independentemente da forma jurídica da empresa de topo. Verificando-se uma situação de dependência nos termos do § 17, presume-se que o exercício da direção unitária é efetivo e não apenas potencial, existindo, portanto, um grupo, salvo prova em contrário. No caso de celebração de contrato de subordinação, a presunção de grupo é, mesmo, inilidível, sujeitando-se a empresa dominante (*herrschende Unternehmen*) ao regime do Livro III (§§ 291 ss.), independentemente do efetivo exercício de uma gestão uniforme das sociedades agrupadas. É suficiente a suscetibilidade de exercício da influência. Tem-se considerado que este conceito de grupo constante da AktG não é suficiente para servir as finalidades do § 36 III WpÜG: o objetivo do direitos dos grupos é a proteção dos credores e dos sócios minoritários das

Tendo em conta a desnecessidade de proteção dos sócios perante a ausência de impacto material relevante na situação do controlo, evita-se onerar excessivamente as transformações do controlo nos grupos de sociedades⁶³. Estão cobertas tanto medidas estruturais (*v.g.*, aumentos de capital, transferências patrimoniais nos termos do § 179 AktG, e medidas que carecem da autorização da assembleia geral, segundo a jurisprudência *Holz Müller*⁶⁴ e *Gelatine*⁶⁵, para além, evidentemente, dos casos de fusões e cisões), como negócios jurídicos aquisitivos que não assumem esse carácter, identificando-se diversos exemplos⁶⁶. Estas são, sempre, medidas no interior do grupo: apenas para empresas agrupadas vigora o “privilégio do grupo” (*Konzernprivileg*). Adiante caberá retomar este ponto.

No Reino Unido, por seu lado, o City Code trata das aquisições em cadeia (*chain acquisitions*) na nota 8 à *rule* 9.1., admitindo igualmente uma isenção da obrigatoriedade de OPA em tal hipótese. Trata-se do denominado *chain principle*, assim explicitado nessa regra: quando um sujeito adquire uma participação de 50% numa determinada sociedade e, por essa via, adquire controlo de uma segunda empresa, em princípio é requerido o lançamento de OPA a não ser que (i) o interesse em ações que a primeira empresa tem na segunda seja significativo em relação à primeira empresa (tendo em conta, *v.g.*, os bens e lucros das respetivas sociedades⁶⁷) ou que (ii) um dos propósitos da aquisição do controlo da primeira empresa fosse assegurar o controlo da segunda. O *chain principle* visa, como bem se compreende, evitar efeitos indesejáveis decorrentes de a aquisição do controlo espoletar um dever de lançar ofertas obrigatórias ao longo de toda a estrutura em cadeia.

O regime português é mais exigente e apresenta menos exceções que os congéneres europeus, o que tenderá a traduzir-se, como bem se compreende, numa maior eficácia da tutela conferida aos acionistas minoritários, com o

empresas dependentes, aspeto que não desempenharia, no contexto da norma agora em análise, qualquer papel. Trata-se de saber se a posição de controlo deve ser neutralizada do ponto de vista do direito das aquisições (*übernahmerechtliches zu neutralisieren*). Assim, seria preferível delimitar o conceito de “grupo” com recurso ao § 30, que define o âmbito de imputação dos direitos de voto: pertencem ao conceito de grupo todas as empresas que são empresas-filhas no sentido do § 2 VI (cf. VON BÜLOW, em *Kölner Kommentar zum WPüG* cit., 1379). Cf. ainda, sobre o conceito de grupo na WpÜG, PHILLIP RULF, *Die Zurechnungstatbestände des WpHG und des WpüG*, Fankfurt a.M., 2010, 115 ss.

⁶³ Este último objetivo é assumido pelo legislador. Cf. a *Regierungsentwurf*, ZIP 2001, 1262 ss. (1289). Cf. também STEPHAN HARBARTH, *Kontrollerlangung und Pflichtangebot*, ZIP 8/2002, 321–332 (330).

⁶⁴ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos* cit., nota 1267.

⁶⁵ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos* cit., nota 1052.

⁶⁶ Assim, por todos, VON BÜLOW, em *Kölner Kommentar zum WPüG* cit., 1380.

⁶⁷ Valores relativos de 50% ou mais serão normalmente vistos como significativos.

consequente maior respeito pela teleologia do instituto. De resto, as exceções à obrigatoriedade da OPA nem sequer são vistas com favor pela União Europeia. A Diretiva das OPA não atribui especificamente competência aos Estados para conceder isenções à obrigatoriedade de lançamento de OPA, o que tem inclusivamente levado a questionar a compatibilidade de determinadas isenções admitidas com o direito europeu: é o que acontece na Alemanha a respeito do mencionado § 37 WpÜG⁶⁸. Não obstante o n.º 5 do artigo 4.º da Diretiva⁶⁹ – que tem permitido sustentar a conformidade da norma referida com o texto europeu⁷⁰ –, pode ler-se, em documento de trabalho da Comissão, que, em alguns Estados-membros, as autoridades de supervisão têm amplos poderes para atribuir isenções à regra. Estas exceções e um amplo poder discricionário dessas autoridades podem minar a eficiência da proteção conferida pela obrigatoriedade de lançamento de OPA⁷¹. Esse não será certamente, à luz do que escrevemos, o caso português, onde um máximo âmbito da garantia proporcionada pelo regime jurídico em vigor se encontra assegurado, em conformidade – cumpre, pois, salientar – com o objetivo de maximização da tutela dos acionistas minoritários, expressamente reconhecido pelas instituições europeias, em conformidade com a Diretiva das OPAs⁷². Fala-se até, a este propósito, do “primado da proteção dos titulares de valores mobiliários” (*Primats des Schutzes der Papierinhaber*)⁷³.

⁶⁸ Nesse sentido, cf. expressamente KLAUS HOPT/PETER O. MÜLBERT/CHRISTOPH KUMPAN, *Reformbedarf im Übernahmerecht*, AG 4/2005, 109-119 (113). Sobre a transposição da diretiva para o direito alemão no que toca à oferta obrigatória, cf., v.g., KARSTEN HILMER, *Die übernehmerichtlinie und ihre Umsetzung in das deutsche Recht*, Frankfurt a.M., 2007, 77 ss.

⁶⁹ Nos termos desta regra: “sem prejuízo dos princípios gerais enunciados no n.º 1 do artigo 3.º, os Estados-Membros podem estabelecer, nas regras por eles aprovadas ou introduzidas em aplicação da presente diretiva, derrogações a estas regras: (i) incluindo essas derrogações nas suas regras nacionais, a fim de ter em conta circunstâncias determinadas a nível nacional, e/ou (ii) conferindo às suas autoridades de supervisão, caso estas sejam competentes na matéria, o poder de não aplicar as regras nacionais, por forma a ter em conta as circunstâncias mencionadas na alínea i) ou outras circunstâncias específicas, exigindo-se, neste último caso, uma decisão fundamentada”.

⁷⁰ Cf. PETER VERSTEEGEN, em *Kölner Kommentar* cit., § 37, 1402 e 1403.

⁷¹ Bruxelas, 21.02.2007 SEC(2007) 268 Comissão Staff Working Document, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*.

⁷² Existem três técnicas legislativas para a delimitação negativa do dever de lançamento de oferta pública de aquisição: (i) a técnica da dispensa, a certificar pela entidade de supervisão; (ii) a previsão de derrogações, que operam automaticamente; (iii) a combinação dos dois métodos anteriores. Cf. JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, *A OPA obrigatória* cit., 218.

⁷³ VERSTEEGEN, em *Kölner Kommentar* cit., § 37, 1404.

3.1.3. Aquisição concertada *do controlo* (concert party; acting in concert)

Hipótese próxima que merece também ser considerada é a da “aquisição concertada”. Não aparece, contudo, na lei portuguesa, a direta referência à aquisição concertada do controlo no âmbito da previsão de obrigatoriedade de lançamento de oferta pública. A possibilidade é, todavia, coberta pelo artigo 20.º, *h*), do CVM, que estabelece a imputação dos votos “detidos por pessoas que tenham celebrado algum acordo com o participante que vise adquirir o domínio da sociedade ou frustrar a alteração de domínio ou que, de outro modo, constitua um instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada”. A importância da *concert action* no direito português é residual, bem diferentemente do que acontece noutros sistemas, em que aparece como ponto de referência da regulamentação legal⁷⁴⁻⁷⁵.

É esse, por exemplo, o caso do Reino Unido, onde o conceito de *acting in concert* assume importância nuclear no domínio das ofertas públicas, sem prejuízo da sua relevância para a generalidade das regras que implementam um princípio de igualdade entre os acionistas⁷⁶. Na introdução às notas relativas à *Rule 9.1*. do *City Code*, refere-se, aliás, que “a maioria das questões que se levantam no contexto da *Rule 9* dizem respeito a pessoas que agem em concertação”, apresentando-se, de seguida, cinco páginas que visam guiar a interpretação do conceito. No próprio *City Code*, na parte relativa às definições, determina-se que a noção de “pessoas agindo em concertação compreende pessoas que, ao abrigo de um acordo ou entendimento (formal ou informal), cooperam para obter ou consolidar o controlo de uma sociedade ou para frustrar o sucesso de uma oferta a uma empresa”. À semelhança do que vimos no direito italiano, também aqui se apresenta um conjunto de presunções de “atuação concertada”, repartidas em seis categorias: (i) a empresa e outras empresas do grupo e empresas associadas (i.e., em que detém mais de 20% do capital social); (ii) a empresa e os seus administradores e familiares próximos; (iii) a empresa e os respetivos fundos de pensões ou fundos de pensões de outras empresas do grupo ou associadas; (iv) o gestor de um fundo e os respetivos clientes; (v) o consultor e o cliente; (vi) os administradores da sociedade-alvo.

⁷⁴ Cf. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto*, Coimbra, 2011, 481.

⁷⁵ Apesar da relevância transversal do *acting in concert*, não há um entendimento internacional unitário do conceito. Sobre várias dessas diferenças, cf. VON BÜLOW, em *Kölner Kommentar* cit., § 30, 1001 e CHRISTOPH VON BÜLOW/THOMAS BÜCKER, *Abgestimmtes Verhalten im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht*, ZGR 5/2004, 699-720 (670 ss.).

⁷⁶ Cf., sobre o conceito, v.g., PAUL L. DAVIES, *Gower and Davies* cit. 1021.

Também em França o conceito de *action de concert* assume importância: está consagrado nos artigos 233-10 e 233-10-1 do Code Commerce e inclui os acordos através dos quais se visa adquirir ou ceder direitos de voto independentemente do instrumento utilizado para o efeito.

Em Itália, por seu lado, a *acquisto di concerto* encontra-se prevista no artigo 109 do t.u.f., que estabelece que são solidariamente obrigados a lançar oferta pública de aquisição as pessoas que atuem *di concerto* quando venham a deter, em consequência da aquisição, ainda que levada a cabo por apenas uma delas, uma participação globalmente superior a 30% dos direitos de voto. O artigo 101-*bis* determina que se entende por “pessoas que agem concertadamente os sujeitos que cooperam com base num acordo, expresso ou tácito, verbal ou escrito, ainda que inválido ou ineficaz, tendente a adquirir, manter ou reforçar o controlo da sociedade emitente. Em acréscimo, preveem-se presunções absolutas de atuação *di concerto* no que toca (i) à sociedade, a sociedade que a controla ou as sociedades por si controladas, (ii) às sociedades sob controlo comum, (iii) às sociedades e aos seus administradores e (iv) aos sujeitos ligados por pacto parassocial⁷⁷.

Na Alemanha, sublinha-se que a atuação concertada, prevista no § 30 II WpÜG (bem como no § 22 WpHG, de conteúdo idêntico), constitui a mais importante regra de imputação e a mais discutida questão do direito das aquisições. A BaFin tem tido, de resto, diversas oportunidades de se pronunciar sobre este *Tatbestand* de imputação. Assim, p.ex., na decisão *Beiersdorf*, de 23 de janeiro de 2004, estabeleceu que só existe atuação concertada quando, através da aquisição, é prosseguido um interesse comum e o comprador tem de ter, ainda, a intenção de exercer uma influência conjunta sobre a sociedade-alvo. O OLG Frankfurt⁷⁸, por seu lado, exigiu que o terceiro coordene e exerça continuamente os direitos sociais em conjunto com o adquirente, entendimento que a BaFin tratou igualmente de perfilhar nas suas decisões. O BGH, na sentença WMF⁷⁹ afirmou, por seu lado, que § 30 II WpÜG apenas abrangia os acordos tendentes ao exercício dos direitos de voto na assembleia geral,

⁷⁷ Esta hipótese tem levantado particulares dificuldades e gerado intervenções diversas da Consob bem como abundante doutrina sobretudo no que respeita às mutações ocorridas no equilíbrio interno do controlo. Cf., sobre a aquisição concertada no direito italiano, v.g., GIUSEPPE GUIZZI/ANDREA TUCCI, *Acquisto di concerto*, em MARIO STELLA RICHTER JR. (org.), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, 2011, 257-272; ANDREA TUCCI, “*Acquisto di concerto*” e “*azione di concerto*”, RDCCom ano CVIII (2010), 915-933; CHIARA MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell’obbligo di opa*, Riv. Soc. 2007, 1290-1355.

⁷⁸ OLG Frankfurt/M, ZIP 2004, 1309 ss.

⁷⁹ ZIP 2006, 2007.

excluindo, *v.g.*, a influência direta sobre a administração ou o *Aufsichtsrat*⁸⁰. Significa isto que ficavam de fora diversos acordos que surgem com significativa frequência prática. Todavia, a *Risikobegrenzungs-gesetz*, de 12 de agosto de 2008, veio ampliar o conceito de atuação concertada, que passou a abranger mais constelações para além da influência sobre a assembleia geral⁸¹: assim, a atuação concertada já não se limita à coordenação do exercício dos direitos de voto em assembleia geral, antes pode resultar de outras ações que sirvam o propósito de influenciar a direção estratégica da empresa com base numa estratégia de longo prazo (*zusammenwirken in sonstiger Weise*).

A aplicação do *Tatbestand* do § 30 II WpÜG ao grupo de sociedades, em especial no que respeita às relações entre sociedade-mãe e sociedade-filha, poderia levantar dúvidas, em virtude de os votos desta já serem imputados nos termos do § 30 I: todavia, esta norma é *lex specialis* em relação à primeira, pelo que, em rigor, nenhuma dificuldade se coloca⁸².

No direito português, a hipótese de concertação surge em termos meramente acessórios. Em particular, não se deve recorrer à imputação ao abrigo do artigo 20.º/1, *h*), do CVM quando a mesma seja possível através de outra norma e, designadamente, à al. *b*) do mesmo preceito. Ainda assim, a regra assegura que não escape qualquer situação de imputação que nela deva materialmente subsumir-se.

3.2. *Balanço sobre o alcance do sistema do CVM*

Repare-se que, como resulta do que escrevemos, a obrigação do controlador indireto não exclui que também a cargo do titular direto do controlo se constitua essa obrigação. De tão evidente é a imputação ao titular direto, independentemente da imputação a outro ou outros sujeitos, que se tem podido

⁸⁰ Cf. sobre estas e outras decisões dos tribunais e da entidade germânica de supervisão do mercado de capitais, DANIEL WEISS, *Der wertpapierhandelsrechtliche und übernahmerechtliche Zurechnungstatbestand des acting in concert*, Frankfurt a. M., 2007, 16 ss.; HORST HAMMEN, *Analogieverbot beim Acting in concert?*, Der Konzern 2009, 18-22; KATHARINA PRASUHN, *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen nach dem WpÜG, Unter besonderer Berücksichtigung des "acting in concert"*. Baden-Baden, 2009, 225 ss. Em especial, cf. a anotação à sentença WMF de GEORG BORGES, *Acting in concert: vom Schreckgespenst zur praxistauglichen Zurechnungsnorm*, ZIP 8/2007, 357-365.

⁸¹ A respeito desta modificação, cf. CHRISTOPH VON BÜLOW/MARKUS STEPHANBLOME, *Acting in concert und die neue Offenlegungspflichten nach dem Risikobegrenzungs-gesetz*, ZIP 39/2008, 1797-1806.

⁸² No direito italiano já se tem admitido a solução inversa: havendo sobreposição, aplicar-se-ia por princípio a disciplina da aquisição *di concerto*, atribuindo papel residual à da aquisição indireta. Assim, GIUSEPPE GUIZZI/ANDREA TUCCI, *Acquisto di concerto*, em MARIO STELLA RICHTER JR. (org.), *Le offerte pubbliche cit.*, 257-272 (271).

escrever que “a referência à participação directa [no artigo 187.º] é desnecessária e é geradora de perturbações interpretativas. É desnecessária, uma vez que no proémio do artigo 20.º (para o qual remete o artigo 187.º) considera-se, para efeitos do cômputo das participações os direitos de voto inerentes às acções que o participante tenha a titularidade ou o usufruto. É geradora de perturbações interpretativas pois fica por esclarecer se a participação directa abrange apenas a titularidade ou engloba também o usufruto”⁸³. Se esta última questão é aqui indiferente, já merece ser sublinhada a imputação dos votos *em todo e qualquer caso* ao titular directo da participação⁸⁴.

A relevância da titularidade indirecta não afasta, como é evidente, a simultânea relevância da titularidade directa: tal princípio encontra aplicação transversal no direito societário e no direito dos valores mobiliários.

O que dizemos vale, em primeiro lugar, para efeitos da determinação da vigência de uma relação de domínio e de grupo, tanto no Código das Sociedades Comerciais como no Código dos Valores Mobiliários. O artigo 21.º do CVM adota – assim deve entender-se – um critério substancial quando estabelece o conceito de relação de domínio⁸⁵ e equipara expressamente o exercício de uma influência dominante por via directa e indirecta. O mesmo sucede no Código das Sociedades Comerciais: o artigo 486.º, *ex vi* do artigo 483.º/2, determina, como vimos, a existência de uma relação de domínio independentemente de a influência dominante ser exercida directa ou indirectamente. Esta pode, na verdade, ser directamente exercida por uma sociedade sobre outra, mas pode sê-lo também de forma tão-somente indirecta, através de «sociedade que dela seja dependente, directa ou indirectamente, ou que com ela esteja em relação de grupo» ou ainda de pessoa (singular ou colectiva) que «seja titular por conta de qualquer dessas sociedades» (*v.g.* mandatário sem poderes de representação). Mais concretamente, é possível dominar-se o exercício dos direitos de voto

⁸³ MANUEL REQUICHA FERREIRA, *A OPA obrigatória*, relatório de mestrado inédito apresentado na FDL, Lisboa, 2009, 44.

⁸⁴ Como escreve OSÓRIO DE CASTRO, *A imputação dos direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM 7 (2000), 163–193 (168), “(...) a lei arranca indiscutivelmente do pressuposto de que os mesmos votos podem ser imputados a uma pluralidade de pessoas, como exuberantemente o atestam as als. b) e c) do art. 20.º, para já não falar da al. g)”.

⁸⁵ Segundo o artigo 21.º/1, do CVM, considera-se relação de domínio a existente entre uma pessoa singular e colectiva e uma sociedade quando, independentemente de o domicílio e a sede se situar em Portugal ou no estrangeiro, aquela possa exercer sobre esta, directa ou indirectamente, uma influência dominante. Nos termos do n.º 2, existe, em qualquer caso, relação de domínio quando uma pessoa singular ou colectiva: a) disponha da maioria dos direitos de voto; b) possa exercer a maioria dos direitos de voto, nos termos de acordo parassocial; c) possa nomear ou destituir a maioria dos titulares dos órgãos de administração ou de fiscalização.

de duas formas principais: através da titularidade desses direitos ou através do poder de determinar o modo como os respetivos titulares o devem exercer⁸⁶.

O domínio indireto concorre, mas não substitui nem elimina, o domínio direto, aplicando-se, nos vários níveis da cadeia de domínio, o regime jurídico respetivo⁸⁷. Igual princípio vale no caso das relações de grupo, nos termos dos artigos 488.º ss. do CSC, para os quais o artigo 21.º/2, do CVM remete. É claro, nestes vários casos, que a existência de relação de domínio ou de grupo com o titular indireto não afasta a relação de domínio ou de grupo com o titular direto. As consequências jurídicas associadas a tais relações aplicam-se cumulativamente. Assim sucede para efeitos da obrigação de compensação das perdas ou da responsabilidade por dívidas, previstas nos artigos 501.º e 502.º, por exemplo.

Este é aspeto que merece ser desenvolvido e que permite discernir a extensão com que o ordenamento jurídico atribui efeitos jurídicos à titularidade direta de uma situação de controlo, mesmo quando existe, por detrás do controlador direto, outro sujeito que é o efetivo beneficiário e que exerce sobre a sociedade em causa poder de direção.

O fenómeno verifica-se inclusivamente quanto a obrigações que representam entorses nos mais elementares princípios do sistema societário, como é o caso da responsabilidade por dívidas prevista no artigo 501.º do CSC⁸⁸. Sendo uma sociedade integralmente controlada por outra, em virtude de contrato de subordinação (artigo 493.º) ou de participação totalitária (artigos 488.º e 489.º), a sociedade diretora ou totalmente dominante responde, pura e simplesmente, pelas dívidas da subordinada ou dependente, seja qual for a sua

⁸⁶ Cf. PAULA COSTA E SILVA, *Domínio* cit., 334.

⁸⁷ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em *Código das Sociedades Comerciais anotado*, 2.ª ed., Coimbra, 2011, artigo 484.º, 1223. Diferente do domínio indireto é o domínio conjunto (sobre este, cf., em especial ENGRÁCIA ANTUNES, *Participações qualificadas e domínio conjunto – A propósito do caso «António Champalimaud – Banco Santander»*, Coimbra, 2000, 74 ss.). É também admissível, na realidade, o exercício conjunto da influência dominante por duas ou mais sociedades independentes entre si, que isoladamente não dispõem de um poder de controlo, mas que coordenam as respetivas atuações de modo a fazer surgir uma situação de controlo conjunto ou de contitularidade da influência dominante. Distinta desta é ainda a situação em que, por via de pactos parassociais respeitantes ao direito de voto, seja atribuído a (apenas) uma sociedade o poder de determinar as decisões fundamentais em matéria societária: haverá, então, controlo singular e não conjunto. Controlo conjunto já existirá, todavia, quando o acordo parassocial se dirija ao exercício coordenado dos direitos de voto das diversas sociedades, em termos que facultem a influência dominante de ambas, em regime de contitularidade

⁸⁸ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em *Código das Sociedades Comerciais anotado*, 2.ª ed., Coimbra, 2011, artigo 501.º.

fonte (artigo 501.º/1)⁸⁹. Tal responsabilidade é exigível decorridos 30 dias sobre a constituição em mora da sociedade subordinada (artigo 501.º/2). Subjacente à responsabilização da sociedade diretora, de forma pessoal e ilimitada, pelas dívidas da sociedade subordinada está – como é sabido – o objetivo de proteção dos credores desta sociedade, que passa a ser gerida em função dos interesses da sociedade-mãe: o poder de direção da sociedade diretora, concretizado no direito de dar instruções (*inclusive* desvantajosas) à administração da sociedade subordinada (artigo 503.º), é suscetível de agravar a posição dos credores, reclamando-se, por isso, uma redistribuição do risco da exploração empresarial no seio dos grupos societários⁹⁰. Deste modo, à proteção indireta resultante da obrigação de compensação das perdas, prevista no artigo 502.º, e à responsabilidade por instruções, decorrente do artigo 504.º, o artigo 501.º vem juntar um mecanismo de proteção direta dos credores da sociedade subordinada ou totalmente dominada.

A lei reconhece, assim, que, sendo uma sociedade integralmente controlada por outra, desaparecem os valores que implicam a total separação de patrimónios. Embora não se ponha em crise a personalidade jurídica autónoma das duas sociedades, procede-se ao levantamento desta no que toca à responsabilidade por dívidas⁹¹. A explicação da figura é, pois, *ultima ratio*, comum à do instituto da desconsideração da personalidade: ainda que não esteja em causa, perante a lei expressa, o levantamento por força do sistema, devido à permissão de subordinação da sociedade-filha à gestão da sociedade-mãe, o sentido do artigo 501.º é repor uma adequada repartição dos riscos e das responsabilidades no grupo, conforme com o sistema, cujas exigências a boa fé exprime⁹². Bem se vê, pois, que nos encontramos perante regime de índole excecional, que

⁸⁹ Cf. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Levantamento da personalidade colectiva no Direito civil e comercial*, Coimbra, 2000, 81.

⁹⁰ STJ 31-mai.-2005 (Fernandes Magalhães), www.dgsi.pt.

⁹¹ Cf. MENEZES CORDEIRO, *O levantamento cit.*, 82. Já se considerou, na jurisprudência, que a obrigação da sociedade diretora tem “natureza legal, decorrente de uma norma prevista na lei societária, e não da desconsideração da personalidade jurídica da sociedade-filha, que permite, na falta de norma legal expressa, a imputação de dado efeito jurídico para além da própria pessoa colectiva a que formalmente respeita”: cf. STJ 31-Mai.-2005 (Fernandes Magalhães), www.dgsi.pt. Naturalmente que, havendo norma específica, não está em causa o levantamento da personalidade coletiva imposto por necessidades do sistema: tanto não altera, todavia, a natureza jurídica última da figura. Cf. também DIOGO PEREIRA DUARTE, *Aspectos do levantamento da personalidade colectiva nas sociedades em relação de domínio*, Coimbra, 2007, 27. Contra a natureza jurídica apontada, cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos cit.*, 798 e 799.

⁹² Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de sociedades e deveres de lealdade. Por um critério unitário de solução do conflito do grupo*, Coimbra, 2012, 600 ss.

quebra a limitação da responsabilidade, princípio basilar de todo o direito das sociedades de capitais.

Não obstante a sua excecionalidade material, o artigo 501.º abrange também a responsabilidade por dívidas nos grupos verticais: no caso de celebração de contratos de subordinação em cadeia e/ou de participações totalitárias sucessivamente encadeadas, responde pelas dívidas da sociedade dependente não só a dominante direta, mas também a(s) dominante(s) indireta(s), que estendem o seu poder de direção a toda a empresa plurissocietária, devendo sobre elas recair, por isso, o risco da exploração do grupo⁹³. Apesar de o poder de direção competir, em última análise, à sociedade de topo, que pode dar instruções em cadeia às suas participadas, todas as sociedades na cadeia de domínio encontram-se vinculadas à responsabilidade prevista no artigo 501.º.

O mesmo vale no caso do artigo 502.º e, portanto, da obrigação de compensação das perdas da sociedade controlada. Esta obrigação de compensação surge como produto do mero poder de direção da sociedade-mãe sobre a sociedade-filha e não de concretas intervenções da primeira, não estando, assim, dependente da efetiva execução da relação contratual, através da emissão de instruções: é suficiente a vigência do contrato de subordinação ou do domínio total, ainda que a faculdade de emitir instruções desvantajosas possa ter sido afastada pelo contrato de subordinação, conforme permitido pelo artigo 503.º/2. Esta responsabilidade abrange – à semelhança da responsabilidade perante os credores – todas as sociedades em relação de grupo, seja a ligação com a sociedade subordinada ou totalmente dominada direta ou indireta. O facto de existir um *ultimate controller* nunca exclui a obrigação a cargo do *immediate controller*. Verifica-se, uma vez mais, outra importante manifestação das finalidades garantísticas do direito dos grupos, identificadas com particular incidência no regime dos artigos 501.º e 502.º do CSC. Não é *nunca* procedente como defesa contra a obrigação resultante de alguma destas normas a circunstância de a sociedade não se situar no topo da cadeia de domínio, sendo antes, pelo contrário, mera intermediária. A responsabilidade é sempre e em qualquer caso tanto da controladora direta como indireta

Também no artigo 20.º do CVM, a imputação de direitos de voto a pessoa distinta do titular direto não exclui *em hipótese alguma* o cômputo dos votos do titular direto. A própria norma determina que “no cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às acções que o participante

⁹³ I.e., desde que se verifiquem, em todos os níveis do grupo, os pressupostos da responsabilidade da sociedade diretora ou totalmente dominante, a sociedade-avó, por exemplo, responde, não só pelas dívidas da sociedade-filha, mas também pelas dívidas da sociedade-neta, pelas quais é simultaneamente responsável a dominante direta desta.

tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto (...). É, pois, evidente que os direitos de voto, pelo facto de serem imputados ao titular indireto, não deixam de o ser ao titular direto.

Não é de estranhar esta continuidade do princípio de dupla contabilização das participações sociais diretas e indiretas. Lembre-se a analogia funcional que apontámos entre a OPA obrigatória e as regras de direitos dos grupos, bem como o enquadramento daquele instituto no direito material dos grupos, na sua vertente de “direito de proteção” (*Schutzrecht*). É precisamente esta continuidade de fins e valores que justifica que a matéria das ofertas públicas – e da oferta obrigatória em especial – se situe, como dissemos, na confluência do direito dos valores mobiliários com o direito societário.

Apurado este princípio geral de relevância jurídica da titularidade direta e da titularidade indireta e, mais precisamente, de insuscetibilidade de afastamento da relevância da titularidade direta em virtude da existência de um titular indireto, resta determinar se existe fundamento para uma solução diferente no caso do artigo 187.º do CVM. A resposta é negativa. Se é certo que a obrigação de lançar OPA se estende às aquisições indiretas para evitar “pirâmides abusivas”, i.e., se a utilização de *holding* para adquirir ou reforçar o controlo pode desencadear essa obrigação⁹⁴, tal não elimina o dever correspondente a cargo do titular imediato. Se, *v.g.*, a sociedade A domina a sociedade B e esta adquire posição de controlo na sociedade C, tanto a sociedade A como a sociedade B estão obrigadas ao lançamento de oferta pública sobre as ações restantes da sociedade C.

Poderia causar perplexidade a solução se se pensar que, em rigor, a sociedade B vê a sua atuação condicionada pela sociedade A. Porém, não só a influência dominante ou o poder de direção não afasta a autonomia jurídica dessa sociedade, como, mesmo em termos económicos, o controlo não vai necessariamente ao ponto de aniquilar qualquer papel da sociedade dependente. Por outro lado, o mesmo se passa noutros lugares do ordenamento jurídico. Se, *p.ex.*, a sociedade A detiver 100% da sociedade B, que por sua vez é titular de 100% do capital da sociedade C, existe uma relação de grupo entre A e C e entre B e C, e os credores desta sociedade podem demandar, pelas respetivas dívidas, além da própria sociedade, a sociedade A ou a sociedade B, como vimos. Idêntico princípio vale quanto à responsabilidade por perdas da sociedade dependente nos termos do artigo 502.º: responsável é tanto a sociedade indiretamente diretora como aquela que exerce diretamente o poder de direção, conforme também já apontámos.

⁹⁴ Cf. KOEN GEENS/KLAUS J. HOPT (eds.), *The European Company Action Plan Revisited*, Louven, 2010, 160.

A relevância simultânea da imputação direta e indireta tem, por outro lado, uma justificação material, comum aos diversos casos apresentados, localizados seja no direito das sociedades comerciais, seja no direito dos valores mobiliários. Está em causa, em todas estas regras, a proteção dos sujeitos atingidos por uma situação de domínio ou controlo. A norma do artigo 187.º do CVM, assim com as dos artigos 501.º e 502.º do CSC, integram-se, como dissemos, no âmbito do referido “direito de proteção”, que visa a máxima garantia dos interesses envolvidos. Daí que a imputação de efeitos ao titular indireto acresça, mas não substitua, a imputação ao titular direto. É a solução que melhor protege os interesses em jogo, além de que é aquela que mais perfeitamente se adequa ao disposto nos artigos 187.º e 20.º do CVM. É também o que resulta das regras equivalentes noutros ordenamentos jurídicos, como o alemão: também aí não há absorção dos direitos de voto (*Stimmrechtsabsorption*) e, portanto, a imputação dos votos não consome a imputação ao titular das ações⁹⁵.

Vigora, pois, um princípio geral de dupla contabilização ou de dupla imputação dos votos, que se aplica também, pelos motivos indicados, em matéria de OPA obrigatória. Não pode, assim, em caso algum, excluir-se a imputação ao titular direto em virtude da imputação indireta a outro sujeito.

De resto, tal seria radicalmente contrário ao esquema traçado pelo Código dos Valores Mobiliários para a oferta pública de aquisição obrigatória, que, como vimos referindo, consagra um dos regimes jurídicos que maior relevo confere simultaneamente ao controlo direto e indireto, como o exemplo das *upstream* e das *downstream acquisitions* confirma. Nestes termos, qualquer solução diversa, que implique a desconsideração da titularidade direta (ou também, naturalmente, da titularidade indireta) é estritamente excepcional em termos materiais (e não meramente formais, em virtude da ausência de previsão expressa) e carece de uma especial justificação, que *prima facie* não se divisa.

Em síntese, a titularidade direta e a titularidade indireta relevam simultaneamente.

Bem diversa das hipóteses que consideramos é a situação – por vezes referida para demonstrar que a imputação das participações diretas e indiretas nem sempre pode ser cumulativa – em que a sociedade dominante adquire ações às quais são inerentes direitos de voto que, somados aos inerentes às ações detidas por uma sociedade sua dependente, levam a que seja ultrapassado um dos limiares que obriga ao lançamento de OPA⁹⁶. É evidente, ao menos no direito português, que, neste caso, a sociedade dependente não está também abrangida pela obrigação do artigo 187.º do CVM, pela simples razão de que

⁹⁵ Por todos, cf. VON BÜLOW, em *Kölner Kommentar* cit., 960.

⁹⁶ Cf. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência* cit., 400.

ela, por si, não alcança uma das percentagem aí mencionadas, e os direitos de voto da sociedade dominante não lhe são imputáveis, atendendo a que não pode exercer qualquer influência sobre os mesmos. A imputação não é, pois, biunívoca, i.e. só funciona em sentido ascendente e não também descendente (os votos detidos pela dependente contam como votos da dominante mas não o inverso)⁹⁷.

Tal conclusão não se reflete, todavia, nas situações em análise, em que o titular direto ultrapassa, por si, uma das fasquias que determinam a constituição da obrigação de lançamento de OPA. Quando isso acontece, é plenamente aplicável o artigo 187.º do CVM: quer a sua letra, quer a intenção normativa garantística o reclamam.

Em resumo, confirma-se mais uma vez a nossa asserção anterior: o direito português confere máxima relevância à titularidade simultânea direta e indireta da participação quando se trata da obrigação de lançamento de OPA, com o objetivo de potenciar a tutela dos acionistas minoritários. Veremos, já de seguida, outras manifestações desta equiparação e da conseqüente relevância cumulativa e não excludente de ambas as modalidades de participação em sociedade cotada.

4. As mudanças no controlo relevantes

Analisada a *ratio* do artigo 187.º do CVM e estabelecido o seu correto enquadramento dogmático enquanto norma integrante de um “direito de proteção” dos sócios minoritários dotado de máxima extensão, estamos em condições de determinar quais as mudanças no controlo que desencadeiam a obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição, ao lado da criação *ex novo* de uma situação de controlo sobre sociedade previamente independente.

Em termos gerais, diremos que a mudança de controlo relevante é aquela que implica uma alteração essencial da posição social, tanto do prisma dos direitos patrimoniais como não patrimoniais do acionista minoritário. Constituindo, *ultima ratio*, forma de exoneração com justa causa, poderia pensar-se que a lei exigiria a demonstração da degradação da posição social como consequência da mudança no controlo. Não é assim, todavia. Está em causa não só a tutela subjetiva do sócio mas também a tutela objetiva do investimento, como dissemos: a modificação do perfil de risco do investimento é igualmente suscetível, pois, de originar a obrigação de lançamento da OPA, independentemente de qualquer juízo sobre o eventual efeito negativo da mudança na posição do sócio. Assim, a mudança do controlo relevante no domínio do artigo 187.º pode ser tanto

⁹⁷ A este respeito, cf., por todos, OSÓRIO DE CASTRO, *A imputação* cit., 182.

subjetiva (alteração da titularidade da participação de controlo) como *objetiva* (transformação das condições de risco do investimento). São três as hipóteses a considerar: (i) a simultânea modificação objetiva e subjetiva; (ii) a modificação subjetiva sem necessária modificação objectiva (ausência de impacto material no *status socii*); (iii) modificação objetiva sem necessária modificação subjetiva. Essencial para desencadear a obrigação é a verificação da inexigibilidade da manutenção do *status socii* perante a transformação ocorrida.

4.1. *Simultânea mudança subjetiva e objetiva do controlo*

A necessidade de facultar ao acionista minoritário a saída da sociedade, através da imposição ao acionista controlador do lançamento de oferta pública, é evidente na hipótese em que, associada à mudança subjetiva da titularidade da participação de controlo, está uma necessária ou altamente provável afetação negativa da posição do sócio na sociedade. Este constitui – é bom de ver – o caso em que é mais clara a necessidade de tutela dos acionistas minoritários. Uma das situações em que isso acontece – potencialmente equiparável, nos seus efeitos, à criação *ex novo* de uma situação de controlo – é aquela em que se transita de uma situação de controlo simples para uma situação de controlo interempresarial, como tal entendida a hipótese em que a sociedade é controlada por uma empresa ou pessoa envolvida empresarialmente de modo direto ou indireto e que, em consequência disso, se encontra exposta a particulares riscos de intervenções lesivas⁹⁸, o que gera necessidades de tutela acrescidas por confronto com as sociedades controladas por sujeitos não qualificáveis como empresas. Na verdade, o controlo de sociedades não é sempre qualitativamente idêntico, verificando-se um especial risco de desalinhamento de interesses (“conflito do grupo”, “perigo do grupo” – *Konzernkonflikt, Konzerngefahr*) quando o sócio controlador prossegue interesses económicos autónomos exteriores à sociedade (controlo interempresarial). É sobretudo neste caso que a proteção dos sócios minoritários e dos credores das sociedades intervenientes reclama regras específicas, suscetíveis de fazer face ao carácter sistemático e institucional (e não ocasional ou acidental) dos conflitos de interesses⁹⁹: assume,

⁹⁸ Cf. ZÖLLNER, em BAUMBACH/HUECK, *GmbH-Gesetz*, 19.^a ed., München, 2010, *Schlussanhang*, 1925 e 1926; REINER, *Unternehmerisches Gesellschaftsinteresse und Fremdsteuerung*, München, 1995, 1 ss.

⁹⁹ V.g., TOMBARI, *Gruppi e diritto societario: profili metodologici, individuazione del problema e tecniche di ricostruzione della disciplina*, em *I gruppi di società. Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia, 16-17-18 novembre 1995*, vol. II, Milano, 1996, 2217-2236 (2224); MARINO BIN, *Il conflitto d'interessi nei gruppi di società*, CI 3, ano 9 (1993), 879-890 (879); PATRONI GRIFFI, «*Fiduciary duties*» e *gruppi di società*, GiurCom 21.5, set.-out. 1994, 886-914.886.

então, especial importância o estatuto da dependente enquanto “sociedade de soberania limitada”¹⁰⁰⁻¹⁰¹. Assim, quando se verifique uma mudança da titularidade da posição que confere o controlo em termos tais que, de uma situação de controlo simples, a sociedade-alvo passe a encontrar-se numa situação de controlo interempresarial, a necessidade de proteção é evidente. Mas outros exemplos são equiparáveis – independentemente da mudança do tipo de controlo (simples ou empresarial) – no que respeita à repercussão na posição dos sócios minoritários da sociedade adquirida. Porém, a lei abstrai em absoluto de qualquer apreciação concreta do impacto da mudança ocorrida no *status socii*, como vemos de seguida.

4.2. ***Simples mudança subjetiva: alteração da titularidade sem necessária mudança objetiva da posição de controlo***

Sem prejuízo de a hipótese anteriormente assinalada ser aquela em que é mais patente a necessidade de tutela dos acionistas da sociedade-alvo, a verdade é que o regime português da OPA obrigatória – tal como, aliás, a generalidade dos regimes europeus – não exige a demonstração de qualquer alteração da política empresarial ou, em geral, de qualquer fator ou característica do adquirente que tornem previsível uma degradação da posição social dos acionistas minoritários. Nem mesmo se exige, como já vimos, que se prove o exercício do controlo (ou a previsibilidade deste): a obrigação constitui-se imediatamente e perante uma qualquer mera alteração da identidade do controlador, que, em rigor, até pode vir a revelar-se vantajosa para os minoritários. Este é mais um dos aspetos que muito expressivamente revela a função garantística máxima do instituto da oferta pública obrigatória tal como construído pelo Código dos Valores Mobiliários. A lei, em rigor, ficciona ou, pelo menos, presume *juris et de jure* a necessidade de tutela perante toda e qualquer mudança de controlo, ainda que meramente subjetiva.

Assim, o artigo 187.º do CVM define a obrigatoriedade de lançamento de oferta pública com assinalável amplitude. A regra vai tão longe que se aplica, então, até em casos em que muda simplesmente o acionista titular da participação, mesmo que se trate de pura transferência da titularidade de posição de controlo – já previamente existente –, sem necessária mudança objetiva da posição de controlo. Se, *v.g.*, a sociedade A tem 50% do capital social e vende essa participação à sociedade B, há dever de lançamento da OPA, apesar de,

¹⁰⁰ MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società «a sovranità limitata»*, CI 1986, 729-738.

¹⁰¹ Sobre o controlo interempresarial e o seu confronto com o controlo simples, cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de sociedades cit.*, 109 ss.

em rigor, apenas mudar o titular da posição qualificada e em nada se alterar, potencialmente, a posição social dos sócios minoritários (*modificação subjetiva mas não – ou não necessariamente – objetiva*). Na visão adotada pelo legislador português, a relevância do controlo é de tal ordem e os seus perigos devem ser prevenidos a ponto de a mera alteração da identidade do controlador tornar desrazoável exigir que o acionista permaneça na sociedade, permitindo-lhe beneficiar do prémio do controlo.

Revela-se, aqui, com especial clareza a intenção maximalista da proteção legal conferida pela legislação mobiliária aos sócios minoritários e a relevância atribuída a qualquer modificação ao nível da estrutura de controlo, independentemente de um juízo concreto sobre os efeitos negativos na respetiva posição social. É o simples risco abstrato de alteração da política empresarial – avaliado a partir da mera mudança subjetiva (determinada com base em critérios objetivos e seguros de imputação de votos) – que torna desrazoável, à luz do Código dos Valores Mobiliários, exigir do acionista que se mantenha na sociedade.

A proteção preventiva ou *ex ante* é encarada, pois, com grande profundidade na lei portuguesa, o que se compreende atendendo aos riscos que o controlo envolve e que são sobejamente conhecidos. Particularmente digno de nota é o facto de nem mesmo se visar somente a proteção contra o *perigo concreto*, fundado em quaisquer elementos objetivos que permitam temer alterações desfavoráveis na gestão societária. É antes o *potencial impacto abstrato* no *status socii* que faz nascer na esfera do acionista minoritário o direito à alienação da sua participação.

A circunstância de não se exigir qualquer demonstração de um perigo concreto e, mais do que isso, de o próprio perigo abstrato ser, em rigor, presumido (*juris et de jure*, senão mesmo ficcionado) é especialmente significativa num ordenamento onde a maior parte dos casos aplicativos da OPA obrigatória não representará a transição de uma estrutura de propriedade difusa para uma estrutura concentrada, mas antes a simples transferência do controlo de um acionista para outro, sem implicar, portanto, uma modificação qualitativa na situação dos sócios minoritários¹⁰². Confirma-se, em suma, o elevado grau de proteção visado pelo artigo 187.º do CVM.

Questão diferente e sem importância para o caso é saber se, não obstante a dupla funcionalidade da regra de imputação do artigo 20.º e a direta remissão feita pelo artigo 187.º para a mesma, ainda assim não deve aceitar-se uma restrição da primeira norma em sede de OPA obrigatória, excluindo a relevância daqueles fundamentos de imputação que não traduzem um efetivo

¹⁰² Sublinhando, a respeito do caso italiano, as diferenças entre o panorama societário neste ordenamento e no ordenamento inglês, FRANCESCO CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, Riv. Soc. 1998, 1352-1365 (1358 ss.).

domínio da sociedade¹⁰³ (entendido este como poder de influência dominante e não necessariamente como efetivo exercício desse poder). A conclusão que se perfilhe em relação a esta questão nenhuma consequência tem quanto ao problema que nos ocupa, que terá sempre a mesma resposta, ainda que se aceite a interpretação mais restritiva, certamente não indisputada e seguramente não indisputável em face do objetivo último de segurança jurídica que dita a fixação, no artigo 187.º, de presunções de controlo assentes em percentagens rígidas, com a consabida iniquidade que semelhante técnica legislativa sempre implica. Certo é, em qualquer caso, que não se exige uma mudança objetiva do controlo, sendo suficiente a mudança do seu titular. Mais um aspeto a crescer, então, aos vários onde a *ratio* de máxima tutela da OPA obrigatória se revela.

4.3. *Modificação objetiva sem modificação subjetiva?*

Uma última hipótese merece, neste contexto, ser ponderada: a de existir uma mudança objetiva do controlo – com a conseqüente alteração do perfil de risco do investimento –, sem ter lugar uma modificação subjetiva.

¹⁰³ Neste sentido, cf., entre nós, por todos, PAULA COSTA E SILVA, *A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição*, em *Direito dos valores mobiliários*, vol. VII, 438 ss. O problema coloca-se igualmente no direito alemão, onde se tem chegado a idênticos resultados a respeito dos §§ 22 WpHG e 30 WpÜG. Também o § 30 WpÜG, aplicável à imputação de votos para efeitos da obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição assenta numa “mera presunção de substância de influência sobre os direitos de voto”, sendo irrelevante saber se existe a oportunidade de exercer a influência de facto sobre os direitos de voto no caso concreto. A norma é equivalente à do § 22 WpHG, apesar do âmbito diferenciado de aplicação: ambos os *Tatbestände* de imputação entraram em vigor em 1 de janeiro de 2002 através da *Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen*. Como é expressamente afirmado pelo legislador alemão na *Regierungsentwurf*, pretendeu-se evitar “irritações do mercado de capitais”, que se receava poderem decorrer de diferentes *Tatbestände* de imputação (BegrRegE WpÜG zu § 30, BT-Drs. 14/7034, 53), exemplo seguido pela lei portuguesa, conforme a nossa doutrina tem salientado. Na Alemanha, não obstante existir doutrina que considera que as regras dos §§ 22 WpHG e 30 WpÜG são paralelas e devem aplicar-se de forma idêntica (cf. múltiplas referências bibliográficas em CHRISTOPH VON BÜLOW, em *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2.ª ed., Köln, Berlin, Bonn, München, 2010, § 30, nota 18), tem ganho prevalência o entendimento que sublinha os diferentes fins das normas e a conseqüente insuscetibilidade de uma mesma aplicação: num caso está em jogo informar o mercado de capitais sobre a influência relativa aos direitos de voto e, no outro, a proteção dos acionistas minoritários, dando-lhe a possibilidade de desinvestirem quando da aquisição do controlo (assim, por todos, von Bülow, em *Kölner Kommentar cit.*, § 30, 939). Não havendo poder de influência, não deve, no último caso, impor-se a OPA. No direito italiano, é aceite conclusão idêntica: RAFFAELE LENER, *Le offerte obbligatorie*, em MARIO STELLA RICHTER JR. (org.), *Le offerte pubbliche cit.*, 163-176 (170 e 171), referindo que a fixação de uma parâmetro quantitativo “seco” teve apenas o fito de simplificar a *fattispecie*, não podendo conduzir à irrelevância da demonstração da ausência de poder de influência e, portanto, de controlo.

Se é evidente que tal situação pode ocorrer (*maxime*, perante inflexões da política de gestão), o certo é que, inexistindo qualquer alteração ao nível da titularidade do controlo, não intervém o instituto da OPA obrigatória, como resulta, muito claramente, da *fattispecie* legal. Tal não representa qualquer menor proteção propiciada por este instituto. Na verdade, já vimos que este opera *ex ante*: quando se constitui originariamente a situação de controlo, o sócio minoritário adquire o direito de sair da sociedade, sendo suficiente esta proteção. Se, apesar de ter podido abandonar a sociedade, optou por nela permanecer, assumiu o risco de uma posterior alteração da política da controladora e, portanto, de uma maior compressão dos seus direitos.

Repare-se que o que escrevemos não é o mesmo que negar a possibilidade de ocorrer uma mudança do controlo sem transmissão de participações sociais. Basta pensar nos casos em que estas se mantêm intocadas mas dois ou mais acionistas se ligam através de acordo parassocial e, em conjunto, ultrapassam o limiar legal que determina a obrigatoriedade de lançamento de oferta pública de aquisição. Neste caso verifica-se uma “mudança de controlo” ou, mais precisamente, a constituição de uma situação de controlo.

Por outro lado, também se verifica uma alteração relevante quando se mantém o *ultimate beneficial owner*, i.e., o controlador último (o *ultimate controller*), mas muda o controlador imediato. No sistema do Código dos Valores Mobiliários, a mudança da titularidade direta releva sempre, não se prevendo sequer qualquer exceção para a deslocação intragrupo do controlo. Este constitui, porém, aspeto que merece, de seguida, tratamento autónomo.

Para já, note-se que existe um universo de casos que não levantam quaisquer dúvidas no que respeita à relevância da mudança verificada num nível inferior da cadeia de participações sociais: aqueles em que um impacto objetivo ocorre e em que, portanto, a *ratio* do artigo está plenamente preenchida. Não pode argumentar-se, então, com a exigência de uma modificação subjetiva também ao nível do vértice da cadeia do domínio, ou seja, de uma modificação que implique a alteração do controlador indirecto, a qual, de resto, não se encontra formulada na lei. I.e., ainda que se devesse entender que não existe uma modificação subjetiva (por se julgar relevar, em termos últimos, a posição da pessoa singular controladora), a modificação objectiva demonstra sempre, em tais situações, que não se trata de mera interposição de pessoa, desprovida de consequências materiais, valendo a exigência de lançamento da OPA. É sempre decisiva para determinar a OPA obrigatória a modificação objetiva da posição dos sócios da sociedade, com reflexos patrimoniais mas também extrapatrimoniais. Não está em causa, porém, na verdade, hipótese de modificação objetiva sem modificação subjetiva, devendo, antes, reconhecer-se, que essa modificação subjetiva em princípio existe, mesmo que o titular último do controlo se mantenha.

5. A circulação do controlo nos grupos de sociedades em especial: relevância do princípio da absoluta neutralidade da deslocação intragrupo do controlo?

O ordenamento jurídico português não contém qualquer regime especial para a circulação do controlo no interior do grupo. É abstratamente admissível, contudo, que, preenchidos determinados pressupostos, o legislador tivesse optado por entender que existe apenas “uma *reorganização* do sistema de detenção de participações, sem alterações significativas dos centros de decisão”, afastando então a obrigatoriedade de OPA¹⁰⁴.

O anterior Código do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM) previa, no artigo 528.ºA, uma hipótese de derrogação para o caso de a participação resultar da “aquisição por uma sociedade de valores detidos por outra sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo ou que seja dominada por uma terceira sociedade que domine igualmente a sociedade adquirente”. Atualmente não se contempla, contudo, solução paralela, o que é particularmente significativo se lembrarmos que, no anterior regime jurídico, a regra privilegiadora do grupo havia sido aditada ao CMVM pelo decreto-lei n.º 261/95, de 3 de outubro para resolver dúvidas suscitadas no âmbito da versão original do Código. A opção tinha uma explicação clara: a necessidade de responder às dificuldades sentidas ao nível da reestruturação empresarial de grupos económicos nacionais¹⁰⁵.

O atual Código dos Valores Mobiliários eliminou esta exceção ao dever de lançamento de OPA, que apenas é afastado nos termos do artigo 189.º, que estabelece que

o disposto no artigo 187.º não se aplica quando a ultrapassagem do limite de direitos de voto relevantes nos termos dessa disposição resultar: a) Da aquisição de valores mobiliários por efeito de oferta pública de aquisição lançada sobre a totalidade dos valores mobiliários referidos no artigo 187.º emitidos pela sociedade visada, sem nenhuma restrição quanto à quantidade ou percentagem máximas de valores mobiliários a adquirir e com respeito dos requisitos estipulados no artigo anterior; b) Da execução de plano de saneamento financeiro no âmbito de uma das modalidades de recuperação ou saneamento previstas na lei; c) Da fusão de sociedades, se da deliberação da assembleia geral da sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria dirigida constar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de oferta pública de aquisição.

¹⁰⁴ Cf., ainda na vigência do direito anterior, BRITO PEREIRA, *A OPA obrigatória*, Coimbra, 1998, 303.

¹⁰⁵ BRITO PEREIRA, *A OPA* cit., 302.

Desapareceu, como se vê, qualquer referência à transferência do controlo intragrupo, o que constitui opção significativa considerando, por um lado, as dúvidas que se haviam gerado ao abrigo do regime anterior e a que o decreto-lei n.º 261/95 viera dar resposta, e, por outro lado, o carácter fechado das derrogações do dever, ao contrário do que sucedia no direito anterior. A opção funda-se na segurança jurídica procurada e no repetidamente apontado objetivo de amplificação de um mecanismo de tutela cuja importância é assumida pelo legislador português com extensão máxima.

De resto, mesmo nos ordenamentos jurídicos onde se prevê regime derogatório excecional para as situações de deslocação do controlo no seio do grupo de sociedades, as exceções à obrigação de lançamento de OPA são admitidas em termos muito restritivos, tanto pela doutrina como pela jurisprudência.

Veja-se o caso italiano, exemplar a este respeito. O artigo 106, comma 5, do Testo Unico della Finanza (t.u.f.)¹⁰⁶ estabelece uma exceção à OPA obrigatória para as transferências intragrupo (*rectius*, entre “sujeitos ligados por relações relevantes de participação”), ainda que remetendo a sua concretização para regulamento da entidade supervisora do mercado de valores mobiliários, a Consob¹⁰⁷. O *Regolamento Emittenti*, nesta linha, exceciona da obrigação de lançamento de OPA os casos em que “a participação é adquirida na sequência de transferência entre sociedades na qual o sujeito ou sujeitos em causa disponham, ainda que conjuntamente e/ou indiretamente através de sociedades controladas nos termos do artigo 2359, comma 1, número 1), do *codice civile*, da maioria dos direitos de votos exercitáveis em assembleia ordinária, ou adquiridos a seguir a uma transferência entre umas destas sociedades e tais sujeitos”. Já ao abrigo do regime anterior se previa exceção paralela, no artigo 10, comma 12, da legge 11 febbraio 1992, n. 149, que estabelecia que “a aquisição do controlo de uma sociedade cotada no mercado regulamentado decorrente de operações

¹⁰⁶ Aprovado pelo decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e alterado por último pela legge n. 120 del 12.7.2011. A OPA obrigatória constitui um dos aspetos em que o *testo unico* introduziu uma modificação mais importante face ao regime anterior, que veio simplificar. Ainda assim, continuou a prever-se diversas modalidades de OPA obrigatória: a OPA preventiva totalitária; a OPA preventiva parcial sobre pelo menos 60% das ações; a OPA sucessiva totalitária; a OPA “incrementadora” da participação compreendida entre 30% e 50%; a OPA residual.

¹⁰⁷ Nos termos desta norma, “La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nel comma 1 o nel comma 3, lettera b), non comporta l’obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di uno o più soci che detengono il controllo o sia determinato da: a) operazioni dirette al salvataggio di società in crisi; b) trasferimento dei titoli previsti dall’articolo 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione; c) cause indipendenti dalla volontà dell’acquirente; d) operazioni di carattere temporaneo; e) operazioni di fusione o di scissione; f) acquisti a titolo gratuito”. Releva, no caso, a let. b).

efetuadas entre sociedades diretamente ligadas por relações de controlo ou diretamente controladas por uma mesma e única sociedade, no sentido do artigo 2359, comma 1, do *codice civile*, não ficam sujeitas às disposições” sobre OPA obrigatória.

A norma atualmente em vigor – tal como aliás a precedente – tem sido objeto de interpretação restritiva, designadamente pela própria Consob, tendo em vista a maximização da proteção visada pela OPA obrigatória. Na comunicação n. DEM/2009909, de 13 de fevereiro de 2002, esta entidade supervisora teve oportunidade de esclarecer que a *ratio* da exceção é criar um regime de favor para as operações de mera reorganização das participações que, apesar de formalmente integrarem os requisitos previstos na lei para a OPA obrigatória (aquisição de uma participação relevante), não podem ser consideradas, à luz de uma visão unitária do fenómeno do grupo, como uma real modificação do controlo da sociedade cotada. Portanto – escreve-se nessa comunicação – o que se pretende é “isentar da obrigação de OPA as operações de reafetação das participações substancialmente neutras para os acionistas minoritários da cotada na medida em que não modificam o sujeito ou os sujeitos colocados no vértice da cadeia de controlo nem o correspondente equilíbrio de poderes”¹⁰⁸.

Na sua comunicação, a Consob distingue duas tipologias de operações intragrupo isentas da obrigação de OPA: (i) as transferências em linha horizontal, entre sociedades controladas de direito, ainda que indiretamente, pelo mesmo sujeito ou conjuntamente pelos mesmos sujeitos (sociedades-irmãs); e (ii) as transferências em sentido vertical, entre sujeitos ligados por uma relação de controlo indireto e conjunto (entre sociedade-mãe e sociedade-filha ou entre pessoa física e sociedades controladas).

A Comissão foi, posteriormente, chamada a pronunciar-se sobre a recondução à exceção em causa de uma situação de facto que, em virtude da complexidade da estrutura acionista do emitente, não se enquadrava diretamente em nenhum dos dois casos previamente definidos na comunicação referida, discutindo-se a aplicabilidade analógica das exceções. A Consob esclareceu, então, que não se aplica a exceção se “a operação prevista, embora mantenha inalterados os sujeitos postos no vértice da cadeia participativa e as disposições parassociais destinadas a regular a sua relação na qualidade de acionistas (indiretos), introduz uma (...) mutação apreciável do controlo na medida em que determina (...) uma forma de controlo mais rígida”. Tal mutação “não permite considerar as operações em exame conformes à *ratio* que subjaz às exceções intragrupo e que (...) visa excluir a promoção de uma oferta unicamente no

¹⁰⁸ Cf., sobre a orientação da Consob, com mais referências, PAOLO RAINELLI, *OPA obbligatoria* cit., 650 ss.

caso de transferência de uma participação relevante para fins da OPA que seja absolutamente ‘neutra’ do ponto de vista do controlo da empresa”. No caso, passaria a haver uma diversa modalidade de gestão em comum da participação, que torna a exceção inaplicável.

Fica, assim, claro que não é critério único ou exclusivo do afastamento da obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição a manutenção do *ultimate controller* ou do *ultimate beneficial owner*. Os casos excluídos são apenas aqueles em que o precedente controlo pela sociedade adquirente torna absolutamente neutros os efeitos das operações sucessivas. Não determina, nestes termos, a obrigação de lançamento de OPA a aquisição do controlo pela sociedade que, antes da operação, era já controladora direta ou indireta da sociedade cotada. *Assim, configuram operações de aquisição do controlo com obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição as operações de deslocação do controlo no grupo se a sociedade adquirente não podia ser qualificada, antes da transferência, como controladora direta ou indireta da sociedade visada*¹⁰⁹. Apenas nestes casos permanece inalterado o controlo da sociedade cotada e a operação de transferência intragrupo não modifica de alguma forma a realidade do complexo unitário, não justificando, por isso, o direito de *exit* dos sócios minoritários.

Como exemplo de casos cuja obrigação de lançamento de OPA é excecionada, encontramos essencialmente aqueles em que uma sociedade (A) controla outra (B), que por seu turno controla uma terceira (C) e a sociedade A passa a controlar diretamente a sociedade C. Não há obrigação de lançamento de OPA, pois A já era previamente controladora, apenas passando o controlo de indireto a direto. Ou o caso em que a sociedade A controla B, que controla C, que, por seu lado, controla Z, passando B a controlar diretamente Z¹¹⁰.

O mesmo já não sucede quando surja uma nova situação de controlo: se, *v.g.*, a sociedade A, controladora direta da sociedade C, transfere tal participação para uma sociedade B por si controlada (ou para uma controlada desta), transforma o seu domínio em indireto, e não está, ela própria, obrigada ao lançamento de OPA. Não há, evidentemente, aquisição do controlo por quem já era previamente titular dele¹¹¹. Porém, nesta hipótese, como a doutrina italiana

¹⁰⁹ Cf. AGOSTINO GAMBINO, *L'opa e la circolazione endogrupo delle partecipazioni di controllo*, Riv. Soc. 1992, 1249-1257 (1255).

¹¹⁰ São hipóteses similares a esta que, também entre nós, eram apresentadas, na vigência do anterior regime excepcional, como exemplos de operações inócuas, não subsumíveis, pois, à ideia-chave de mudança de controlo. Assim, OSÓRIO DE CASTRO, *Os casos de obrigatoriedade do lançamento de uma oferta pública de aquisição*, em *Problemas societários e fiscais do mercado de valores mobiliários*, Lisboa, 1992, 9-77 (74).

¹¹¹ Cf. PIERGAETANO MARCHETTI, *Opa obbligatoria e circolazione del controllo all'interno del gruppo*, Riv. Soc. 1992, 1258-1268 (1260).

salienta¹¹², “realiza-se ainda, num plano técnico, a hipótese de aquisição do controlo sobre a sociedade cotada C por parte da sociedade B (ou de outra controlada de B), que, a seguir à operação, se torna, pela primeira vez, controladora da sociedade cotada”. Há aqui dever de lançamento de oferta pública a cargo da nova controladora. Por outras palavras, como sintetizou Paola Lucantonì, para o dever de lançar OPA é necessário, de acordo com a Consob, que “quem supera a fasquia relevante de 30% ‘não detenha qualquer participação na sociedade cotada’ ou detenha uma participação inferior a 30%”¹¹³, de tal maneira que o dever não existe se – e apenas se – a sociedade já for antes, direta ou indiretamente controladora (por deter essa fasquia de votos).

A “absoluta neutralidade” da operação implica a “substancial identidade dos efeitos” não obstante a mudança do controlo. Ora, essa “identidade dos efeitos” pressupõe – como tem sido apontado – uma análise aprofundada na qual a constatação da identidade dos sujeitos no vértice da estrutura de controlo é apenas um primeiro passo. Os efeitos da transferência intragrupo atendem até ao grau de abertura do emitente no mercado do controlo societário¹¹⁴. Este entendimento, há muito vigente no ordenamento italiano, foi confirmado pela Comunicação da Consob n. DEM/8093480, de 9 de outubro de 2008, num caso em que o controlo, originariamente exercido através de acordo parasso-cial, passava a ser exercido por intermédio de um veículo societário. Apesar da manutenção da sociedade-cúpula, a operação não era substancialmente neutra e a exceção era consequentemente inaplicável.

Também na lei alemã, onde se admite, como vimos, um privilégio no caso de “reestruturação no interior do grupo” (§ 36 III WpÜG), tem-se questionado o âmbito da referência em causa e, em especial, o sentido da expressão “*innerhalb eines Konzerns*”. Atendendo a que a norma “neutraliza” a proteção construída pelo § 35 WpÜG para os sócios minoritários, compreende-se que se exija a neutralidade da reestruturação operada. Como escrevem Lenz/Linke, “tem de se tratar de uma reestruturação dentro do grupo. Isto significa que não é possível formular o requerimento quando as ações de uma sociedade são transferidas para uma sociedade que não se encontrava no grupo ou quando, no quadro da reestruturação, devam ser transmitidas a sociedade ligada a outra empresa”¹¹⁵.

¹¹² Cf. GAMBINO, *L'OPA* cit., 1253.

¹¹³ *Esenzioni dall'obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive*, em MARIO STELLA RICHTER JR. (org.), *Le offerte pubbliche* cit., 177-221 (184).

¹¹⁴ CHIARA MOSCA, *Riorganizzazione della struttura proprietária e opa obbligatoria*, Riv. Soc. 2009, 136-156 (150).

¹¹⁵ JÜRGEN LENZ/ULF LINKE, *Die Handhabung des WpüG in der aufsichtsrechtlichen Praxis*, AG 7/2002, 361-369 (366).

Assim, com Braun, pode dizer-se que “o sujeito jurídico que transfere as ações e o sujeito jurídico que deste modo adquire o controlo sobre a sociedade-alvo têm de pertencer ao mesmo grupo”¹¹⁶. Esta é, sem dúvida, a interpretação que melhor se conforma com a *ratio* da exceção prevista, que veda uma interpretação ampla da expressão “*innerhalb eines Konzerns*”¹¹⁷. Este não inclui, em qualquer caso, “transferências externas” mesmo quando se trate, por exemplo, de transferência para uma empresa que é subsidiária de uma entidade que já tinha o controlo da empresa¹¹⁸. Apenas o § 37 WpÜG, antes analisado, poderia, neste caso, permitir uma isenção.

Na lei portuguesa, não se prevê sequer qualquer derrogação à obrigação de lançamento de OPA no caso de circulação “endogrupo” do controlo, a qual também não resulta, naturalmente, das regras gerais em matéria de imputação. Estas tornam claro – bem pelo contrário – a relevância da mudança do controlo ainda que no âmbito do grupo de sociedades. Acresce que o regime português, como vimos, assenta em duas premissas básicas: (i) o fim de máxima tutela dos acionistas minoritários, refletido na grande extensão das situações cobertas pelo artigo 187.º, nos termos que referimos; (ii) a garantia de segurança e de certeza jurídica para os agentes económicos no mercado, traduzida na rigidez tanto da previsão da oferta obrigatória como da norma derrogatória da obrigação. Destes dois pilares resulta a exclusão ou, pelo menos, a estrita excecionalidade de qualquer derrogação ao regime de oferta pública obrigatória. No caso dos grupos, na melhor das hipóteses admitir-se-á derrogação não assente em norma expressa quando se verifique uma rigorosa e comprovada “neutralidade absoluta” da mudança do controlo. Estas são, basicamente, situações em que a sociedade adquirente era já controladora direta ou indireta e apenas se modifica o título da imputação. Aliás, é apenas nestes casos que a doutrina nacional tem afirmado que seria conveniente introduzir uma previsão adicional de derrogação do artigo 187.º¹¹⁹.

Nem se diga que assim se chega a um regime excessivamente amplo, e, em consequência, inconveniente. A conclusão formulada assenta numa análise objetiva de aspetos concretos do regime vigente e não em qualquer tomada de partido subjetiva. Por esse motivo, com ela se há de conformar mesmo

¹¹⁶ HENDRIK BRAUN, *Die Befreiung* cit., 157.

¹¹⁷ Cf. VON BÜLOW, em *Kölner Kommentar* cit., § 36, 1381.

¹¹⁸ Se há quem defenda a extensão do conceito, tal é só *de jure condendo*. Assim, *v.g.*, CRISTOPH VON BÜLOW/THOMAS BÜCKER, *Das Konzernprivileg des § 36 Nr. 3 WpÜG – Tatbestand, Rechtsfolgen, Verfahren*, 185-202 (195). A BaFin adota, na matéria, um entendimento restritivo. Sobre ele, cf. LAMBERTUS FUHRMANN/MARTIN OLTMANN, *Pflichtangebot bei konzerninternen Umstrukturierungen? Praktische Erfahrungen mit § 36 Nr. 3 und § 37 WpÜG*, NZG 1/2003, 17-19 (18).

¹¹⁹ Cf. Osório de Castro, *A imputação* cit., 186.

quem considere que teria sido preferível uma solução mais restrita, *maxime* sublinhando não ser desejável que o regime das ofertas públicas denote uma “severidade excessiva”, por isso poder conduzir a um efeito perverso de inibição de ofertas e mudanças do controlo¹²⁰.

6. Introdução de nova sociedade *holding* e mudança do controlo

6.1. *Mudança da titularidade direta, com manutenção do titular indireto: descon-sideração da titularidade direta dos votos pela holding?*

Ponto de partida é a regra de relevância simultânea da titularidade direta e da titularidade indireta. Acima mencionámos o caso em que a sociedade B, dominada pela sociedade A, adquire participação de controlo numa sociedade C e dissemos que a sociedade B, tal como a sociedade A, fica obrigada ao lançamento da oferta pública de aquisição. A situação aqui só se distingue na medida em que, ao invés de surgir um novo caso de imputação dupla, surge uma situação de imputação *ex novo* apenas no que respeita à *holding*, agora introduzida na cadeia de domínio. Vimos já, aliás, um exemplo equivalente. A pessoa (singular ou coletiva) que exercia o controlo diretamente não fica adstrita ao lançamento de oferta pública quando passa a deter a qualidade não já de controladora direta mas sim de controladora indireta. A sociedade intermédia, por seu lado, tanto fica obrigada a lançar a OPA quando adquire o domínio direto em hipótese em que a sua dominante não tinha antes o controlo sobre a sociedade visada como na situação em que isso sucedia. Em ambos os casos, verifica-se, à luz do Código dos Valores Mobiliários, uma nova situação de imputação de votos, a título direto.

Tendo em mente as conclusões que até aqui formulámos, a recusa de imputação dos votos inerentes a participação diretamente detida pela *holding* – com a consideração da imputação indireta como a única relevante – constituiria exceção ao princípio geral de relevância simultânea da titularidade direta e indireta, o qual se funda, como dissemos, em razões materiais e, em especial, na própria *ratio* de proteção dos sócios minoritários do artigo 187.º: pretende-se, sempre, a máxima tutela destes acionistas, como, aliás, é comprovado pela relevância da mera modificação do titular do controlo, sem necessidade de qualquer juízo quanto às eventuais consequências negativas da mudança, em termos objetivos,

¹²⁰ Chamando a atenção para este aspeto, ainda que num contexto mais geral, cf. PAULO CÂMARA, *O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM 7 (2000), 197-267 (244).

na posição dos minoritários. É, como dissemos, o simples risco abstrato que constitui a causa da intervenção garantística do ordenamento jurídico através do instituto da oferta pública obrigatória e que importa preservar, evitando que o “propósito de regulação do legislador se transmude afinal no seu contrário”¹²¹.

Ora, a irrelevância da titularidade direta não tem apoio, seja formal ou material, no direito vigente, societário ou mobiliário. Este é aspeto que ficou já suficientemente claro. Por esse motivo, excluir os efeitos legalmente associados à participação direta no capital de uma sociedade já não constitui, afinal, interpretação mas verdadeira “redução teleológica”. Apenas através de tal expediente metodológico se poderia, na verdade, chegar à conclusão de que a *holding* não está obrigada a lançar oferta pública de aquisição apesar de (i) se ter tornado diretamente titular de percentagem de votos legalmente qualificada como constitutiva da obrigação (artigo 187.º); (ii) não estar abrangida por qualquer norma que exceção ou derogue o dever de lançamento de OPA (*maxime* o artigo 187.º/2 ou o artigo 189.º); (iii) não haver caso algum em que a titularidade direta é desconsiderada, em virtude da existência de um titular indireto.

Com efeito, se já vimos que não resulta – bem pelo contrário – nem da letra nem do espírito do artigo 187.º esta marginalização da relevância da titularidade direta, em favor do exclusivo relevo atribuído à titularidade indireta, esse resultado só poderia fundar-se num imperativo de justiça de tratar desigualmente o que é desigual e, mais concretamente, de proceder a uma diferenciação requerida pela valoração. O exercício é já de redução teleológica, e não de interpretação restritiva, ultrapassado que é o sentido literal possível da lei. Evidentemente que, com isso, é a própria segurança jurídica dos investidores que é posta em causa, num sector onde ela é especialmente sensível, como logo de início assinalámos.

Deparar-nos-íamos, substancialmente, com forma de preenchimento de uma “lacuna oculta”: contra o sentido literal da norma, mas (em tese) de acordo com a teleologia imanente à lei, operar-se-ia uma limitação que não está contida no texto legal¹²². Com a restrição do artigo 187.º do CVM estar-se-ia, do mesmo passo, a ampliar o âmbito do artigo 189.º, que seria analogicamente aplicado. O fenómeno, em si, não seria de estranhar: afinal, “analogia e redução teleológica complementam-se”¹²³. O problema, no caso, para além das dúvidas metodológicas que a redução teleológica suscita à luz do interesse da segurança jurídica, é que semelhante redução, ao invés de se dirigir à teleologia da lei e

¹²¹ LARENZ, *Metodologia* cit., 503.

¹²² LARENZ, *Metodologia* cit., 555 e 556.

¹²³ LARENZ, *Metodologia* cit., 561.

de se manter fiel a ela, antes operaria precisamente contra o fim da regulação e, portanto, de forma exatamente inversa à conexão de sentido da lei.

Com efeito, seríamos no caso conduzidos a resultados contrários ao sistema jurídico: a ausência de previsão de um regime derogatório para os casos de mudanças do controlo no interior do grupo é conforme com o sistema de tutela dos acionistas minoritários gizado pelo Código dos Valores Mobiliários, cujo objetivo de máxima proteção foi já suficientemente salientado. Por outras palavras: a inexistência de regulamentação é objetivamente planeada pelo legislador e não pode ser contrariada pelo intérprete-aplicador. Pior do que isso: ir-se-ia mais longe do que os próprios ordenamentos jurídicos que preveem exceções para a circulação endogrupo do controlo e onde já vimos só se admitir a circunscrição do âmbito da obrigatoriedade da oferta pública em casos de comprovada e absoluta neutralidade da mudança de controlo. Ora, não sucede isso no caso presente, como melhor veremos.

Deste modo, a coberto de uma redução teleológica estar-se-ia, em rigor, a criar uma “contradição teleológica”: o fim visado pelo legislador com a consagração do instituto da OPA obrigatória seria, por outra via, infirmado. Ora, se a correção da lei é admissível quando teleologicamente fundada, já isso não sucede na hipótese inversa. O sistema português é coerente e a restritividade das exceções, superior à de outros ordenamentos jurídicos, conforme ao fim legal por diversas vezes assumido.

Mesmo aceitando a legitimidade dos tribunais para desenvolvimento do direito e para a correção teleologicamente fundamentada da lei, isso pressupõe – lembrando Larenz¹²⁴ – que o fim da lei seja claramente averiguado e que, sem essa correção, o fim não fosse atingido. Ora, é precisamente o oposto que aqui acontece: a redução teleológica não só não se fundamenta como vai de encontro à *ratio legis* do instituto, que, como demonstrámos, visa a máxima tutela dos acionistas minoritários e, conseqüentemente, confere máxima relevância às alterações produzidas ao nível do controlo. Nos termos anteriormente expostos, só a prova de uma absoluta neutralidade da modificação ao nível da imputação de uma participação de controlo justificaria a exclusão da obrigatoriedade de lançamento da oferta pública de aquisição.

Essa redução teleológica dá corpo, por outro lado, à desconsideração da separação jurídica entre a *holding* e a pessoa singular ou coletiva que a domina. Uma vez apurado que, de acordo com as regras legais, é diretamente imputável à *holding* uma percentagem de votos que a constitui no dever de lançar OPA, afastar este dever, em virtude da imputação da participação diretamente detida a uma terceira entidade, significa ignorar uma norma que regula a atividade

¹²⁴ *Metodologia* cit., 569.

da pessoa jurídica societária, nos termos próprios do levantamento da personalidade jurídica: a desconsideração dos efeitos jurídicos inerentes ao estatuto jurídico geral da *holding* consubstanciaria, afinal, o bloqueio da aplicação de normas de direito positivo (cuja valência seria *prima facie* indiscutível), só possível, nos termos gerais, em virtude de considerações materiais (*maxime*, a primazia da materialidade subjacente) que no caso não se identificam afinal. Se uma sociedade adquire o controlo por passar a deter uma percentagem de capital social legalmente qualificada, só excepcionalmente e por fortes razões materiais se poderia concluir pela não aplicação dos efeitos jurídicos correspondentes. Admitimos acima, quando muito, uma hipótese, e mesmo essa sem expressa consagração no ordenamento jurídico português, em que seria possível o alargamento da derrogação do dever de lançamento de OPA: quando os efeitos da alteração ao nível do controlo são totalmente inócuos do ponto de vista dos sócios minoritários. Veremos que não se verifica tal hipótese no caso em consulta.

6.2. *As fronteiras da “absoluta neutralidade” da modificação*

A “absoluta neutralidade” da modificação da estrutura de controlo da empresa – não dependente, à luz do que *supra* se escreveu, da fonte da titularidade da participação – *significa a ausência de agravamento do risco abstrato dessa modificação para a posição dos acionistas minoritários, rectius ausência de alteração do perfil de risco do respetivo investimento*. Havendo qualquer transformação a este nível, falta a “absoluta neutralidade” e, portanto, a pura e simples interposição formal de sociedade, que não desencadeia a obrigação de lançar OPA, porquanto indiferente da perspectiva dos interesses daqueles acionistas.

A conclusão resulta da análise anterior: recorde-se que o artigo 187.º do CVM se basta, para que a obrigação de lançamento de oferta pública se constitua, com a mera modificação subjetiva da posição de controlo, não formulando qualquer exigência cumulativa quanto à respetiva modificação objetiva: assim, o simples risco abstrato de a posição dos sócios minoritários se degradar em virtude da mudança do titular do controlo justifica a previsão da OPA obrigatória. A solução é, como também dissemos, conforme com a *ratio* e as características do instituto, tal como este é configurado pelo legislador português. Demonstrámos, com efeito, que não só a lei visa a proteção dos minoritários, como essa proteção é pretendida com uma máxima extensão. É precisamente isso que justifica que, perante uma potencial afetação do *status socii*, se torne inexistente do acionista minoritário a permanência na sociedade.

Assim, não se reclama sequer que exista o impacto negativo da mudança do controlo. É suficiente, pelo contrário, o risco desse impacto, não tendo ao

menos de ser demonstrado o risco concreto mas sim, mais simplesmente, o risco abstrato. Acresce que a alteração da titularidade da participação comporta, nos termos da lei, a presunção desse risco abstrato, pelo que, mesmo que se aceite a exclusão da aplicação do artigo 187.º nos casos de absoluta neutralidade da mudança do controlo, pelo menos há de inverter-se o ónus da prova, exigindo-se do adquirente do controlo que prove a neutralidade e, portanto, a ausência de qualquer risco abstrato.

Por outro lado, já vimos que a lei presume esse risco abstrato quando se altera de alguma forma o perfil de risco do investimento. Ou seja, há obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição sempre que este se modifique, independentemente de qualquer juízo sobre o impacto negativo na respetiva posição, que é presumido. Nestes termos, aquele que pretenda evitar a aplicação do artigo 187.º do CVM, tem o ónus de provar que não há qualquer incidência, mesmo que abstrata, sobre a gestão da controlada e, conseqüentemente, sobre os seus sócios. Havendo impacto avaliado em abstrato, a obrigação assume-se de pleno. Em suma, tem de provar a *absoluta* neutralidade.

6.3. O caso particular da criação de holding familiar

Para além da constituição, em geral, de sociedade *holding* no contexto de um grupo de sociedades, um outro caso merece consideração, que, em ordenamentos estrangeiros tem merecido atento estudo, menor entre nós: aquele em que a *holding* se configura como *holding* familiar, i.e., em que os estatutos desta sociedade preveem determinadas regras tendentes a manter o controlo familiar da *holding* e, por essa via, das sociedades por si controladas, em especial restringido a transmissão de ações a favor da família do fundador

A importância da consideração destas cláusulas e da constituição, a que dão corpo, da empresa familiar pode ser melhor compreendida se enquadrarmos a situação de facto em análise no âmbito do fenómeno – há muito descoberto e estudado nas várias ordens jurídico-económicas – da perpetuação das empresas familiares (*Familienunternehmensperpetuierung*; *family entrenchment*). Se foi nos Estados Unidos que a criação de empresas com o fito de perpetuar o negócio familiar (“*to perpetuate the business*”) foi inicialmente notado, é na Alemanha que maior atenção se tem dado à matéria, que permanece objeto de impressionante ponderação doutrinária¹²⁵. Neste ordenamento jurídico, foi Reuter quem, em tese de habilitação, primeiramente se dedicou ao estudo do fenómeno, que definiu como *as diversas tentativas dos titulares de empresas económicas para, através*

¹²⁵ Cf. LUTZ MICHALSKI, *Gesellschaftsrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten zur Perpetuierung von Unternehmen. Ein Beitrag zur Unternehmensnachfolge in der Familiengesellschaft*, Heidelberg, Hamburg, 1980, 3 ss.

da escolha da forma da empresa, os estatutos e a celebração de acordos societários, evitam intervenções suscetíveis de pôr em causa a subsistência da respetiva influência sobre a política empresarial¹²⁶. O fundador tem em vista, pois, através de um conjunto de esquemas, garantir a influência familiar no negócio por si iniciado após o respetivo afastamento da gestão ou mesmo após a sua morte. Tal perpetuação é levada a cabo, tipicamente, através de cláusulas estatutárias que asseguram que a empresa – societária ou não – se mantém nas mãos da família fundadora, intuito passível de ser concretizado mesmo nas sociedades anónimas (na Alemanha, a *Aktiengesellschaft*, AG): apesar de esta ter um modelo típico assente na sua qualidade de *Publikum-AG*, a respetiva configuração real, por via contratual, pode ser bem diversa. Os estatutos, ou, se se quiser, a “Constituição” da empresa, podem, sem dificuldade, ser organizados de forma a garantir a permanência do negócio sob o controlo familiar (os estatutos dizem-se, nessa hipótese, *perpetuierungsgerecht*)¹²⁷, tirando partido da liberdade dispositiva do artigo 328.º do CSC. Não são de estranhar, portanto, as questões colocadas em torno dos limites da margem de legítima perpetuação do controlo.

É frequente, apesar destas dúvidas, a consolidação do negócio ao longo de várias gerações através da constituição de empresas familiares, cujas ações se encontram nas mãos de um ou mais membros da mesma família. No ordenamento alemão, é assinalada a sua prevalência nas GmbH e nas GmbH & Co. KG, sem prejuízo do seu papel também nas sociedades por ações¹²⁸, que assim surgem como uma das várias formas jurídicas passíveis de dar corpo à preservação do negócio familiar¹²⁹. Tipicamente, a influência dominante da família é acautelada através de esquemas diversos e, em especial, de cláusulas estatutárias que restringem a transmissibilidade das participações (*Anteilsvinkulierung*), providenciando pela sua manutenção na família¹³⁰. Foi assim que surgiu a chamada “sociedade anónima familiar”, que não é em geral, objeto de regulação. Mesmo

¹²⁶ DIETER REUTER, *Privatrechtliche Schranken der Perpetuierung von Unternehmen*, Frankfurt a. M., 1973. Cf. também MISCHALSKI, *Gesellschaftsrechtliche cit.*, 5 ss.

¹²⁷ Cf. REUTER, *Privatrechtliche cit.*, 244.

¹²⁸ Cf., v.g., RAISER/VEIL, *Recht der Kapitalgesellschaften*, 5.ª ed., München, 2010, 14. O recurso a mecanismos tendentes a assegurar a influência familiar ao longo das gerações é particularmente importante nas sociedades anónimas, pois, nestas, seria *prima facie* mais fácil a interferência de terceiros fazê-la recuar, além de faltar (ainda que, na verdade, só *de jure*) o poder de direção dos sócios sobre a administração. Cf. ECKHARD WÄLZHOZ, *Rechtsformwahl. Die Entscheidungskriterien*, em HEINRICH SUDHOFF (org.), *Familienunternehmen*, 2.ª ed., München, 2005, 37 e 53 s.

¹²⁹ Cf., sobre elas, HANS PETER HALMBURGER/ALEXANDER HALMBURGER/RAINER LEUTHÄUSER/HEINZ LUDWIG, *Familienunternehmen*, Bielefeld, 1990, 163 ss.

¹³⁰ Por todos, MATHIAS HABERSACK, *Die rechtliche Verfassung des Familienunternehmens*, em TOBIAS TRÖGER/RÜDIGER WILHELMI (orgs.), *Rechtsfragen der Familiengesellschaften*, Heidelberg, 2006, 19–33 (21 ss.).

no direito alemão, a *Familien-AG* não conhece normas específicas, à parte uma ou outra regra de privilegiamento¹³¹.

Estas “empresas familiares” são definidas, então, como aquelas cujo capital pertence a uma ou mais famílias, capazes de exercer uma influência determinante na configuração das cláusulas contratuais assim como na distribuição das funções de direção e na aplicação dos resultados¹³². Naturalmente não se trata de um conceito jurídico legalmente definido ou de um tipo legal de sociedade, antes se aproveitando tipos sociais vigentes, modificando-os (*rectius*, tirando partido da sua elasticidade) de forma a assegurar o controlo familiar sobre a empresa, para além da mudança de gerações¹³³.

Se as razões subjacentes ao desejo de influenciar o destino da empresa mesmo após a morte do originário titular em parte só poderiam ser apuradas através de investigações de índole psicológica¹³⁴, a verdade é que existem igualmente motivos racionais para a constituição de empresas (*v.g.* societárias) com previsão do tipo de cláusulas estatutárias aqui consideradas: *maxime*, o escopo de evitar, após a morte do titular originário, a dissipação da propriedade das ações, assim como a sobrecarga fiscal¹³⁵.

O que se escreve é significativo para o problema que nos ocupa. Bem se vê, na realidade, que, através da criação de uma empresa familiar, se destrói a liquidez do mercado das ações e se garante a manutenção do núcleo tradicional de controlo, que a titularidade individual das ações não salvaguardava. É por esse motivo que, como escreve Karleinz Quack, “quando (...) terceiros hajam de

¹³¹ *V.g.*, § 76 VI Betriebsverfassungsgesetz. Acentuando este aspeto, cf. WÄLZHOLZ, *Besonderheiten einzelner Rechtsformen*, em HEINRICH SUDHOFF (org.), *Familienunternehmen* cit., 353-383 (355).

¹³² Assim, OTTO JULIUS MAIER, *Gedanken zum Familienunternehmen*, em *Festschrift für Walter Sigle*, Köln, 2000, 51-57 (51), que realça que não é necessário a administração ser diretamente exercida por membros da família, bastando que os seus interesses estejam maioritariamente representados no órgão. Sobre as características desta modalidade de sociedade, cf. AXEL SIGLE, *Familiengesellschaften als börsennotierte AG*, em *Festschrift für Walter Sigle* cit., 301-323, em especial 308 ss.

¹³³ Cf. ARNDT STENGEL, em *Beck'sches Handbuch der Personengesellschaften*, 3.ª ed., München, 2009, §15, 1126 ss. Não pode, pois, adotar-se um conceito de empresa familiar como equivalendo àquela que tem uma família como acionista maioritário [esse é, todavia, o sentido dado à expressão por RONALD C. ANDERSON/DAVID REEB, *Founding family ownership and firm performance*, *Journal of Finance* 58(3) 1301-1328]. De acordo com tal critério, a Microsoft, *p.ex.*, seria uma empresa familiar, não obstante Bill Gates nunca ter mostrado qualquer intenção de transmitir o negócio para os filhos. Cf., com esta crítica, RANDALL MORCK/BERNARD YEUNG, *Special issues relating to corporate governance and family control*, World Bank Policy Research Working Paper 3406, September 2004, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=625283>.

¹³⁴ Cf. REUTER, *Privatrechtliche* cit., 16, que, ainda assim, transcreve o texto de disposições testamentárias significativas do desejo de perpetuar “o nome e o espírito da dinastia” da empresa de determinada família.

¹³⁵ Assim, MISCHALSKI, *Gesellschaftsrechtliche* cit., 6.

fornecer capital – através da compra de direitos participativos – privilegiarão geralmente as sociedades anónimas ‘normais’¹³⁶, não as empresas familiares¹³⁷, até porque os fundadores procurarão (como aqui acontece) preservar a titularidade e o controlo das empresas em face de diversos fatores que conduzem na direção inversa. E é assim também que se torna clara a desrazoabilidade de se exigir ao sócio que permaneça numa sociedade que passa a ser controlada por uma empresa familiar, ainda que no vértice do grupo se mantenha o mesmo sujeito, pois em tal sociedade nunca o sócio teria voluntariamente aceitado participar.

Não quer dizer que estas empresas não apresentem vantagens¹³⁸. Porém, estas valem, precisamente, para a família controladora, não seguramente para os sócios minoritários da sociedade que ela passa a controlar. Visa-se afinal, nesta forma de organização empresarial, pôr em prática a mentalidade “nós ficamos entre nós” (“*wir bleiben unter uns*”) ou, se se preferir, uma estratégia *closed-shop*¹³⁹, através das referidas restrições à transmissão de ações, de regras sobre as consequências da morte de determinados sócios, etc. O impacto na sociedade controlada pela empresa familiar é enorme e particularmente inquietante quando aquela é uma sociedade aberta, como sucede na situação em estudo. Não nos encontramos, por isso, distantes dos casos em que a empresa familiar passa, ela própria, a deter ações admitidas a negociação em mercado regulamentado, hipótese cujas vantagens e inconvenientes têm sido estudadas¹⁴⁰.

É evidente, assim, que está longe de ser indiferente a constituição de uma empresa familiar. Os efeitos sobre a posição dos sócios minoritários da sociedade por ela controlada não são, de todo em todo, negligenciáveis. Surgem, aliás, preocupações novas no que toca ao governo societário¹⁴¹: o controlo de empresas por famílias pode inclusive dar lugar a problemas de agência potencial-

¹³⁶ *Anmerkung zum Familienunternehmen*, em TOBIAS TRÖGER/RÜDIGER WILHELMI (orgs.), *Rechtsfragen* cit., 11-18 (12).

¹³⁷ Sobre os problemas específicos do financiamento das empresas familiares, cf. PETER HOMMELHOFF, *Der Finanzierung des Familienunternehmens*, em TOBIAS TRÖGER/RÜDIGER WILHELMI (orgs.), *Rechtsfragen* cit., 65-78, e, na mesma obra coletiva, CARSTEN P. CLAUSSEN, *Die Praxis der Finanzierung von Familiengesellschaften*, 79-88.

¹³⁸ Sobre essas possíveis vantagens, cf. MORCK/YEUNG, *Special issues* cit., 5 ss.

¹³⁹ Cf. KARSTEN SCHMIDT, *Die Stellung des Gesellschafters in der Familiengesellschaft. Sicherung des Familieneinflusses*, em TOBIAS TRÖGER/RÜDIGER WILHELMI (orgs.), *Rechtsfragen* cit., 37-52 (44). A estratégia de *closed-shop* pode ter alcance mais vasto, que aqui, todavia, não releva.

¹⁴⁰ Por todos, WALTER SCHÜRMMANN/KURT KÖRFGEN, *Familienunternehmen auf Weg zur Börse*, 2.^a ed., München, 1987, 34 ss., estudando as consequências tanto sobre a empresa como sobre a família. Verificando-se a negociação em mercado regulamentado, colocam-se, normalmente, previsíveis dificuldades à conservação do poder de influência da família: cf., com mais referências, PETER MAY, *Die Sicherung des Familieneinflusses auf die Führung der börsenhandelten Aktiengesellschaft*, Köln, 1992, 10 ss.

¹⁴¹ Cf., por todos, LUTTER, *Corporate Governance in Familienunternehmen*, em KNUT WERNER LANGE/STEFAN LEIBLE (orgs.), *Governance in Familienunternehmen*, Sipplingen, 2010, 25-33.

mente mais graves do que aqueles que ocorrem nas empresas com titularidade dispersa. Rock/Yeung, entre outros, sintetizam alguns fatores característicos que as análises económicas têm registado: (i) a utilização de pirâmides para separar a propriedade e o controlo; (ii) o *entrenchment* das famílias controladoras; (iii) as *non-at arm's length transactions (tunneling)* – benefícios privados do controlo. Isto é suficiente para se negar a neutralidade da medida da perspectiva dos interesses dos acionistas minoritários – precisamente aqueles cuja proteção é visada – e, portanto, a admissibilidade de, a título excecional, se afastar o dever de lançamento de oferta pública de aquisição nos termos do artigo 187.º do CVM: a sociedade “de baixo” passa *ex novo* a ser gerida por uma *Holding familiar (Familienholding)*¹⁴², com as implicações apontadas.

Aqui chegados, a mudança do perfil do investimento, que advém do *entrenchment* do controlo familiar no grupo – que não preexistia – torna-se patente. O sentido potencialmente desfavorável da medida, de resto, nem sequer é decisivo. Insistimos na conclusão anterior: à luz do sistema português, a obrigação de lançamento de OPA existe desde que se modifiquem as características do investimento, independentemente mesmo da existência ou demonstração de qualquer objetivo de *rent-seeking* ou de expropriação dos acionistas minoritários¹⁴³. O risco, avaliado em abstrato, é presumido *juris et de jure* pelo legislador perante a modificação desse perfil de risco, justificando a atuação do instituto.

6.4. *A criação de holding e a implementação de uma estrutura piramidal*

A conclusão impõe-se, da mesma maneira, quando se implementa no grupo uma estrutura piramidal – típica, aliás, embora não exclusiva, dos negócios familiares¹⁴⁴, e especialmente frequente nos ordenamentos jurídicos com elevada

¹⁴² Sobre esta, cf. JÜRGEN HONERT/JOCHEN NEUMAYER, *Gründung einer Familienholding*, em SUDHOFF (org.), *Familienunternehmen* cit., 563-598 e, em especial, 589 ss.

¹⁴³ A qual se encontra, em todo o caso, facilitada nas empresas familiares. Cf. RONALD W. MASULIS/PETER KIEN PHAN/JASON ZEIN, *Pyramids: Empirical Evidence on the Costs and Benefits of Family Business Groups* (2008), disponível em http://cama.fec.anu.edu.au/schools/fas/summer_camp/documents/Pyramids.pdf.

¹⁴⁴ Acresce que a família fundadora procura assegurar a proteção da empresa face aos fatores que tendem a subtraí-la do seu controlo: em especial, tanto a necessidade de obter financiamento adicional (e, portanto, de emitir novas ações), como a transmissão das ações por via sucessória são fatores que podem fazer divergir a propriedade em poucas gerações, tornando especialmente importantes os mecanismos de “perpetuação do controlo” com que aqui deparamos.

concentração acionista¹⁴⁵. Neste tipo de estrutura de propriedade, o controle é exercido ao longo de uma cadeia de controle *top-down* com os *ultimate owners* situados no vértice da pirâmide e os sucessivos níveis de domínio a representar a crescente separação entre propriedade e controle das empresas localizadas nos níveis inferiores, implicando, assim, um agravamento dos riscos de agência e, portanto, dos problemas de *corporate governance*¹⁴⁶. Tal como dissemos em relação às empresas familiares, também as estruturas piramidais apresentam vantagens, simplesmente são totalmente apropriadas pela entidade – tipicamente, família – controladora¹⁴⁷.

Em muitos casos, a simples assunção das funções de controle por uma nova *holding* no contexto de uma estrutura piramidal será ela própria, por si, fator determinante da constituição da obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição.

O caso que estudamos agora é, pois, bem diverso daqueles outros, a que atrás aludimos, em que a neutralidade da modificação estrutural ocorrida no grupo é aceite como fator de derrogação da OPA obrigatória. Com efeito, mesmo nos ordenamentos jurídicos mais flexíveis na matéria, não haveria aqui uma situação enquadrável nas regras que consagram um “privilégio do grupo”, eliminando a obrigação de lançamento de oferta pública. Tanto basta para que não possam existir dúvidas sobre o impacto da mudança ocorrida no controle à luz dos parâmetros que definimos na primeira parte desta análise.

6.5. *Balanço*

Perante a constituição de sociedade *holding*, cabe, em suma, afirmar definitivamente a inexistência de uma mera interposição formal, neutra da perspetiva dos sócios minoritários (que, em consequência, não daria lugar à obrigação de

¹⁴⁵ As estruturas piramidais, frequentemente controladas, no topo, por um membro ou família fundadora, são muito comuns em quase todos os países europeus, com exceção da Irlanda, Finlândia e Dinamarca. A sua prevalência é especialmente notável em Itália. Cf. LUCA ENRIQUES/PAOLO VOLPIN, *Corporate governance reforms in continental Europe*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, No. 1, 117-140 disponível em <http://ssrn.com/abstract=970796>. Nos Estados Unidos, não se identifica, hoje, esta estrutura de propriedade, o que é atribuído às regras de tributação.

¹⁴⁶ Sobre a separação entre os direitos de propriedade (*cash-flow rights*) e os direitos de voto (*control rights*), cf. LUCIAN BEBCHUK/REINIER KRAAKMAN/GEORG TRIANTIS, *Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash-flow rights* (2000), Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, Paper 249, disponível em <http://lsr.nellco.org/Harvard-olin/249>.

¹⁴⁷ Cf., sobre essas vantagens, STEVEN A. BANK/BRIAN R. CHEFFINS, *The Corporate Pyramid Fable*, Business History Review 84 (Autumn 2010): 435-458, disponível em http://www.hbs.edu/bhr/pdf/corrected%20cheffins_Web.pdf.

lançamento de OPA). Não se invoque, pois, o imperativo de prevalência da materialidade subjacente para negar a relevância, para efeitos do artigo 187.º do CVM, da imputação dos votos à *holding*: a coberto de uma pretensa tentativa de fazer predominar valores materiais sobre considerações formais, caso se negasse a aplicação daquela norma, estar-se-ia, afinal, a fazer vingar a visão formal que justamente se afirma pretender evitar, ignorando que essa “interposição” se reflete numa degradação da posição dos acionistas minoritários, justamente o fundamento da OPA obrigatória. A transferência do poder de direção para a *holding* tem, frequentemente, acentuada e objetiva repercussão na posição dos acionistas, ao nível patrimonial e extrapatrimonial. A *ratio* última do instituto está plenamente preenchida: a *inexigibilidade* de os acionistas minoritários permanecerem na sociedade e o conseqüente imperativo de tutela dos mesmos, definido, no caso da lei portuguesa, com máxima amplitude, como vimos.

Nestes termos, existe não só uma modificação subjetiva da titularidade do controlo (atenta a inequívoca relevância, à luz do Código dos Valores Mobiliários, da titularidade direta, sem prejuízo da simultânea relevância da titularidade indireta, que não absorve a primeira), mas também uma modificação objetiva (a alteração das características do controlo e o impacto na posição dos minoritários). Está, pois, fora de dúvida que os pressupostos da OPA obrigatória se verificavam. Fica, contudo, ressalvada a hipótese de absoluta neutralidade da constituição da *holding*.

6.6. *Implicações europeias e constitucionais*

Concluimos que não é fundada a interpretação da lei que conduza a excluir a obrigatoriedade de lançamento de OPA quando isso implique a desproteção dos acionistas minoritários. Semelhante interpretação, para além de metodologicamente incorreta e de contrariar o plano objetivo da lei, levaria a não facultar a saída da sociedade aos sócios em situações em que essa possibilidade é reclamada pelo próprio direito europeu. Em tais hipóteses, a interpretação da norma do artigo 187.º como não permitindo o abandono da sociedade representaria violação da Diretiva n.º 2004/25/CE, que justamente obriga os Estados-Membros a preverem mecanismos de proteção dos sócios minoritários em casos como os descritos. Como pode ler-se no considerando 9.º, “os Estados-Membros deverão tomar as medidas necessárias para proteger os titulares de valores mobiliários e, em especial, os detentores de participações minoritárias, após uma mudança do controlo das sociedades. Os Estados-Membros deverão assegurar essa proteção mediante a imposição ao adquirente que assumiu o controlo de uma sociedade do dever de lançar uma oferta a todos os titulares de valores mobiliários dessa sociedade, tendo em vista a aquisição da totalidade das respectivas participações a um preço equitativo que deve ser objecto de

uma definição comum (...)” (considerando 9). Perante a necessidade concreta de tutela no caso em apreço – que já comprovámos – e a ausência de qualquer derrogação do dever, encontrar-nos-íamos perante solução que contraria os fins do direito mobiliário europeu. Ora, neste campo como noutros, tem-se chamado a atenção para a necessidade de interpretar as regras do mercado de capitais em conformidade com as diretivas europeias¹⁴⁸.

Por outro lado, a verdade é que negar o direito de saída da sociedade em casos em que se torna manifestamente desrazoável exigir do acionista a permanência nela significa violentar a sua liberdade de associação, na sua vertente negativa (artigo 46.º da CRP) e mesmo o direito de propriedade privada e a liberdade de iniciativa económica privada (artigos 62.º e 61.º da CRP), que implica o direito de desinvestimento. Vimos, de início, que o artigo 187.º do CVM constitui expressão de um direito de exoneração do acionista com fundamento constitucional nessa mesma liberdade. Bem se compreende, pois, que a exclusão do recurso ao instituto em casos em que a sua *ratio* reclama materialmente aplicação constituiria violação daquela norma constitucional. Também a conexão do instituto com a própria garantia da propriedade privada tem sido assinalada em ordenamentos estrangeiros e encontra amparo em algumas decisões jurisprudenciais¹⁴⁹. Assim, o artigo 187.º é inconstitucional quando interpretado de forma a excluir a obrigação de lançamento de oferta pública em caso de mudança de controlo no seio de grupo de sociedade que não se configure absolutamente neutra do ponto de vista dos interesses dos sócios minoritários.

6.7. Conclusões

Recorde-se, porém, as conclusões que alcançámos na análise do regime português da oferta pública de aquisição obrigatória e do seu confronto com o regime vigente em ordenamentos jurídicos estrangeiros:

(i) O Código dos Valores Mobiliários consagra um sistema de máxima proteção dos sócios minoritários, identificado na extensão da relevância atribuída às alterações ocorridas ao nível do controlo (constituição *ex novo* ou mudança), com irrelevância da fonte da aquisição e do instrumento do controlo;

(ii) A lei equipara o controlo direto e o controlo indireto e em caso algum afasta a relevância do controlo direto a favor da atribuição de efeitos exclusivos ao controlo indireto: o controlo direto produz a plenitude dos seus efeitos, que se cumulam com os conferidos ao controlo indireto, demonstrando também

¹⁴⁸ Cf. PETRA BUCK-HEEB, *Kapitalmarktrecht*, 3.ª ed., Heidelberg, 2009,12.

¹⁴⁹ Cf. BRAUN, *Die Befreiung* cit., 70, aludindo à “*negativer Eigentumsfreiheit*”.

a intenção de alargamento da tutela conferida aos sujeitos potencialmente afetados pelo domínio.

(iii) A inexigibilidade da manutenção do *status socii*, que fundamenta o direito de *exit*, é apurada em termos objetivos, com independência de qualquer juízo sobre o impacto (negativo) na posição do sócio, que, quando muito, se presume.

(iv) Uma restrição não legalmente prevista à OPA obrigatória não só põe em causa a *ratio* do instituto, como atinge a segurança do mercado de capitais, e só a título rigorosamente excecional poderia ser aceite.

(v) No caso de reafecção do controlo no interior de um grupo empresarial, tal poderá, quando muito, admitir-se se – e apenas se – a modificação for *absolutamente neutra* do ponto de vista dos interesses dos sócios minoritários, como sucede nos poucos exemplos identificados *supra*.

(vi) Esta exceção foi eliminada da legislação portuguesa e a sua aplicação deve ser muito cuidadosa, sob pena de se subverter a finalidade de máxima proteção dos interesses em jogo e de se destruir a segurança jurídica enquanto valor basilar do direito dos valores mobiliários.

São estas conclusões que nos devem guiar na análise de cada situação concreta, sob o pano de fundo do fim objetivamente visado pela lei. Só assim se obtém o necessário “equilíbrio” da regulação e a consideração otimizada dos interesses em jogo¹⁵⁰.

7. Responsabilidade civil por incumprimento do dever de lançar a OPA. Execução específica do dever legal de contratar

Apurada a existência de um dever de lançar oferta pública de aquisição, resta concluir que a sua violação, entre outras consequências legalmente previstas (ao nível societário e contraordenacional¹⁵¹), gera obrigação de indemnizar nos termos gerais. A conclusão, entre nós, não suscita dúvidas, não obstante as hesitações conhecidas noutros ordenamentos jurídicos e, em especial, no alemão, onde se tem considerado que a via do ressarcimento dos danos ficaria excluída, por a lei regular os efeitos do incumprimento sem prever a responsabilidade civil¹⁵². O artigo 193.º do CVM elimina qualquer dificuldade análoga.

¹⁵⁰ Cf. LARENZ, *Metodologia da ciência do direito*, 3.ª ed., Lisboa, 1997, 469.

¹⁵¹ Cf. artigo 192.º do CVM (inibição de direitos) e artigo 393.º/2, *h*) (contraordenação).

¹⁵² Por todos, e com mais referências, cf. MEYER, GEIBEL/SÜSSMANN (orgs.), *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar* cit., § 35, 643: se a lei prevê, nos §§ 38, 59 e 60 WpÜG, os efeitos da violação do dever imposto pelo § 35, não é possível sustentar qualquer direito subjetivo dos

Vimos dizendo, aliás, que o dever do acionista controlador tem como contraponto um direito de aquisição dos acionistas minoritários, que se configura, materialmente, como direito de exoneração: independentemente desta última precisão – que se liga, tão-somente, à *ratio* da figura –, encontramos aqui um direito subjetivo de aquisição do acionista minoritário, ao qual corresponde um dever específico, ainda que de fonte legal. O que escrevemos tem implícita a suscetibilidade de recurso à *fattispecie* da responsabilidade obrigacional (ainda que sem excluir o concurso com a responsabilidade delitual). Se é indiscutível a existência de responsabilidade civil, já a sua concreta configuração poderá, com efeito, suscitar dificuldades¹⁵³.

A via da configuração do artigo 187.º como norma de proteção e, portanto, como fonte de responsabilidade delitual, nos termos do artigo 483.º/1, 2.ª parte, do Código Civil (CC) tem sido seguida tanto entre nós como noutros direitos (*v.g.*, italiano): por um lado, é claro que a regra impositiva do dever visa tutelar os acionistas minoritários; por outro lado, esta segunda modalidade de ilicitude situada no campo delitual permite indiscutivelmente obter o ressarcimento dos danos económicos puros (tal como sucede em sede obrigacional).

É, porém, possível ir mais longe e fundamentar o pedido de indemnização na violação de um direito subjetivo nos termos do artigo 798.º do CC. Sem entrar no problema das relações entre responsabilidade obrigacional e delitual, é admissível, aqui, o apelo aos artigos 798.º ss.¹⁵⁴, por em causa estar um dever específico *ex lege* que integra a relação jurídica complexa entre sócio controlador e sócios minoritários, configurada como *relação especial* (*Sonderverbindung*). Está hoje assente a presença de vínculos (*inclusive* de lealdade) não só da sociedade perante os seus sócios e destes para com aquela, mas também dos próprios sócios entre si. A conclusão encontra-se consolidada mesmo nas sociedades anónimas¹⁵⁵. Essa relação especial não assenta naturalmente em qualquer situação de confiança (que

acionistas. Decairia, pois, a construção de um “direito subjetivo público”. Entre nós, ela pode, em todo o caso, ser evitada, afastando a importação de conceitos desnecessários e controversos na própria ordem jurídica de origem.

¹⁵³ No direito italiano, o problema é análogo, não obstante a diferente conceção global do instituto da OPA obrigatória. Sobre ele, cf. ANDREA TUCCI, *Inadempimento degli obblighi*, em MARIO STELLA RICHTER JR. (org.), *Le offerte pubbliche di acquisto* cit., 273–292 (279 ss.)

¹⁵⁴ Sobre a questão do concurso entre responsabilidade delitual e responsabilidade contratual, cf., em especial, TEIXEIRA DE SOUSA, *Concurso de títulos de aquisição de prestação – Estudo sobre a dogmática da pretensão e do concurso de pretensões*, Coimbra, 1988, 136 ss. e 313 ss., seguido por MENEZES CORDEIRO, *Tratado de direito civil português*, vol. II, tomo 2, Coimbra, 2010, 399.

¹⁵⁵ Aliás, chega a ponderar-se se não se deveria impor ao acionista controlador, mesmo fora do âmbito do artigo 187.º do CVM (*maxime*, em sociedades não cotadas), a compra das ações dos sócios minoritários em caso de aquisição ou mudança do controlo. Deve, contudo, rejeitar-se a hipótese (cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de sociedades* cit., 378).

não existe ou, pelo menos, pode não existir), mas antes no poder de influência na esfera jurídica alheia, justificando um agravamento dos deveres do controlador em relação ao *neminem laedere* geral¹⁵⁶. No caso da empresa plurissocietária, pode identificar-se até uma “conexão do grupo”¹⁵⁷ que funda a multidirecionalidade dos deveres das várias sociedades agrupadas, independentemente do nível do controlo e do sentido (ascendente, descente ou horizontal – *upstream, downstream, sidestream*) em que a relação considerada é encarada. Trata-se de tópico que não carece de ser aqui desenvolvido. Para o efeito que ora nos ocupa, retenha-se, tão-somente, a natureza jurídica obrigacional da relação entre acionistas, com a consequência de a violação do direito subjetivo que resulta do artigo 187.º do CVM poder ser enquadrada em sede obrigacional, sem prejuízo da sua simultânea subsunção ao artigo 483.º do CC, nos termos que referimos

Havendo uma “ligação especial”, no sentido apontado, “rompe-se com o arquétipo isolacionista do lesado em relação ao autor do prejuízo que inspira o universo delitual”¹⁵⁸ e a situação é transportada para a órbita do artigo 798.º, com inerentes efeitos: *maxime*, no que toca à presunção de culpa e, eventualmente, de ilicitude e de causalidade¹⁵⁹. O dano tem, por seu turno, de ser provado nos termos gerais, sem que surjam aqui dificuldades particulares. Os prejuízos sofridos são indemnizáveis na sua totalidade – não se identificando qualquer restrição decorrente da respetiva natureza puramente patrimonial – e correspondem ao valor que os acionistas minoritários deixaram de obter em virtude do incumprimento da obrigação e da consequente insuscetibilidade de alienação das ações, devida à supressão da respetiva liquidez (artigo 562.º

¹⁵⁶ As dúvidas que no passado existiram – e que não importa aqui retomar – encontram-se ultrapassadas, admitindo-se, hoje, deveres de lealdade tanto do acionista controlador como dos acionistas minoritários mesmo nas sociedades anónimas. Remetemos, a este propósito, para o que escrevemos em *Grupos de sociedades* cit., 264.

¹⁵⁷ Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de sociedades* cit., 236 ss.

¹⁵⁸ CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da confiança e responsabilidade civil*, Coimbra, 2004, 287.

¹⁵⁹ Cf. MENEZES CORDEIRO, *Da responsabilidade civil dos administradores das sociedades comerciais*, Lisboa, 1997, 464 ss., vendo no artigo 799.º o modelo da *faute* francesa, que compreenderia uma presunção de ilicitude, culpa e nexa de causalidade. Cf. também, embora sem apelo à *faute*, CARNEIRO DA FRADA, *Contrato e deveres de protecção*, Coimbra, 1994, 191: o âmbito da presunção de culpa estende-se também à existência de um comportamento faltoso do devedor ou dos seus auxiliares e à causalidade entre esse comportamento e a falta de cumprimento ou o cumprimento defeituoso (*haftungsbegründende Kausalität*). Cf., a este último respeito, BAUMGARTEL, em BAUMGARTEL (org.), *Handbuch der Beweislast im Privatrecht*, I, 2.ª ed., Köln, Berlin, Bonn, München, 1991, § 823, 1309, sublinhando que o lesante tem de provar que o dano se teria produzido mesmo que se tivesse comportado em conformidade com o dever, *i.e.*, deve impor-se o ónus da prova do curso hipotético de eventos com cumprimento alternativo do dever ao lesante, nos quadros da *haftungsbegründende Kausalität*.

do CC). O montante indemnizável é, pois, apurado tendo em conta o valor que teria sido pago pelas ações em caso de lançamento de oferta pública de aquisição, nos termos do Código dos Valores Mobiliários.

Está, pois, ao alcance do acionista minoritário a proposição de ação de responsabilidade civil para obter o ressarcimento dos danos sofridos em virtude do incumprimento da obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição, nos termos apontados. Tal opção não exclui outras formas de reação permitidas pela ordem jurídica. Além das consequências nos planos societário e contraordenacional, acima mencionadas, tem cabimento, em especial, o pedido de execução específica da obrigação *ex lege* de contratar, nos termos do artigo 830.º do CC. Há muito que se vem reconhecendo a aplicabilidade desta norma a situações análogas à obrigação de contratar voluntariamente assumida através de contrato-promessa¹⁶⁰. É claro, na verdade, que não se justifica conferir ao credor uma proteção inferior no caso de obrigação de emissão de declaração de vontade resultante da lei e não do contrato: não havendo uma diferença de natureza entre a obrigação contratual e a obrigação legal, não existe qualquer incompatibilidade da obrigação *ex lege* com a exequibilidade forçada¹⁶¹. Por outro lado, o enquadramento em sede mobiliária também não acarreta qualquer desarmonia no recurso à execução específica, tanto mais que já vimos que o instituto da OPA obrigatória pertence funcionalmente ao direito dos grupos na sua vertente de “direito de proteção”. A execução específica não exclui, nos termos gerais, o pedido de indemnização, apenas variando o montante do dano indemnizável.

Conclusões

1. O artigo 187.º do CVM situa-se na confluência do direito dos valores mobiliários com o direito societário, integrando funcionalmente o “direito dos grupos” enquanto “direito de proteção” (*Schutzrecht*): para além da igualdade entre os credores e a repartição do prémio do controlo, a OPA obrigatória visa sobretudo facultar a saída do acionista minoritário em casos em que é inexigível manter-se na sociedade, por o perfil de risco do investimento se ter alterado decisivamente, em consequência da constituição *ex novo* ou da mudança do controlo.

¹⁶⁰ Cf., por todos, JANUÁRIO DA COSTA GOMES, *Em tema de revogação do mandato civil*, Coimbra, 1989, 133 ss.

¹⁶¹ A respeito da obrigação legal de contratar e a aplicabilidade do artigo 830.º do CC, cf., *v.g.*, ANA PRATA, *O contrato-promessa e o seu regime civil*, Coimbra, 1994, 904 ss.

2. Resulta do artigo 187.º que o mero *risco abstrato* inerente às modificações no controlo faz presumir (*juris et de jure*) um *risco concreto* para a posição do sócio minoritário e faz nascer, a favor deste, um direito de exoneração fundado em justa causa objetiva, dirigido (atipicamente) contra o sócio controlador.
3. A máxima extensão com que o objetivo de proteção dos acionistas minoritários está consagrado no direito português condiciona a interpretação do regime em vigor e a recondução dos casos surgidos na *praxis* à previsão do artigo 187.º.
4. O escopo maximamente garantístico da nossa lei manifesta-se imediatamente na irrelevância da fonte da aquisição e do instrumento de domínio no âmbito do artigo 187.º: perante a obtenção de fração dos votos que faça presumir o controlo, existe, sempre, a obrigação de lançamento de OPA, ao contrário de outros ordenamentos jurídicos que restringem as situações constitutivas do dever.
5. À luz do CVM, não releva, igualmente, se o controlo é detido direta ou indiretamente: o artigo 187.º reenvia o intérprete-aplicador para as regras de imputação dos votos constantes do artigo 20.º, que, na al. b) do n.º 1, remete para o artigo 21.º e, por esta via, para o Código das Sociedades Comerciais, que, aliás, também equipara expressamente controlo direto e indireto, seja no âmbito das relações de grupo (artigos 488.º ss.) ou das relações de domínio (artigos 486.º e 487.º).
6. Em caso algum a imputação dos votos ao titular indireto exclui a sua imputação ao titular direto (e a produção dos respetivos efeitos), vigorando um princípio de não absorção ou de dupla contabilização dos votos, que decorre não só da letra como do escopo de (máxima) proteção dos acionistas minoritários da sociedade sujeita à mudança de controlo.
7. Tal princípio identifica-se, em primeiro lugar, no caso das designadas aquisições *downstream*: quando uma sociedade controlada por outra (porventura controlada ainda por uma terceira, a qual pode estar também sujeita à influência de outrem) adquire o controlo sobre sociedade que passa a situar-se no nível inferior da cadeia de domínio, todas as controladoras – diretas e indiretas – estão obrigadas ao lançamento de oferta pública, sem prejuízo de, em virtude da unidade do fundamento da imputação, se admitir o caráter plural da obrigação e a possibilidade de o cumprimento por uma exonerar as restantes, nos termos do artigo 191.º/2, do CVM.
8. O mesmo sucede na hipótese inversa, em que é adquirido o controlo sobre sociedade que controla outra, que, por seu lado, pode controlar ainda uma terceira, e assim sucessivamente: resulta do artigo 20.º/1, b), conjugado com o artigo 21.º do CVM e os artigos 486.º ss. do CSC, que os votos são imputados em cadeia, gerando-se uma obrigação de lançamento de

- OPA “em cascata” (sendo a conclusão independente do recurso à al. *h*) do artigo 20.º/1, do CVM).
9. A máxima proteção visada pelo instituto da OPA obrigatória tal como configurado na lei portuguesa torna-se particularmente clara se se considerar que o nosso legislador afastou um regime de limitação dos níveis de imputação análogo ao *chain principle* vigente no Reino Unido (nota 8 à *rule* 9.1. do *City Code*), e não previu qualquer poder derogatório da entidade de supervisão, como existe em Itália (artigo 106, comma 5, t.u.f. e artigo 49.º, comma 1, lett. *d*) Regulamento Emittenti) ou na Alemanha (§ 37 WpÜG e § 9 III WpÜG-Angebotsordnung).
 10. A amplitude da solução portuguesa é conforme com os fins garantísticos da Diretiva das OPAs, cuja implementação prática noutros ordenamentos tem sido criticada pela Comissão Europeia, em virtude, precisamente, da previsão de excessivas derrogações *ex lege* ou com fundamento na liberdade decisória da entidade reguladora do mercado.
 11. A simultânea relevância do controlo imediato e mediato e a não absorção deste pelo primeiro corresponde a princípio transversal do ordenamento jurídico, identificando-se não só no direito mobiliário mas também no direito das sociedades e, em especial, dos grupos de sociedades: *maxime*, no Código das Sociedades Comerciais, tal princípio aplica-se inclusivamente quando se trata da compensação de perdas sofridas pela sociedade subordinada (artigo 502.º) e da responsabilidade por dívidas por esta contraídas (artigo 501.º), cumulando-se as obrigações das diversas sociedades diretoras ou totalmente dominantes na cadeia de domínio.
 12. A imputação da responsabilidade por dívidas tanto à controladora direta como à controladora indireta no caso do artigo 501.º do CSC é especialmente significativa, pois que aí se quebra o princípio basilar do direito das sociedades (de capitais) de limitação da responsabilidade, em nome da proteção dos credores da sociedade controlada: não surpreende, por isso, que uma tão ampla tutela seja também pretendida pelo CVM para os acionistas minoritários das sociedades abertas, assegurando o seu direito de saída perante a mudança do risco do investimento.
 13. A regra de dupla eficácia da titularidade direta e indireta, para além de ser coerente com os fins gerais de garantia do instituto da OPA obrigatória e, bem assim, com o escopo geral de proteção dos investidores no mercado de capitais, enquadra-se perfeitamente no contexto do “direito dos grupos de sociedades” a que funcionalmente pertence.
 14. A notável amplitude da proteção pretendida pelo CVM é, por outro lado, posta em evidência pela relevância, para efeitos da constituição do dever de lançamento de oferta pública, atribuída à mera mudança subjetiva do controlo:

- ainda que seja nos casos de concomitante mudança objetiva que a necessidade de tutela é mais evidente, a lei abstrai em absoluto da demonstração de um impacto negativo (concreto ou provável) da mudança no *status socii*.
15. Perante a alteração da identidade do controlador, presume-se, *juris et de jure*, o agravamento do risco do investimento realizado pelo acionista minoritário e, conseqüentemente, a necessidade da respetiva proteção: não se exige um juízo concreto sobre os efeitos negativos na sua posição social, bastando a transformação do perfil de risco.
 16. É, pois, o risco abstrato (e não o perigo concreto) de impacto da alteração no estatuto do sócio – presumido a partir da mera mudança subjetiva (determinada com base em critérios objetivos e seguros de imputação de votos) – que permite considerar desrazoável, à luz do Código dos Valores Mobiliários, exigir daquele sócio que se mantenha na sociedade.
 17. No caso especial em que existe uma mudança num dos níveis inferiores da cadeia de domínio mas se mantém o controlador (e beneficiário económico) último, existe sempre uma mudança subjetiva no controlo, atenta a relevância dupla da titularidade direta e indireta do controlo.
 18. Uma exceção a este princípio – a qual não tem base legal – só poderia ser admitida, à semelhança do que se prevê noutros ordenamentos (*v.g.* italiano, alemão), quando a mudança do controlo intragrupo seja *absolutamente neutra* da perspectiva do sócio minoritário da sociedade controlada.
 19. E mesmo esta limitada exceção confronta-se, entre nós, com a dificuldade decorrente da ausência de previsão, especialmente grave em área tão sensível ao vetor da segurança como é o direito dos valores mobiliários.
 20. A “absoluta neutralidade” significa a ausência de agravamento do risco abstrato da modificação para a posição dos acionistas minoritários, *rectius*, a ausência de alteração do perfil de risco do investimento.
 21. Mesmo naqueles direitos onde uma exceção à OPA é admitida, a manutenção da identidade do sujeito situado no vértice do grupo não é suficiente para se afirmar a *neutralidade* da circulação do controlo: nesse sentido já se pronunciou, *p. ex.*, a entidade de regulação e supervisão do mercado de capitais italiano (Consob).
 22. Seguramente não há neutralidade em caso de “transferências externas”, como se tem esclarecido no direito alemão: da exceção prevista à OPA obrigatória no § 36 WpÜG para as reestruturações operadas “no interior de um grupo” (“*innerhalb eines Konzerns*”) consideram-se excluídas as situações em que a transmissão não ocorre no estrito âmbito da estrutura de controlo preexistente, mesmo que, *p. ex.*, o controlo passe simplesmente a ser exercido por outra subsidiária já previamente integrada no grupo e sob o controlo do mesmo sujeito: por maioria de razão, o resultado impõe-se em caso de introdução de nova *holding*.

23. Não se compreendia que, perante mudanças intragrupo do controlo, se chegasse, no direito português, a conclusão mais desfavorável para os acionistas minoritários, quando é certo que (i) não está sequer prevista no CVM qualquer derrogação para o caso em análise; (ii) o legislador previu outros casos de isenção, excluindo deliberadamente este (artigo 189.º); (iii) a exceção estava prevista no CMVM, onde havia sido expressamente introduzida para resolver as dúvidas colocadas na prática, tendo sido retirada quando da elaboração do CVM; (iv) a derrogação é, ademais, objetivamente contrária ao plano da lei (de maximização da tutela dos acionistas minoritários).
24. Excluir a imputação dos votos neste caso representaria, portanto, uma redução teleológica não fundada do artigo 187.º – com a correlativa aplicação analógica do artigo 189.º –, a qual, além de atingir a segurança do mercado e de levantar dúvidas no plano teórico, contraria o equilíbrio de interesses definido pelo CVM, conduzindo, do mesmo passo, à desconsideração, também infundada, da personalidade e da autonomia jurídica da *holding*, quando é certo que esta está longe de representar mera interposição formal de pessoa.
25. A criação da *holding* e a transferência para esta do controlo direto sobre a sociedade-filha, e, conseqüentemente, sobre a sociedade num escalão inferior do grupo, não é, de forma alguma, neutra da perspetiva dos efeitos que produz na posição dos acionistas minoritários desta última.
26. A situação é ainda mais evidente no caso, não raro, em que sociedade está estatutariamente concebida como *holding* familiar, dando corpo à perpetuação ou *entrenchment* da família na empresa (logo: no grupo), enquadrando-se num fenómeno de alcance mais geral, cujos efeitos estão sobejamente estudados em diversos ordenamentos jurídicos e são, com frequência, agravados pela estrutura piramidal adotada (típica, de resto, dos negócios familiares).
27. Para além dos riscos diversos ao nível do governo societário, a “sociedade anónima familiar” conduz a uma redução da liquidez do mercado das participações sociais, desincentivando o investimento, quer direto quer nas sociedades por si detidas, e agravando, por outro lado, a separação entre propriedade e controlo, em particular em face de uma estrutura piramidal.
28. Em caso de incumprimento do dever legal de lançar oferta pública de aquisição, constitui-se na esfera jurídica dos acionistas minoritários o direito a serem indemnizados pelos danos sofridos, que equivalem, pelo menos, à contrapartida que teriam recebido em caso de observância do artigo 187.º do CVM, sem prejuízo da possibilidade da execução específica da obrigação legal de contratar.