

OPA obrigatória – Impacto das relações de domínio e de grupo

DR. MANUEL JOSÉ RESENDE CARDOSO SEQUEIRA*

SUMÁRIO: *Introdução. Parte I. Directrizes iniciais – A OPA obrigatória: 1. Dever de lançamento de OPA universal; 2. Critérios formais da constituição da obrigação de lançamento; 3. Critérios materiais atenuadores – as excepções à obrigação de lançamento – breve referência. Parte II. Dupla relevância das relações de domínio e de grupo para a obrigação de lançamento de OPA: 1. Definição das relações de domínio e de grupo para efeitos do CVM; 2. Peso das relações de domínio e de grupo na constituição da obrigação de lançamento – Relações entre o obrigado e terceiro. Parte III. A inexigibilidade do lançamento em especial: 1. Razão de ser; 2. Levantamento de problemas associados à conciliação entre o regime da constituição da obrigação e a sua inexigibilidade; 3. Adaptação dos critérios de determinação de relações de domínio e de grupo para efeitos da constituição da obrigação de lançamento de uma OPA universal; 4. Prova da inexigibilidade – a necessidade da prova negativa das relações de domínio e de grupo e a insuficiência da prova de domínio por outrem; 5. Vinculações do participante após sucesso da prova; 6. Incumprimento da obrigação de lançamento da OPA; 7. Responsabilidade civil pelo incumprimento do lançamento da OPA. Conclusões.*

Introdução

O mercado dos valores mobiliários sempre foi um palco de circulação de participações com pouco significado de accionistas que procuram apenas fazer render as suas poupanças. Porém, à medida que o normal funcionamento do mercado foi decorrendo, surgiram investidores que começaram a adquirir controlo das sociedades, vendo as suas participações aumentarem o valor, por terem um *plus* em relação às outras: o domínio sobre a sociedade participada. Surge o mercado de controlo¹, em paralelo ao das participações sociais menos significativas de accionistas minoritários.

* Advogado Estagiário em PLMJ – A. M. Pereira, Sáragga Leal, Oliveira Martins, Júdice e Associados – Sociedade de advogados, RL. Mestrando na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Licenciado pela Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa.

¹ A existência de um mercado de controlo apresenta vantagens, das quais se tem destacado o facto de proporcionar uma valorização das acções das sociedades e sacrificar as administrações menos eficientes.

Diferentes respostas têm sido dadas pelos ordenamentos jurídicos ao surgimento do mercado de controlo. Essencialmente, são contrapostos dois paradigmas: o dos EUA e o do Reino Unido. Aqui, qualquer tomada de controlo de uma sociedade tem de obrigatoriamente respeitar o procedimento de Oferta Pública de Aquisição (doravante, OPA), assim como a aquisição do controlo por outra forma gera imediatamente o dever de lançar uma OPA. Ali, a OPA é facultativa, havendo outros instrumentos para adquirir o controlo e permitindo-se às sociedades uma maior liberdade para se defender contra OPAs hostis². Tome-se em atenção que os EUA são dos mercados mais desenvolvidos³ e não têm OPA obrigatória⁴.

² Relembre-se que uma OPA nunca é hostil a uma sociedade nem aos seus sócios, mas tão só aos membros da sua administração. Contra, LUÍS BRITO CORREIA, *Direito Comercial*, v. II, Lisboa, AAFDL, 1989, p. 394, para quem a OPA “agressiva”, que é contraposta à amigável, é aquela em que o oferente não tem “o consentimento dos accionistas dominantes”. As OPAs servem o propósito de mudar o poder numa sociedade contra a vontade do núcleo de controlo, reestruturar a sociedade visada, torná-la mais dinâmica.

A OPA hostil tem por fim melhorar o desempenho dos titulares dos órgãos da administração por duas razões. Em primeiro lugar, porque, como com a OPA é exigida uma maior transparência (havendo mais informação e mais controlo que, em função da dispersão do capital pelo público, se tinha esvanecido – não estando portanto concentrado como tipicamente acontece na assembleia geral), as suas actuações passadas e presentes ficarão mais expostas. Por outro lado, eles tenderão a desempenhar melhor o seu papel, promovendo a maior distribuição dos lucros, com receio de uma OPA hostil e de um novo controlo com a possibilidade de, recorde-se, os destituir sem justa causa. Neste sentido, *vide*, JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia face ao novo Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2000, p. 23, afirmando, mais à frente, na p. 28, que a “OPA hostil só fará sentido numa situação em que exista uma forte dispersão do capital da sociedade visada e quando o controlo da mesma não esteja nas mãos de um ou poucos accionistas minoritários (detentores do domínio de direito da sociedade), como sucede com as sociedades familiares ou fechadas. Caso contrário, a OPA só poderá ter sucesso se aqueles pretenderem vender. Na eventualidade de existir apenas um domínio de facto, o seu sucesso dependerá então do grau de dispersão das acções no mercado”. Várias são as medidas que podem ser tomadas com vista à protecção de OPAs hostis. Sobre o assunto, *cf.* LUÍS MENEZES LEITÃO, “As Medidas Defensivas Contra uma Oferta Pública de Aquisição Hostil”, in IVM, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VII, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 57-76 e, ainda, GUIDO A. FERRARINI, “Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control”, *Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends*, OECD, Conference Proceedings, 2000, pp. 12-21, <http://ssrn.com/abstract=265429>, embora numa perspectiva de comparação entre as medidas de defesa nos EUA e na UE.

³ Aqui, ao invés de se aplicar a “*mandatory bid rule*” (regra da OPA obrigatória), aplica-se a “*market rule*”. Sobre a “*market rule*”, consulte-se EDMUND-PHILIPP SCHUSTER, *Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatory Bids*, LSE Legal Studies Working Paper n.º 8/2010, 2010, pp. 12 e 13, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1610259>.

⁴ É por essa razão que JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *An Economic Analysis of Portuguese Corporation Law - System and Current Developments*, não publicado, p. 43, disponível em http://www.estig.ipbeja.pt/~ac_direito/antunes.pdf, afirma que “[p]ortuguese corporate lawyers or managers can only

Desta forma, parece ser imperativo que o regime das OPAs obrigatórias não possa ser visto como o único modo que os ordenamentos jurídicos dispõem para responder a situações de controlo e concentração empresarial. É necessário verificar quais os motivos e os efeitos associados ao sistema, as vantagens e desvantagens.

Explicava Raúl Ventura⁵ que a OPA podia ser obrigatória de duas formas: i) obrigatoriedade da utilização de OPA como processo para aquisição de valores mobiliários, ou seja, “quando o interessado na aquisição de acções se vê forçado, pelos regulamentos destas operações (...) a usar o processo da OPA para adquirir as acções que pretende (forma obrigatória de OPA)”⁶; ou ii) obrigatoriedade de lançamento de uma OPA universal, quando o interessado na aquisição se vê forçado “a lançar uma OPA para adquirir mais acções, que eventualmente não pretendia (lançamento obrigatório de OPA). Só este último caso estamos a ter em atenção no nosso estudo.

A obrigatoriedade de lançamento de uma oferta encontra assim, no ordenamento jurídico actual, o papel de legitimar a concentração empresarial⁷ – de forma subsequente, pois tem lugar após a *tendencial* existência de controlo por um accionista – compreendendo as operações em que uma sociedade comercial, outrora autónoma económica e estruturalmente, passa a submeter-se a um único

dream when they hear from the United States and some European countries the exciting aspects of corporate life and the impressive figures relating to transactions to corporate control: as a matter of principle, one may even doubt as to whether it would be appropriate to speak at all of a market for corporate control in Portugal”.

⁵ RAÚL VENTURA, “Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários”, in *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1992, p. 124 [105-335].

⁶ Era o que se passava no âmbito do artigo 313.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais – doravante CSC –, na sua versão inicial, quando verificadas cumulativamente as três alíneas aí apresentadas. Tendo sido inserida no ordenamento jurídico português através do Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Setembro, a Oferta Pública de Aquisição obrigatória viu o seu regime regulado, a par das outras OPAs, no CSC, mais propriamente, no seu artigo 313.º (em conjunto com a Portaria n.º 422-A/88, de 4 de Julho), só com o Código do Mercado dos Valores Mobiliários (doravante, Código do MVM) se pode afirmar ter integrado surgido no ordenamento jurídico português o dever de lançamento da oferta. O Código do MVM, tendo sido aprovado pelo Decreto-Lei L n.º 142-A/91, de 10 de Abril, foi revogado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro.

⁷ A perda de autonomia por parte da sociedade leva à diminuição do valor das participações dos sócios que não detêm o controlo, gerando também uma diminuição da procura pelas suas posições – podendo inclusivamente ficar “presos” à sociedade. Impõe-se o lançamento de uma OPA como uma manifestação funcional do poder de exoneração do sócio de uma sociedade aberta, em caso de excessiva concentração accionista. No ordenamento jurídico português, a OPA obrigatória é a manifestação do direito à exoneração por um preço justo aquando da concentração de valor superior a um terço dos direitos de voto por referência ao capital social.

centro de decisão. Como destaca Menezes Falcão⁸, “a concentração empresarial, ao eliminar concorrentes, será benéfica para as adquirentes, mas pode relevar-se prejudicial para o conjunto da sociedade e, em particular, para os consumidores, sendo geradora de toda a problemática das restrições à concorrência dos mercados em que operam as empresas envolvidas”⁹.

A OPA está intimamente ligada com as “sociedades coligadas”, reguladas no CSC, na medida em que as relações de domínio e de grupo são critérios de imputação dos direitos de voto para efeitos da constituição do dever de lançamento de uma OPA obrigatória, por um lado, mas também constituem o critério para o obrigado se escusar ao seu lançamento¹⁰. Pergunta Paula Costa e Silva¹¹: “qual o facto constitutivo do dever? A detenção de uma percentagem dos direitos de voto? A instalação de uma posição de domínio na sociedade, domínio inferido ou realmente exercido através da detenção de certas percentagens de direitos de voto? E a que situação deve ser posto termo? À detenção de certas percentagens do direito de voto? Ao domínio?”. A ligação da OPA obrigatória com o controlo intensifica a conexão do tema com o dos “grupos de sociedades”, uma vez que este último assenta, também ele, no conceito de “domínio”. O objectivo deste trabalho é justamente esclarecer o conteúdo das relações de domínio e de grupo para efeitos do Direito dos Instrumentos Financeiros e determinar como podem essas relações conformar e delimitar a constituição do dever de lançamento de uma OPA universal e sua exigibilidade. A própria instituição da OPA obrigatória tem também consequências para os grupos de sociedades, que cumpre não descurar.

O tema das OPAs tem vindo a ser sujeito a estudos intensivos nos vários ordenamentos jurídicos e Portugal não é excepção. Mesmo as OPAs obrigatórias estão hoje no centro das atenções, atendendo a dois recentes casos no mercado dos valores mobiliários português, que envolveram duas empresas do PSI-20: referimo-nos à OPA da *Intercement Austria Holding GmbH* sobre a *Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.* e à OPA da *Tagus Holdings S.a.r.l.* sobre a *Brisa – Auto-estradas de Por-*

⁸ MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória”, in IVM, *Direito dos Valores Mobiliários*, v. III, Coimbra, Coimbra Editora, 2001, p. 182 [179-228].

⁹ Para a matéria da concorrência e as OPAs, vide o texto ABEL MOREIRA MATEUS, “As Ofertas Públicas de Aquisição e a Lei da Concorrência”, in IVM, *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Coimbra Editora, 2009, vol. IX, pp. 115-140, que acaba por concluir, apresentando um quadro sintetizador, que a generalidade dos países europeus não tem nenhum regime específico para o tratamento das OPAs à luz das leis da concorrência.

¹⁰ Por outro lado, pode a OPA voluntária ser ainda a causa do estabelecimento daquelas relações (de domínio e de grupo). Não é esse, no entanto, o nosso objecto de estudo.

¹¹ PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta., domínio e influência dominante”, in IVM, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VIII, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, p. 558 [541-571].

tugal, S.A., ainda que, em nenhum destes casos, o critério das relações de grupo e do domínio foi o constitutivo do dever de lançamento da oferta.

Como se compreende, o objecto do nosso ensaio situa-se no âmbito do estudo das sociedades comerciais constituídas sob a forma de sociedade anónima com o capital aberto ao investimento do público, normalmente designadas de forma abreviada por *sociedades abertas*¹². As OPAs em análise são pois, as que tenham por objeto, pelo menos, acções emitidas por sociedade aberta cuja lei pessoal seja a lei portuguesa e cujas acções estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado a funcionar em território nacional¹³. Por outro lado, pela natureza do dever de lançamento de oferta, já se compreende que apenas trataremos de OPAs regulares, ou seja, as que seguem o processo aquisitivo tipificado no Código dos Valores Mobiliários¹⁴ e não as chamadas OPAs irregulares, *i.e.* resultantes da requalificação de convites dirigidos ao público para contratar aquisições de acções sem que se siga o respetivo regime legal.

Assim apresentado o problema que nos ocupará nas páginas seguintes, e tendo em conta que “a análise específica de um determinado regime jurídico de OPA obrigatória consiste na delimitação do dever de lançamento de OPA e não no estudo do processo ou tramitação despoletado quando se verificam os pressupostos de constituição desse dever”¹⁵, procuraremos soluções através de um estudo dividido em três partes.

Antes de mais, vamos tentar delimitar o dever de lançamento de oferta geral de forma positiva, atendendo às suas origens e objectivos da sua consagração e, depois, de forma negativa, estudando as excepções (*parte I*). De seguida, iremos entrar verdadeiramente no nosso objecto de estudo, começando por definir as relações de domínio e de grupo no âmbito do Direito dos Instrumentos Financeiros, assim como compreender qual a sua relevância para o dever de lançamento, primeiro, da perspectiva positiva, sendo fundamento de lançamento e, posteriormente, de uma perspectiva negativa, como fundamento para considerar o lançamento como inexigível (*parte II*). Por último, debruçar-nos-emos em particular nesta última perspectiva – a negativa –, de modo a compreendermos de que forma é que ela se encontra regulada, desde a sua *ratio*, ao procedimento que lhe está subjacente,

¹² Sendo o tipo de sociedade que deverá revestir obrigatoriamente a sociedade visada, por forma a ser aplicável o regime da OPA obrigatória, como resulta do artigo 187.º do CVM.

¹³ Independentemente da lei pessoal e do mercado em que circulem os valores mobiliários das sociedades que com ela mantêm uma relação de domínio grupo ou de domínio.

¹⁴ A partir de agora designaremos o Código dos Valores Mobiliários por CVM. Todos os artigos em relação aos quais não se indique a fonte serão do CVM, com a redacção dada pelo Decreto-Lei n.º 88/2014, de 6 de Junho de 2014, com excepção, naturalmente, daqueles cujo sentido do texto os impute a outros diplomas.

¹⁵ MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória... cit., p. 187.

levantando alguns problemas e procurando dar algumas respostas (*parte III*), de forma a, no final, estarmos aptos a formular conclusões.

Parte I: Directrizes iniciais – A OPA obrigatória

1. Dever de lançamento de OPA universal

I. No regime do antigo Código do MVM¹⁶, agora revogado, encontrava-se consagrada, no artigo 526.º, a liberdade de realização de ofertas públicas de aquisição, constituindo a OPA obrigatória uma excepção, prevista nos artigos 527.º e 528.º¹⁷ do mesmo diploma legal¹⁸.

A utilização¹⁹ da figura da OPA obrigatória encontrava-se reservada para actos como a aquisição do controlo, legitimação do controlo previamente adquirido²⁰, ou para consolidação daquele, através da aquisição de minoria significativa²¹. Com o fim de proteger os sócios minoritários, “o desaparecimento²² da obrigatoriedade de OPA prévia para superar o limite de um terço ou de metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada, tem a contrapartida na OPA sucessiva, obrigatória geral e total”²³.

E esse é o regime da OPA obrigatória que hoje se encontra previsto nos artigos 187.º a 193.º do CVM²⁴. O dever recai sobre o participante na sociedade

¹⁶ Para uma apreciação do regime do Código do MVM, *vide* JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, Coimbra, Almedina, 1998. Para um estudo do regime na data em que vigorou em simultâneo com o regime do CSC (só revogado pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro), *vide* RAÚL VENTURA, “Ofertas Públicas de Aquisição... cit., pp. 227-259.

¹⁷ No artigo 528.º prescrevia-se a necessidade de lançar uma oferta geral. Relevantes são os preceitos 523.º, 528.º-A, 529.º, 530.º, 531.º e 531.º-A.

¹⁸ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Ofertas Públicas de Aquisição... cit.*, pp. 274 e 275, chama a atenção para os efeitos que decorrem desta consagração.

¹⁹ Explicando as cinco modalidades de OPA obrigatória, de forma sucinta, JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia... cit.*, pp. 170-174.

²⁰ Nas modalidades de aquisição do controlo ou legitimação subsequente da aquisição daquele, as OPAs não poderiam ser parciais.

²¹ Aqui as OPAs poderiam ser parciais, desde que respeitassem os valores estabelecidos no Regulamento n.º 91/4 da CMVM.

²² As OPAs prévias obrigatórias, consagradas no artigo 527.º, n.º 1 al. a) e c) do Código do MVM, foram suprimidas com vista a uma maior protecção dos accionistas minoritários. JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia... cit.*, p. 182.

²³ JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão do dever de lançamento de OPA”, *in Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Coimbra, Almedina, 2001, p. 18.

²⁴ Sobre a técnica legislativa para consagrar o dever de lançamento de OPA, MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória... cit., p. 218. Quanto à técnica utilizada na regulação das Ofertas Públicas

aberta, cuja participação exceda, quer directamente, quer por efeito da imputação realizada nos termos do artigo 20.º do CVM, os limiares estabelecidos pelo Código, sem que se tenha verificado nenhuma das excepções. Trata-se de um dever legal, ao contrário do que se passa na chamada “OPA estatutária”, onde esse dever tem por fonte um preceito estatutário²⁵ da sociedade visada, não sendo a OPA geral resultante desta última fonte considerada como OPA obrigatória, para efeitos dos artigos 187.º a 193.º do CVM²⁶, porque do ponto de vista legal, trata-se de uma OPA facultativa.

A OPA obrigatória encontra diversos aspectos de vinculação. Por um lado, existe uma imposição de elaboração de uma proposta²⁷, ainda que não se pretenda adquirir nenhum valor mobiliário. Esta encontra-se vinculada em dois sentidos: (i) tem o seu conteúdo determinado²⁸ e, (ii) por outro lado, encontra-se

de Aquisição em geral, embora no âmbito do Código do MVM, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Ofertas Públicas de Aquisição”, in AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997, pp. 271-272 [267-290] = “Ofertas Públicas de Aquisição”, in ROA 56, 1996 (pp. 499-533), disponível em <http://www.oa.pt>.

²⁵ A OPA estatutária é uma forma de proteger uma sociedade de OPAs hostis, a qual “é dotada de um preceito estatutário nos termos do qual o adquirente de uma percentagem de acções superior a uma certa percentagem – 25% ou 30%, por exemplo, embora seja de encarar percentagens cada vez menores – ficaria adstrito a lançar uma OPA universal”, como explica ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “A OPA Estatutária como Defesa Contra Tomadas Hostis”, in ROA 58, 1998, p. 140 [133-145].

²⁶ Neste sentido, embora relativamente ao Código do MVM, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “A OPA Estatutária... cit., p. 141.

²⁷ E uma vez lançada a OPA, esta só poderá ser revogada ou modificada nos termos dos artigos 128.º a 130.º, 132.º e 184.º, todos do CVM. Sobre os efeitos da alteração de circunstâncias na OPA, veja-se, em especial, PAULA COSTA E SILVA, “A Oferta Pública e a Alteração de Circunstâncias”, in IVM, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VII, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 403-441, que aprecia cada um dos requisitos para aplicação do instituto.

²⁸ Este aspecto encontra-se especialmente relacionado com o regime da contrapartida. Mas existem outras determinações quanto ao conteúdo. Pense-se que, apesar do disposto no artigo 124.º, n.ºs 3 e 4, do CVM, no regime português, a OPA obrigatória é incondicional. Mas poderia não ser assim. O *Takeover Code* britânico, ao qual nos referiremos mais tarde com maior pormenor, estabelece na *rule 9.3 (a)* que a única condição a que uma “*mandatory offer bid*” pode ser submetida é a que determina que a oferta ficará sem efeito no caso de o oferente ou qualquer pessoa que com ele *actue em concertação* (note-se que existe no *Takeover Code* uma definição de “*acting in concert*”, nas definições iniciais do Código), não adquiriram participações suficientes para lhes serem imputados 50% dos direitos de voto. Resulta, a contrario, que a oferta será incondicionável quando o oferente ou as pessoas que com ele actuam em concertação já detêm mais de 50% dos direitos de voto quando a oferta é lançada. A *rule 9.3 (b)* esclarece, aliás, que, sem consentimento do *Takeover Panel* não poderão ser realizadas aquisições que conduzam à necessidade de requerer uma “*mandatory offer*”, quando essa oferta esteja dependente de uma deliberação que autorize a sua realização ou de quaisquer outros consentimentos ou acordos.

vinculada pela necessária utilização de uma técnica contratual predefinida, pois existe a imposição de utilização do processo para a aquisição de valores mobiliários. O dever considera-se cumprido se tiver havido uma oferta, ainda que não se registem aceitações pelos destinatários. Não existe uma obrigação de meios para conduzir ao maior número de adesões possíveis. A única coisa que se verifica é o facto de o oferente ficar em sujeição quanto à aquisição de valores pelos destinatários que respondam positivamente no âmbito da oferta. O dever de lançamento de OPA não é, por isso, um dever de aquisição.

II. Por ter como objectivo legitimar o controlo já adquirido pelos accionistas, mas também por apontar para atingir os direitos de voto da sociedade visada²⁹, os valores mobiliários visados não são apenas as acções, mas todos os instrumentos financeiros³⁰ que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição. Com Paulo Câmara³¹ consideramos estarem abrangidos aqui os *warrants* autónomos³² emitidos pela própria sociedade visada, conferindo o direito de aquisição de acções representativas do capital social, as obrigações convertíveis em acções e as obrigações com *warrant*. A propósito, note-se que o n.º 5 do artigo 187.º do CVM determina que é irrelevante a inibição dos direitos de voto prevista no artigo 192.^{o33}.

²⁹ Neste sentido, já no âmbito do Código do MVM, JOSÉ MIGUEL JÚDICE/MARIA LUÍSA ANTAS/ANTÓNIO ARTUR FERREIRA/JORGE BRITO PEREIRA, *Ofertas Públicas de Aquisição – legislação comentada*, Semanário Económico, 1992, p. 39, em anotação ao artigo 528.º do Código do MVM.

³⁰ Sobre o conceito de valores mobiliários, vide JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, “O novíssimo conceito de valor mobiliário”, in IVM, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, 139-162.

³¹ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2011, p. 623 e ss. e em “O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários”, in INSTITUTO DOS VALORES MOBILIÁRIOS, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, pp. 221 e ss. [203-284]. Visto que o segundo estudo foi integrado, com algumas modificações, no referido Manual, a partir de agora, iremos apenas citar o último, por ser o mais recente.

³² Estes são, como se sabe, “valores mobiliários representativos de direitos potestativos de subscrição, aquisição ou alienação de um determinado activo subjacente, exercitáveis mediante liquidação física e/ou financeira”, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2009, pp. 102 e 103 (realçados no original).

³³ HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, Opa obrigatória e imputação dos direitos de voto*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, pp. 261 e 262, questionando a razão de apenas serem previstos pelo legislador os efeitos da inibição prevista no artigo 192.º, acaba por concluir que é a sua ligação ao controlo que justifica a sua previsão no âmbito do artigo 187.º, n.º 5 “e que permite concluir que a suspensão dos direitos de voto inerentes às acções detidas por certo participante não fará incorrer outro accionista no dever de lançar a OPA”.

III. Conclui-se então que a OPA é geral, nos termos do disposto no artigo 173.º do CVM, por ser dirigida a todos os titulares da sociedade visada, vigorando o princípio da generalidade da oferta, como lhe chama Paulo Câmara³⁴ – *all holders rule*. A universalidade da oferta vem consagrada no artigo 112.º do CVM, determinando que esta deverá ser lançada sobre todos os valores mobiliários, nos termos já referidos – *equal opportunity rule*³⁵. Hoje existe uma censura às ofertas parciais³⁶, pois ficaria prejudicada a saída dos sócios minoritários³⁷⁻³⁸, tendo a proibição sido introduzida no Código do MVM pela revisão realizada pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, que estabeleceu simultaneamente a obrigatoriedade de lançamento de uma oferta geral através do artigo 528.º.

Quanto à delimitação espacial do dever, estabelece o artigo 108.º, n.º 2, do CVM que o regime das OPAs obrigatórias só é aplicável relativamente às ofertas que visem valores mobiliários emitidos por sociedades que tenham como lei pessoal a lei portuguesa³⁹.

³⁴ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 626.

³⁵ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 629. Esta é a razão pela qual PAULO CÂMARA (na p. 627, nota 1696) propõe antes a divisão universal/parcial e não geral/parcial. Consideramos ser a divisão terminologicamente mais correcta e, por essa razão, a ela iremos aderir, a partir daqui.

³⁶ Através da instituição do princípio da universalidade da oferta a censura passou a valer tanto para a OPA obrigatória como para a OPA voluntária, como determina o artigo 173.º do CVM. Diferente é a solução do *Takeover Code*. Na *rule 36.1*, explica-se que é necessário o consentimento do *Takeover Panel* para a realização de qualquer OPA parcial. No entanto, não se tratando de uma oferta devida ao abrigo de regime da OPA obrigatória, estabelece a *rule 36.1* que o consentimento deverá ser dado pelo *Takeover Panel* (salvo situações excepcionais, *maxime* se, nos 12 meses anteriores, o obrigado ou alguma das pessoas que com ele actua em concertação tiverem adquirido valores mobiliários da sociedade visada, como resulta da *rule 36.2*). No entanto, prevê-se na *rule 36.6* que, no caso de a oferta parcial resultar para o sócio que a realizou a susceptibilidade de aquisição, directamente ou por meio de pessoas que com ele actuem em concertação, mais do que 50% dos direitos de voto da sociedade visada, os documentos da oferta deverão conter especificações quanto a esse facto. Por outro lado, esses documentos devem ainda fazer a prevenção de que no caso de a oferta ser bem sucedida, o sócio é livre da proibição da *rule 36.3*, que o impedia de adquirir valores mobiliários dessa sociedade nos 12 meses seguintes, podendo adquirir mais valores mobiliários sem incorrer na obrigação de lançar uma oferta geral.

³⁷ THOMAS PAPADOPOULOS, “The Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and Their Deficiencies”, in *LFMR*, vol. 1, n.º 6, 2007, p. 527 [525-533], disponível em <http://ssrn.com/abstract=1088894>, pronuncia-se negativamente sobre o facto de a Directiva prever OPAs parciais.

³⁸ Neste sentido, JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia...* cit., p. 182.

³⁹ De acordo com o critério do artigo 3.º do CSC, serão as que tenham a sede principal e efectiva da administração em Portugal.

1.1. *Razão da constituição da obrigatoriedade de lançamento de uma OPA. Protecção dos sócios minoritários e transparência do mercado*

IV. Uma primeira explicação para a constituição do dever de lançamento tem sido a necessidade de proteger os sócios minoritários. Essa protecção seria realizada de duas formas distintas: (i) dando-lhes oportunidade para exercer um direito de exoneração⁴⁰ aquando da alteração do controlo da sociedade sobre a qual detêm participações e (ii) permitindo a divisão do prémio de controlo⁴¹⁻⁴² por todos os

⁴⁰ O direito de exoneração funda-se no artigo 46.º, n.º 3 da Constituição da República Portuguesa, (doravante denominada de CRP), traduzindo-se numa manifestação da liberdade negativa de associação. O exercício do direito de exoneração confere a possibilidade de sair em situações de alteração do domínio da sociedade, pois, apesar de não terem domínio sobre a sociedade, aos sócios minoritários interessa saber quem o tem. Se a oportunidade de abandonar a sociedade não fosse atribuída aos accionistas minoritários, estes seriam forçados a suportar o risco do fracasso da mudança de controlo. Mas será que o pequeno accionista, ao investir as suas poupanças, se preocupa com a gestão da sociedade e com as mudanças de controlo? Parece que não. Além disso, este argumento levaria a que o sistema da OPA obrigatória fosse integrado no CSC relativamente às sociedades fechadas, onde é muito mais difícil a circulação de participações sociais. Assim, MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória... cit., p. 196. Mais acertado parece ser o argumento que funda o direito de exoneração na necessidade de impedir as situações em que, por falta de liquidez, o accionista minoritário ficasse preso à sociedade, dada a desvalorização das suas participações devido ao novo controlo formado sobre aquela.

⁴¹ A divisão do prémio de controlo é uma manifestação do princípio de igualdade. Repare-se que, como afirma, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, vol. II, 2.ª reimpressão da 2.ª edição de 2007, Coimbra, Almedina, 2014, p. 619, “o igual tratamento é um princípio cuja vigência geral nas sociedades anónimas levanta dúvidas”, mas por estarmos perante sociedades abertas, o CVM veio, no seu artigo 15.º, estabelecer a igualdade entre accionistas cujas acções pertençam à mesma categoria. É, aliás, este princípio que fundamenta a adopção entre o sistema de OPA facultativa ou do sistema da OPA obrigatória. Neste último caso, existiriam potenciais efeitos negativos que iriam resultar no tratamento desigual dos accionistas minoritários em relação aos accionistas transmitentes do controlo.

Na verdade, “[o] prémio de controlo não representa mais do que a contrapartida do poder de gestão da sociedade, que acresce ao valor patrimonial das acções, e que se justifica pelo facto de o investidor poder exercer a direcção da sociedade e gerir directamente o seu investimento, conservando o domínio sobre o mesmo, ao contrário do que sucede com os accionistas minoritários, desprovidos de qualquer influência sobre as decisões empresariais”, afirma ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades... cit.*, p. 457 e em “OPA obrigatória e controlo indirecto”, in *RDS*, 2012, n.º 3, p. 597 [593-661]. Como se verifica, os accionistas com participações insignificantes estão em situação diferente dos accionistas com participações de controlo – tão diferentes que originaram o já referido mercado de controlo paralelo. A igualdade de tratamento nunca poderá ser o fundamento único da constituição do regime da OPA obrigatória.

Economicamente, o “prémio de controlo representa uma parte antecipada do aumento do valor da participação adquirida que o comprador espera obter através da mudança dos titulares dos órgãos de gestão e de um aproveitamento mais rentável dos recursos da empresa adquirida”, mas desta

sócios⁴³. Aquando da aquisição de acções, o investidor sabe que, se houver uma concentração, que resulta do normal funcionamento do mercado⁴⁴, lhe é garantida a saída da sociedade. E, como nota Pedro Pais de Vasconcelos⁴⁵, “[e]ste poder de

forma, “se o prémio de controlo reflete a contraprestação económica do poder de gestão social, não parece estranho que não beneficiem dele quem nesta não participa”. MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória... cit., p. 193, onde lembra que “o accionista de controlo tem maiores custos e riscos com a gestão da sua participação do que o pequeno accionista e, por isso, deve pelos mesmos ser recompensado, face ao princípio geral de que a maiores riscos deve caber uma maior remuneração”. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “A igualdade de tratamento dos accionistas na OPA”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, Março 2010, ano 2, vol. 3, pp. 100-111 [87-111], faz uma divisão tripartida dos efeitos que o princípio geral da igualdade dos accionistas pode ter no processo de uma OPA: (i) igualdade na oferta, pela “criação de condições de oferta iguais” para os accionistas destinatários; (ii) igualdade fora da oferta, isto é, entre os accionistas que venderam as suas participações fora do esquema negocial da OPA, quer o tenham feito em mercado regulamentado, quer fora do mercado regulamentado (aqui JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES subdivide entre as aquisições prévias à OPA, situação regulada no artigo 188.º, n.º 1, a), do CVM e as contemporâneas à OPA, regulado no artigo 180.º do CVM); e (iii) igualdade em caso de transferências de controlo da sociedade visada.

⁴² O princípio de igualdade de tratamento foi materialmente consagrado, obrigando a tratar os accionistas de modo igual, quando estejam em situações semelhantes e, de modo diferente, quando diversas forem as suas situações – trata-se de um princípio relativo, ou seja, “*de modo algum consubstancia qualquer espécie de garantia formal de tratamento horizontal e igualitário para os accionistas*”, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “A igualdade de tratamento... cit., p. 91 (realçados no original). Por isso «*de modo algum veda a existência de “discriminações” positivas ou negativas que sejam conformes às regras legais e estatutárias vigentes*” e “*de modo algum impede a existência de excepções e até a sua derrogação por vontade do próprio accionista afectado*». JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “A igualdade de tratamento... cit., p. 92 (realçados no original).

⁴³ Pois, como se sabe, as acções que asseguram a maioria de controlo têm valor superior ao das outras. “O regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias assenta na ideia geral de que os benefícios da aquisição do domínio sobre uma sociedade aberta devem ser partilhados pelos accionistas minoritários” – Considerando n.º 12 do Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro. Esta é a razão de se tratar de uma OPA universal, cumprindo o princípio da universalidade da oferta, ou, como se denomina no ordenamento jurídico do Reino Unido, *equal opportunity rule* – os *General Principles* do *Takeover Code* iniciam-se justamente com os princípios de igualdade de tratamento dos sócios e de protecção dos minoritários: “[a]ll holders of the securities of an offered company of the same class must be afforded equivalent treatment; moreover, if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected”. Após a aquisição de controlo, a procura das acções da sociedade visada poderá diminuir, pois deixará de ser possível influenciar a gestão da sociedade.

⁴⁴ Contra parece ser PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Concertação de Accionistas, Exoneração e OPA Obrigatória em Sociedades Abertas”, in *Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2010, ano 2, vol. 3, p. 20 [11-48], ao afirmar que “[o]s investidores que adquirem acções no mercado fazem-no na pressuposição que, pelo menos no que a essas acções respeita, esse mercado continue a funcionar normalmente. Essa pressuposição é frustrada se ocorrer a concentração”.

⁴⁵ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Concertação... cit., p. 21.

exoneração só é verdadeiramente eficaz, se o sócio puder apartar-se da sociedade mediante uma contrapartida determinada com equidade, quer dizer, que corresponda ao justo valor da sua parte”. Repare-se que “[o] regime da exoneração é mais liberal nas sociedades de pessoas e mais restritivo nas de capitais”⁴⁶, justificando que a OPA obrigatória se encontre apenas regulada para estas sociedades. Garantir o direito de exoneração^{47/48} parece ser a razão mais importante⁴⁹, o que deverá ser tomado em conta nas soluções que viermos a adoptar.

V. Uma outra explicação adiantada para a consagração da OPA obrigatória é a do objectivo da protecção da transparência do mercado mobiliário, através da tutela de interesses difusos, evitando fraudes à lei e prevendo processos de aquisições parciais especulativos⁵⁰. Como explica Menezes Cordeiro⁵¹, a realização de uma OPA «dá lugar – ou pode dar – a uma grande circulação de acções, de tal modo que se perde o contacto entre o comprador e os vendedores. Tornam-se,

⁴⁶ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Concertação... cit., p. 15. O Autor justifica a afirmação com a maior ou menor abertura do elemento pessoal da sociedade, uma vez que nas sociedades de pessoas, por haver um maior controlo por parte dos sócios sobre a entrada de novos sócios, haverá um regime menos rígido de exoneração. Deve ainda ser considerado o facto de no mercado se ter vindo a verificar que, por falta de procura, nem sempre o sócio consegue vender a sua participação social, criando depois vários conflitos burocráticos (sabemos que o direito à informação pode ser uma arma muito poderosa no que toca a estes combates) e judiciais por forma a exercer pressão sobre os maioritários para estes lhe comprarem a sua participação, como explica o Autor (p. 16).

⁴⁷ Ainda assim, como explica PAUL DAVIES, “*The notion of equality in European takeover regulation*”, in PAYNE, JENNIFER, *Takeovers in English and German law*, Oxford, Hart Publishing, 2002, p. 6, disponível em <http://ssrn.com/abstract=305979>, nunca um sócio minoritário está completamente protegido. Mesmo face a uma oferta pública de aquisição, ele encontra-se numa situação de indecisão, conhecida como o “dilema do prisioneiro”. Citando o Professor BEBCHUK, PAUL DAVIES explica que poderão existir três resultados possíveis de uma oferta, do ponto de vista de um sócio minoritário: i) a oferta é rejeitada; ii) a oferta é aceite pela maioria dos accionistas, incluindo o sócio; ou iii) a oferta é aceite por uma maioria dos accionistas, não incluindo esse sócio. O accionista pode preferir o primeiro resultado, mas considerar o terceiro como tão indesejável que prefere votar a favor do segundo resultado, por forma a evitá-lo.

Não obstante, o acesso ao Mercado dos Valores Mobiliários por muitas sociedades é prejudicado pelo sistema de OPA, porquanto existe o receio dos respectivos accionistas de controlo de reduzirem a liquidez das suas participações.

⁴⁸ Temos dúvidas de que seja um verdadeiro direito de exoneração, porquanto o direito de exoneração deveria ter como sujeito passivo a sociedade e não o sócio maioritário.

⁴⁹ Também assim, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização”, in *RDS III*, 2011, 4, p. 963 [927-984].

⁵⁰ A que PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Concertação... cit., p. 20, denomina de protecção *objectiva*, por contraposição à defesa do accionista investidor, a que chama de *subjectiva*.

⁵¹ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Ofertas Públicas de Aquisição”, in *AAVV*, Direito dos Valores Mobiliários, Lisboa, Lex, 1997, p. 279.

assim, inviáveis negócios simulados, negócios aparentes e negócios fiduciários, com ou sem recurso a denominadas “testas de ferro”. Também o pagamento oculto de mais-valias – “luvas”, “comissões” ou “prémios não declarados” – ficará inviabilizado».

1.2. Fontes: o *Takeover Code* de 1968 e a XIII Directiva (2004/25/CE), relativa às OPAs

VI. O ordenamento jurídico português, ao instituir um dever de lançamento de OPA universal, baseia-se no sistema consagrado no Reino Unido, sendo que, no entanto, a OPA obrigatória tem aqui um regime diverso do nacional. Desde logo podemos constatar, quanto ao regime do Reino Unido (a partir de agora, RU), a “flexibilidade do seu particular sistema de auto-regulação voluntária”⁵². Prova disso, é o disposto no § 3 (a) da introdução *City Code on Takeovers and Mergers*⁵³ (a partir de agora, apenas *Takeover Code*), que estabelece, quanto às regras relativas à sua interpretação, o primado do elemento teleológico sobre o elemento literal, cabendo a sua interpretação no caso concreto ao *Takeover Panel*, entidade independente, constituída para administrar a aplicação do *Takeover Code*, e supervisionar e regular aquisições e outras matérias ao abrigo do *Takeover Code*.

O *Takeover Code*, tendo consagrado a regra da “*Mandatory Bid Rule*” (OPA obrigatória) em 1972, correspondia a um código de boa conduta⁵⁴, sem força legal⁵⁵, também chamado de regulação “corporativa”. Ao *Takeover Code* foi dada força legal devido à Directiva 2004/25/CE⁵⁶, transposta para o ordenamento jurí-

⁵² JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia...* cit., p. 105.

⁵³ Com redacção conferida pela *eleventh edition*, de 20 de Maio de 2013, disponível em <http://www.thetakeoverpanel.org.uk>.

⁵⁴ O ponto 2 (b) da introdução dá uma explicação acerca do funcionamento do *Takeover Code* ao referir que “[t]he Code is based upon a number of General Principles, which are essentially statements of standards of commercial behaviour (...). In addition to the General Principles, the Code contains a series of rules. Although most of the rules are expressed in less general terms than the General Principles, they are not framed in technical language and, like the General Principles, are to be interpreted to achieve their underlying purpose. Therefore, their spirit must be observed as well as their letter”.

⁵⁵ No entanto, como notava RAÚL VENTURA, “Ofertas Públicas de Aquisição...” cit. p. 128, apesar da importância do *Takeover Code*, não se pode esquecer que, também no RU, vigoravam algumas regras legais aplicáveis às OPAs.

⁵⁶ Uma versão portuguesa da Directiva encontra-se disponível em ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu...* cit., pp. 493-515. Para um comentário à Directiva atendendo ao tema da OPA obrigatória, vide Luigi Russi/Marco Dell’Antonia, *Takeover Bids: The Implementation of EC Directive n.º 2004/25 by the Italian Government (Offerte Pubbliche Di Acquisto: L’Attuazione Della Direttiva 2004/25/CE Da Parte Del Legislatore Delegato)*, Dircomm.it, Vol. 7, n.º 1, 2008, pp. 5 e ss., disponível em <http://ssrn.com/abstract=1093279>.

dico inglês através do *Companies Act* de 2006. Ao *Takeover Panel* foram dados poderes por forma a proceder à supervisão e fiscalização do cumprimento do *Takeover Code*, assim como, por outro lado, poderes de regulamentar as suas regras gerais⁵⁷.

A *mandatory bid rule* é estabelecida na *rule 9*, que determina que quando uma pessoa adquirir valores mobiliários que lhe confirmam, em conjunto com os valores mobiliários das pessoas que com ela actuem em concertação, pelo menos 30% dos direitos de voto de uma sociedade, mas não exceda os 50%, essa pessoa deverá estender a oferta a todas as classes de valores mobiliários (confirmam ou não direitos de voto).

VII. O Reino Unido foi o primeiro país a instituir o sistema da OPA obrigatória. No entanto, por toda a Europa, perante países cujo ordenamento jurídico deixava as sociedades à mercê dos *raiders*⁵⁸, enquanto outros admitiam esquemas defensivos de todo o tipo⁵⁹, surgiu a necessidade de proteger as sociedades de forma uniforme.

Os Estados-membros aperceberam-se da necessidade de elaborar uma Directiva relativa às OPAs. Porém, tendo iniciado a elaboração de propostas em 1974, dado a complexidade do tema, e as diversas perspectivas dos Estados-membros, o surgimento da Directiva 2004/25/CE⁶⁰ (também designada XIII Directiva comunitária de Direito das Sociedades) demorou cerca de 30 anos⁶¹. A Directiva

⁵⁷ BLANAID J. CLARKE, *Takeover Regulation: Through the Regulatory Looking Glass*, CLPE research paper n.º 18/2007, 2007, p. 6, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1002675>, afirmando ainda que “[i]nterestingly, the London Panel indicated that in giving its rulings, it continues to have the ability to interpret the Takeover Code flexibly to take account of the particular circumstances of the case and that the Executive remains able to respond to such enquiries speedily”.

⁵⁸ *Raiders* são pessoas singulares ou colectivas que tentam adquirir uma empresa através do lançamento de OPAs hostis. No entanto, pretendendo obter lucros avultados num período de tempo curto, os *raiders* procuraram empresas subvalorizadas pelo mercado e adquirem uma participação suficiente para a obtenção do controlo, para, posteriormente, desmantelar a empresa e vender os seus activos.

⁵⁹ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu...* cit., p. 527.

⁶⁰ Publicada em JO n.º L 142, de 30.4.2004, pp. 12 e ss. e transposta pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro.

⁶¹ Sobre as complicações e adversidades que foram sofrendo os vários projectos de Directivas, até finalmente ser aprovada a quarta proposta modificada de Directiva, de 2 de Outubro de 2002, vide ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu...* cit., pp. 515-520 e A 13.ª *Directriz do Direito das Sociedades (ofertas públicas de aquisição)*, in ROA 64, 2004, pp. 97-111, disponível em <http://www.oa.pt>, onde ainda são abordados os seus projectos. A OPA obrigatória era um dos temas mais discutidos, dificultando a adopção da Directiva. Curiosamente, o próprio RU, que como nota JOÃO CUNHA VAZ, *As OPAs na União Europeia...* cit., p. 104, corresponde ao mercado com maior experiência de OPAs, também se recusava a adoptar uma Directiva que o obrigasse a mudar o seu sistema, dado o carácter flexível e não legal, *i.e.* “corporativo” do *Takeover Code*.

foi claramente influenciada pelo *Takeover Code*, em especial pela *rule 9*. (que estabelece a OPA obrigatória, como vimos), os *General Principles* e as limitações aos poderes da sociedade visada⁶².

Para o nosso estudo, o artigo mais relevante da XIII Directiva é o 5.º, por ser aquele que atende à protecção dos accionistas minoritários, em caso de a sociedade onde detêm participações sociais seja sujeita a controlo. No entanto, não define o que se deva entender por controlo, remetendo, no artigo 5.º, n.º 1, para a escolha dos Estados Membros o método de cálculo e o quantitativo relevante⁶³ dos direitos de voto. Estabelecendo que o *controlo* é o pressuposto fundamental subjacente ao regime, a Directiva permite assim uma ampla discricionariedade quanto à concretização do *controlo* por parte dos Estados-membros, nem sequer determinando o que se deva entender por partes que com ele agem em concertação (artigo 5.º, n.º 1).

1.3. Natureza do dever de lançamento da OPA universal

VIII. Cumpre determinar se a vinculação ao lançamento de uma OPA se reconduz a um dever jurídico⁶⁴⁻⁶⁵ ou a uma obrigação⁶⁶. Esta distinção assenta

⁶² BLANAID J. CLARKE, *Takeover Regulation...* cit., p. 4, que afirma ainda, relativamente à adopção do sistema da OPA obrigatória pelos países da UE: “many EU Member States had only recently adopted regulations governing takeovers. Indeed, many of the provisions in these more recent pieces of national legislation reflect responses to issues being debated in the context of the Directive. For example, Germany’s Takeover Act was introduced in 2002 and contained a mandatory bid rule. Prior to that time, Germany had been a staunch opponent of the inclusion of a mandatory bid rule in any Directive”. Até ao famoso caso *Vodafone Airtouch/Mannesmann*, a Alemanha era contra a adopção do sistema da OPA obrigatória na Directiva, pois confiava que as suas sociedades tinham capacidade de adoptar medidas contra OPAs hostis.

⁶³ Destacando o facto de a Directiva não determinar a percentagem relevante de direitos de voto a ser detidos para se considerar que o controlo foi atingido, MIKE C. BURKART/FAUSTO PANUNZI, *Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, ECGI – Law Working Paper n.º 10/2003, 2003, p. 13, disponível em <http://ssrn.com/abstract=420940>.

⁶⁴ Refere PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 621, que “a estatuição do art. 187.º configura uma situação jurídica passiva absoluta, que não assenta numa relação jurídica. Por detrás deste dever não existe prestação – daí que se reconheça até uma certa impropriedade terminológica na designação de oferta obrigatória, corrente na prática e perfilhada na lei”. Este entendimento, o qual é partilhado por MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória... cit., p. 180, nota n.º 1, tem como consequência a insusceptibilidade de exigir o seu cumprimento coactivo (apesar de o cumprimento ser gerador de responsabilidade), porquanto não constitui na esfera dos sócios minoritários da sociedade visada um verdadeiro direito subjectivo. Também assim, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, pp. 17 e ss. [1–20], estudo que corresponde, com adaptações e actualizações, à lição que, em 26 de Fevereiro de 2013, foi proferida pelo Professor no curso de pós-graduação promovido pelo Instituto dos Valores Mobiliários, disponível em <http://www.institutovaloresmobiliarios.pt>, justificando a sua posição

em dois critérios: em (i) compreender se os interesses que se encontram na base do instituto são privados ou públicos, e (ii) se o dever tem como correspectivo o direito subjectivo dos sócios minoritários da sociedade visada. A presente questão poderá ser relevante para mais tarde verificarmos se, em caso de incumprimento, é susceptível de se exigir o seu cumprimento coactivamente.

Menezes Cordeiro⁶⁷ chama a atenção para que no ordenamento jurídico alemão, relativamente à norma correspondente ao artigo 187.º, n.º 1, do CVM – o § 35 (2) do *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* (ou WpÜG) – tem vindo a doutrina germânica, a par da jurisprudência, a reconhecer a natureza de normas de protecção pelo facto do WpÜG ter, em geral, natureza pública.

IX. Porém, no âmbito do ordenamento jurídico português, como vimos, são dois os principais objectivos visados pela constituição do regime da OPA obrigatória. Por um lado, a defesa do mercado, interesses colectivos, difusos e de natureza pública e, por outro, a protecção dos sócios, interesses de natureza privada, os quais têm sido até considerados como a principal *ratio* subjacente. Estamos, desta forma, perante interesses privados cuja defesa se une à defesa dos públicos.

em: “o comportamento exigido para cumprir tal dever não tem por objecto uma prestação, uma vez que a emissão da proposta (ao público) por que se consuma coloca o declarante em situação de sujeição a pessoas indeterminadas”.

No nosso entender, a emissão desta concreta proposta ao público não pode ser considerada sem atender à *ratio* da obrigatoriedade: protecção dos sócios face a alterações de controlo que alteraram o seu *status socii*. Como nota ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades...* cit., p. 28 e em “OPA obrigatória... cit., p. 654–657, a presença de vínculos entre os próprios sócios de uma sociedade “assenta no poder de influência na esfera jurídica alheia”, sendo hoje amplamente reconhecida. A emissão de uma proposta que, embora dirigida ao público, é obrigatória para o exercício do direito do titular da participação social visada: o direito de vender a sua participação social em condições de igualdade com os demais accionistas, quando foi tomado o controlo da sociedade, uma vez que o seu *status socii* sofreu uma alteração, no que diz respeito ao investimento que realizou. Pode pois dizer-se que ele tem o *direito a essa proposta*, sem a qual ele não o poderá exercer (constituindo a emissão da proposta um dever legal concreto).

⁶⁵ Para a análise comparativa deste dever, mas optando pela recondução a um dever jurídico e afastando a qualificação de ónus, vide PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., pp. 617–621. Ainda assim, na p. 631, afirma PAULO CÂMARA que “a lógica subjacente à estatuição do artigo 187.º não se insere numa relação jurídica, ao concretizar-se como situação jurídica absoluta, nem tão-pouco opera através da constituição de um dever exclusivamente *entre sócios*” (realçados no original).

⁶⁶ Para a análise comparativa deste dever, mas optando pela recondução a um dever jurídico e afastando a qualificação de ónus, vide PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., pp. 617–621. Ainda assim, na p. 631, afirma PAULO CÂMARA que “a lógica subjacente à estatuição do artigo 187.º não se insere numa relação jurídica, ao concretizar-se como situação jurídica absoluta, nem tão-pouco opera através da constituição de um dever exclusivamente *entre sócios*” (realçados no original).

⁶⁷ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “OPAs obrigatórias... cit., pp. 967 e ss.

Por outro lado, o direito de exoneração do sócio, que se visa proteger, integra o complexo de posições jurídicas constitutivas do direito subjectivo complexo que é o direito social. A OPA obrigatória surge como “uma manifestação funcional do poder de exoneração do sócio de uma sociedade aberta com acções cotadas no mercado, em caso de excessiva concentração accionista traduzida no domínio”⁶⁸. Mais tarde, quando necessário à nossa análise, tomaremos posição sobre a problemática de saber se poderá ou não constituir um direito subjectivo individualizado.

Por essa razão, “consubstancia-se uma (evidente) relação jurídica entre o obrigado à oferta e os beneficiários da mesma, relação essa que não pode ser perturbada pelo facto de estarmos numa área sujeita a supervisão”⁶⁹, constituindo o direito dos beneficiários da OPA obrigatória – como já afirmámos acima, o dever jurídico de lançamento de uma OPA universal está relacionado com a possibilidade de sair de uma sociedade, logo com o direito à exoneração – um verdadeiro direito de crédito, susceptível de execução específica, porque se trata de uma obrigação de contratar⁷⁰⁻⁷¹. Estamos em condições de, a partir de agora, denominar de “obrigação de lançamento” a situação jurídica passiva relativa que resulta do artigo 187.º do CVM, ao invés do que até agora temos feito, ao utilizar a expressão “dever de lançamento”.

2. *Critérios formais da constituição da obrigação de lançamento*

X. Delimitar qual o critério que abstractamente determina que um sócio detém o controlo sobre a sociedade na qual participa é uma tarefa árdua. Foi escolhido o critério da detenção de uma percentagem dos direitos de voto⁷²: quando um sujeito passa a deter de forma directa ou indirecta uma determinada

⁶⁸ Neste sentido, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Concertação... cit., pp. 23-25.

⁶⁹ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “OPAs obrigatórias... cit., p. 972.

⁷⁰ Neste sentido, explicando com pormenor, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “OPAs obrigatórias... cit., pp. 973-979.

⁷¹ Apesar de considerar que a expressão “dever de lançamento de OPA” é mais rigorosa, e portanto, aderir à tese de PAULO CÂMARA da natureza jurídica do dever de lançamento de OPA como posição jurídica absoluta, na p. 180, LUÍS MENEZES LEITÃO, “A Responsabilidade Civil no Âmbito de uma O.P.A”, in IVM, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, Coimbra, Coimbra Editora, 2003, pp. 111-125 = in JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO/RUY DE ALBUQUERQUE/MARTIM DE ALBUQUERQUE/PEDRO ROMANO MARTINEZ (org.), *Estudos em homenagem ao Prof. Raúl Ventura*, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2003, pp. 181-195, acaba por considerar que a OPA obrigatória atribui aos accionistas minoritários um direito de alienarem as suas posições (na p. 190).

⁷² A escolha do critério deve-se a, cada vez mais, ter surgido mecanismos de dissociação entre *ownership* e *control*. Um bom exemplo destas técnicas é a emissão de acções preferenciais sem voto.

percentagem de direitos de voto⁷³ (com referência ao capital social da sociedade) adquire, em princípio, o controlo nessa sociedade. Esta constatação deriva do poder que este sócio dispõe para decidir o sentido de várias deliberações ou para influenciar a gestão da sociedade. A natureza do facto constitutivo da obrigação de lançamento é irrelevante⁷⁴. O que interessa é, pois, a ultrapassagem do limite estabelecido. Constitui uma excepção ao princípio da liberdade contratual do artigo 61.º da CRP⁷⁵ – e não pode, por isso, ser interpretado restritivamente, por forma a abranger apenas as aquisições a título gratuito.

XI. O artigo 5.º, n.º 3, da Directiva 2004/25/CE, relativa às ofertas públicas de aquisição, estabeleceu que as percentagens são determinadas pela “regulamentação do Estado-membro em que se situa a sua [da sociedade] sede social”⁷⁶, evitando demarcar qual a percentagem em que se adquire o controlo⁷⁷.

No âmbito do anterior Código, a obrigação de obrigatoriedade de uma OPA integral só existia quando o oferente tivesse adquirido mais do que 50% dos direitos de voto, nos termos da conjugação entre a alínea *b*) do artigo 527.º com o artigo 528.º do Código do MVM⁷⁸.

XII. Hoje, no artigo 187.º, n.º 1 do CVM, o legislador escolheu o limite de um terço⁷⁹ dos direitos de voto para a constituição da OPA obrigatória⁸⁰. O critério

⁷³ O que conta, para este efeito, é o total de direitos de voto exercitáveis.

⁷⁴ Isto é, se se trata de uma aquisição *inter-vivos* ou *mortis causa*, gratuita ou onerosa.

⁷⁵ JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão do dever... cit., p. 25.

⁷⁶ MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu...* cit., p. 504.

⁷⁷ Na verdade, a própria noção de controlo é muito difícil de determinar. Dever-se-á ter em conta a situação em que um sócio tem o poder de impor à administração a adopção de condutas ou bastará, para este efeito, o poder de veto, garantindo apenas que a administração não desempenha determinadas acções?

⁷⁸ Repare-se que neste momento já estamos a limitar a nossa análise à OPA subsequente que se encontra regulada no Código do MVM, não nos interessando, para este efeito, a OPA prévia.

⁷⁹ A detenção de um terço dos votos “proporciona ao oferente a minoria de bloqueio em decisões que devem ser tomadas, em AG, por uma maioria de dois terços dos votos inerentes aos títulos representativos, resultando da sua aquisição o controlo de facto de uma sociedade”, afirma JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia...* cit., p. 70, nota 154. Mas VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, em “Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição”, in JOSÉ LEBRE FREITAS/RUI PINTO DUARTE/ASSUNÇÃO CRISTAS/VÍTOR PEREIRA NEVES/MARTA TAVARES DE ALMEIDA, *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. I, Coimbra, Almedina, 2011, p. 739 [711-754], explica que este poder de bloqueio não pode ser considerado influência dominante, pois “em qualquer sociedade anónima existem matérias em relação às quais aquela fásquia deliberativa não pode ser aligeirada, em protecção dos accionistas minoritários”.

⁸⁰ Diferente da solução do legislador britânico do *Takeover Code*, que escolheu o limiar dos 30%, na *rule 9.1 (a)* do *Takeover Code*, tal como fez o legislador italiano no artigo 106.º, *comma 1* do *Testo Unico*

do um terço dos direitos de voto estabelece apenas uma *presunção ilidível*, como veremos, não constituindo sequer um limite aplicável a todas as sociedades: veja-se que o n.º 4 do artigo 187.º do CVM “acaba por implicar que o regime das ofertas públicas de aquisição, embora valendo para a aquisição de posições relevantes em sociedades abertas, não é uniforme para todas estas”⁸¹. Como apenas as sociedades com acções negociadas em mercado regulamentado não podem suprimir o limite de um terço, só para estas estaremos perante um critério que não é supletivo.

Ainda assim, o legislador não se ficou pelo estabelecimento de uma *presunção ilidível*. Determinou outro critério – através de uma *presunção*, agora *inilidível* – para o apuramento do controlo por um sócio de uma sociedade: trata-se da metade dos direitos de voto. Quando um sócio ultrapassar metade dos direitos de voto (não basta ter 50% destes), verá constituído na sua esfera jurídica a obrigação de lançamento de uma OPA.

Questão já colocada pela doutrina é a de saber se a relação entre estes dois limites é cumulativa ou alternativa. Atendendo à *ratio* subjacente ao artigo 187.º, n.º 1, do CVM, que pretende a legitimação em caso de aquisição do controlo (e não do seu reforço), dever-se-á entender os requisitos como alternativos. Ou seja, ultrapassado o limiar de um terço, não fazendo a prova negativa do controlo nos termos do artigo 187.º, n.º 2, e lançando uma OPA, uma vez ultrapassado o limite da metade dos direitos de voto, o obrigado não terá de lançar nova OPA⁸², por já deter o controlo.

3. *Crítérios materiais atenuadores – as excepções à obrigação de lançamento – breve referência*

XIII. Atente-se que o método de estabelecimento de critérios formais, rígidos, para o apuramento da situação de controlo por parte de um accionista é insuficiente para prosseguir adequadamente os resultados visados pela instituição

della Finanza (“TUF”). Para ver as diversas experiências dos Estados-Membros, consulte-se o *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, de 2007, em especial o anexo 2, disponível em <http://ec.europa.eu>. O exemplo italiano é, nesta matéria, importantíssimo a reter, porquanto antes do TUF, cabia à autoridade de supervisão determinar, com base nas circunstâncias concretas do caso, qual o limiar de percentagem adequado a conferir controlo e, por isso, constitutivo da obrigação de lançamento de OPA.

⁸¹ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 637.

⁸² HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, Opa...* cit., pp. 277 e 278, excepcionando dois tipos de casos: i) aqueles em que o accionista tenha, no intervalo de tempo que decorre entre a ultrapassagem do primeiro limite e o segundo, perdido o controlo e, com a ultrapassagem do segundo limiar (o dos 50% dos direitos de voto), o tenha recuperado; e ii) os casos em que, após ter ultrapassado o terço dos direitos de voto, o obrigado perca o controlo, diminuindo a percentagem dos direitos de voto que disponha abaixo daquele limiar para, posteriormente, os recuperar.

da OPA obrigatória. Rapidamente se compreendeu que a realidade gera situações em que, não obstante a verificação dos requisitos formais, não se verifica concomitantemente o controlo, conduzindo a situações injustas, que prejudicam o funcionamento do mercado.

Desde logo, é a própria Directiva 2004/25/CE, relativa às OPAs, que permite que as autoridades de supervisão dos Estados introduzam derrogações às regras daquela, por forma a tomar em consideração as circunstâncias a nível local, no prómio do seu n.º 5 e i) do artigo 4.º (respeitando, naturalmente, os princípios gerais do artigo 3.º, n.º 1, da Directiva). Tendo o legislador identificado algumas situações em que existia a desadequação entre a constituição da obrigação de lançar a OPA universal e a situação da realidade subjacente, adoptou um modelo tripartido de excepções à obrigação de lançamento de OPA, ou seja, casos em que, mesmo ultrapassadas as percentagens de direitos de voto previamente referidas, o sócio não fica constituído na obrigação de lançamento de uma oferta. Trata-se de situações de derrogação da obrigação, suspensão desta ou de inexigibilidade. Este modelo tripartido de excepções encontra contraposição ao modelo dualista do Código do MVM, que apenas permitia situações de dispensa⁸³ e derrogação⁸⁴. Apesar de prever apenas duas modalidades, o Código do MVM, previa dezasseis “válvulas de escape⁸⁵ à obrigação de lançamento, enquanto hoje, as excepções ao dever são em menor número, como veremos.

XIV. Já no artigo 4.º, n.º 5, ii), a Directiva 2004/25/CE permite a solução de as próprias autoridades de supervisão (no caso português, a CMVM) terem o poder de não aplicar as regras nacionais. Assim, chamamos a atenção para a figura da dispensa, outrora prevista no artigo 529.º do Código do MVM⁸⁶ (e aliás, já no artigo 313.º, n.º 4 do CSC⁸⁷), que consistia na autorização necessária da CMVM para que o obrigado fosse dispensado de lançar uma OPA nas situações em que,

⁸³ Sobre estes casos, JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória...* cit., pp. 316 e ss.

⁸⁴ No artigo 528.º-A do Código do MVM, havia muitas derrogações (automáticas, operando mediante uma mera comunicação à CMVM) do dever do lançamento de OPA e, no artigo 529.º, dispensas de OPA por parte da CMVM (completamente eliminadas pelo novo diploma normativo). Para uma análise sumária, vide ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Ofertas Públicas de Aquisição”, in AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997, pp. 281-286.

⁸⁵ Expressão de PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 658.

⁸⁶ Este foi alterado pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, tendo algumas das causas de dispensa passado a tratar-se de verdadeiras derrogações legais, como por exemplo, a aquisição por força de herança ou legado.

⁸⁷ Este permitia a dispensa nos casos em que (i) a compra ou troca não tivesse efeitos especulativos e o número de acções a adquirir não justificasse a oferta, ou (ii) quando não fosse relevante o aumento da influencia do accionista.

embora existisse essa obrigação, o oferente considerava ser desnecessário o seu cumprimento ou que haveriam outros interesses mais imperiosos a ser seguidos. A decisão de autorização de dispensa era tomada com o respeito a critérios de discricionariedade. Chamámos a atenção para a figura da dispensa neste momento porque o novo CVM já não prevê esta modalidade de excepção. Agora, os poderes da CMVM são “vinculados”, tratando-se de “poderes meramente declarativos”⁸⁸.

Como verificámos, definindo que o *controlo* assume o protagonismo no que toca à constituição da obrigação de lançamento, a Directiva deixa algum espaço de discricionariedade para a concretização daquele conceito, e para a definição das situações em que este existindo, não será exigível o lançamento da oferta⁸⁹. Desta forma, o conceito de *controlo* integra o objecto do nosso estudo e, como tal, estudaremos aquele que o legislador mobiliário decidiu consagrar. Mas antes, para podermos desempenhar tal tarefa, terminemos a delimitação da obrigação de lançamento, essencial ao nosso estudo. Vejamos quais as diversas modalidades de excepção à obrigação de lançamento previstas pelo Código e quais os seus fundamentos.

3.1. Derrogações à obrigação de lançamento

XV. As derrogações⁹⁰ são situações em que não se justifica o lançamento da oferta da obrigação constituída nos termos do artigo 187.º do CVM. Apesar do facto constitutivo já se ter verificado, razões de outra índole, mais imperiosas, levam a que o Código exclua a obrigação de lançamento de OPA, por considerar que os sócios minoritários já foram protegidos, ou que essas razões são superiores às que motivam a protecção. Trata-se de verdadeiras derrogações legais, *i.e.* de situações objectivas de isenção, constituindo, desta forma, um mecanismo diferente do antigo artigo 529.º do Código do MVM, em que poderíamos estar na presença de casos já referidos de dispensa de OPA pela CMVM, na qual esta gozava de poderes discricionários.

XVI. Uma vez verificada uma das situações de derrogação⁹¹, que estudaremos de seguida, deve o obrigado requerer imediatamente à CMVM que declare, no

⁸⁸ JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão do dever... cit., p. 20.

⁸⁹ JULIANO FERREIRA, “Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, in *DSR*, Coimbra, Almedina, ano 3, vol. 6, 2011, p. 213 [189-224].

⁹⁰ Sobre este assunto, *vide* o estudo de JULIANO FERREIRA, “Excepções ao Dever... cit., pp. 189-224, inclusivamente com referências ao direito estrangeiro.

⁹¹ No Código do MVM estas apenas surgiram com o Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, estabelecendo o artigo 528.º-A (*vide* o Regulamento da CMVM n.º 95/8 de 23 Novembro) muitas derrogações (automáticas, operando mediante uma mera comunicação à CMVM) à obrigação de

prazo de cinco dias⁹², a derrogação da obrigação de lançamento da OPA (n.º 2 do artigo 189.º do CVM). Apesar de a aplicação das derrogações não depender a avaliação da CMVM, cremos que esta solução se impõe por meras razões de segurança e de publicidade.

3.1.1. OPA totalitária voluntária realizada por sociedade dominada ou com relações de grupo com o obrigado

XVII. Esta derrogação à obrigação de lançamento de uma oferta encontra-se regulada na alínea *a*) do n.º 1 do artigo 189.º do CVM, pois quando a constituição da obrigação tenha tido por fonte uma oferta voluntária já realizada pelo obrigado que respeite os requisitos exigidos pelo Código para a oferta obrigatória (especial cuidado exige-se, por exemplo, nestes casos, para o regime da contrapartida), não

lançamento de OPA. De entre elas, destaque-se a aquisição de valores mobiliários por herança ou legado (alínea *a*)); a aquisição de valores mobiliários no exercício de direitos de preferência estipulados para a respectiva transmissão no contrato de sociedade e a favor de todos os accionistas; a 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 (alínea *e*)); e operações de fusão ou cisão de sociedades, como consequência necessária dos termos em que as mesmas foram aprovadas pelos accionistas, desde que no projecto de fusão ou cisão submetido às assembleias gerais das sociedades tenha sido devidamente explicado que daquela operação poderá resultar, para um ou mais accionistas devidamente identificados, a ultrapassagem dos limiares dos artigos 527.º e 528.º do Código do MVM, que determinavam o lançamento (alínea *h*)).

⁹² O Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, estabeleceu que o regime relativo às OPAs haveria de entrar em vigor 45 dias após a sua publicação, com antecipação à entrada em vigor das restantes disposições. Surgiu então o Regulamento intercalar da CMVM n.º 25/99, o qual estabeleceu, no n.º 1 do artigo 9.º, que a comunicação à CMVM dos factos relevantes para efeitos da derrogação deveria ter lugar no prazo de 5 dias, quando relativos às alíneas *b*) e *c*) do n.º 1 do artigo 187.º do CVM. Por outro lado, a declaração da CMVM deveria explicitar a informação descrita no n.º 3 do artigo 9.º do Regulamento n.º 25/99, a identificação do requerente da derrogação, uma breve descrição da situação de facto que justifica a derrogação e a quantidade dos valores mobiliários e direitos de voto que cabem ao requerente. O anúncio divulgador dos resultados de uma OPA lançada nos termos da alínea *a*) do n.º 1 do artigo 189.º deveria conter também estas informações. Posteriormente, foi elaborado pela CMVM um Regulamento relativo a todas as ofertas e emitentes, onde foi integrado o conteúdo do Regulamento intercalar da CMVM n.º 25/99. O novo Regulamento era o n.º 10/2000, encontrando-se a mesma regulação agora no artigo 43.º. Foi então que, atendendo às alterações ao CVM em virtude da integração no ordenamento jurídico de várias Directivas comunitárias (destacamos a Directiva dos prospectos, Directiva 2003/71/CE do Parlamento e Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003), transposição realizada pelo Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março, surgiu o Regulamento da CMVM n.º 3/2006, também ele relativo às Ofertas e Emitentes, que vem incluir a mesma disciplina enunciada, com a mesma redacção dos anteriores regulamentos, agora no artigo 16.º.

existe necessidade de proteger os investidores duas vezes. O objectivo é favorecer as ofertas voluntárias, encontrando-se esta situação já prevista também na XIII Directiva (2004/25/CE), relativa às ofertas públicas de aquisição, que por sua vez se inspirou no *Takeover Code*, onde consta da *rule 9.1*.

Repare-se que os accionistas minoritários não ficarão desprotegidos neste caso, porquanto ultrapassada a percentagem de 90% dos direitos de voto e verificados os demais requisitos do artigo 196.º do CVM, estes poderão exercer o direito de alienação potestativa.

3.1.2. Recuperação de uma empresa por plano de saneamento

XVIII. Não existe dever de lançamento de oferta quando a ultrapassagem dos limiares das percentagens do direito de voto se dê no âmbito de um plano de insolvência realizado no processo de insolvência, que tenha por objectivo a recuperação da sociedade⁹³. Prevista na alínea *b)* do artigo 189.º do CMV e no artigo 205.º do CIRE, esta derrogação tem em atenção que o dever de lançamento de OPA iria tornar demasiado pesada a aquisição de participação relevante, o que iria desmotivar o interessado em recuperar a empresa, por força das regras da contrapartida mínima do artigo 188.º do CVM. O legislador preferiu o sacrifício dos sócios minoritários à insolvência de uma sociedade que os credores consideraram como economicamente viável. Mesmo assim, estes já estariam numa situação frágil aquando do processo de insolvência, porquanto da liquidação não costuma resultar uma distribuição muito satisfatória para os credores.

3.1.3. Fusão de sociedades

XIX. A *ratio* subjacente a esta derrogação prende-se com o facto de, aos olhos do legislador, os interesses a proteger com a OPA obrigatória já se encontrarem acautelados com o regime da fusão⁹⁴, pela necessidade de aprovação da operação pelos órgãos sociais da sociedade em que aqueles investiram. Repare-se que a

⁹³ Já presente no Código do MVM, esta excepção apresentava-se inicialmente sob forma de dispensa, prevista no artigo 529.º, n.º 1, *f)*, numa época em que, no entanto, a figura do “plano de insolvência” ainda não existia em Portugal (o plano de insolvência só surgiu em Portugal em 2004, com o CIRE) e, por essa razão, a derrogação era prevista apenas para os casos em que a ultrapassagem do limite derivasse “de uma operação destinada a prevenir a falência da sociedade e a promover a sua recuperação económica e financeira”. Após a revisão do Código do MVM, pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, esta passou a ser prevista na alínea *d)* do n.º 1 do artigo 529.º do Código do MVM.

⁹⁴ Para compreensão da posição do sócio aquando da fusão, DIOGO COSTA GONÇALVES, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 117-295.

operação de fusão consiste numa modificação profunda da estrutura de uma ou mais sociedades e, desta forma, o legislador consagrou um regime próprio, protector dos sócios que nela participam.

O processo de fusão implica uma “junção patrimonial mas também uma junção do substrato pessoal das sociedades envolvidas”⁹⁵, sendo que as novas relações de poder que daí possam advir são sempre aprovadas em assembleia geral de cada uma das sociedades envolvidas e, por essa razão, serão previamente conhecidas e aceites de modo expresso pelos accionistas das sociedades participantes. Veja-se que, por um lado, que no artigo 98.º do CSC se impõe a obrigação de fazer constar no projecto de fusão todos os documentos necessários e convenientes para o conhecimento da operação de fusão e, por outro lado, este deve ainda ser fiscalizado nos termos do artigo 99.º do CSC.

Do exposto resulta que a “obrigatoriedade de OPA não [é] afastável ou derogável por operação de fusão das sociedades em causa – a sociedade participante e a sociedade participada – a realizar posteriormente à ocorrência do facto constitutivo do dever de lançamento de OPA”⁹⁶.

XX. Inicialmente prevista no Código do MVM, no artigo 529.º, n.º 1, alínea c), como um dos casos susceptíveis de dispensa, esta seria mais tarde convertida em derrogação, prevista no artigo 528.º-A, n.º 1 alínea h) do mesmo diploma, em virtude da alteração realizada pelo já citado Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro.

Hoje, o artigo 189.º, n.º 1, alínea c) do CVM, estabelece que deve constar expressamente da deliberação da assembleia geral da sociedade emitente dos valores mobiliários⁹⁷ (em relação à qual a oferta seria dirigida), que, da operação de fusão,

⁹⁵ JULIANO FERREIRA, “Excepções ao Dever... cit., p. 205.

⁹⁶ JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Fusão de Sociedades, acordo de voto e obligatoriedade de OPA”, in *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Coimbra, Almedina, 2001, p. 48.

⁹⁷ JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Fusão de Sociedades... cit., pp. 49 e ss. e 57 e ss., chama a atenção para o facto de que “a teleologia e o sentido e fim da norma impõem que nela se abranja igualmente a ultrapassagem (de 1/3 ou de 1/2 dos direitos de voto) resultante da fusão de sociedades e acordo de voto contemporâneo ou concomitante, se da deliberação social contar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de OPA” (realçados do original). Segundo JOÃO CALVÃO DA SILVA, tal deve-se ao facto de o acordo parassocial integrar os documentos que constam do projecto do fusão do artigo 98.º, a submeter à deliberação dos sócios em assembleia geral (na qual devem estar presentes, pelo menos, accionistas que detenham acções correspondentes, no mínimo, a um terço do capital social, de acordo com o artigo 383.º, n.º 3 do CSC), que só pode aprovar por maioria qualificada de dois terços, nos termos do artigo 386.º, n.º 3 do CSC. Não se justifica, no entender de JOÃO CALVÃO DA SILVA, também neste caso, a OPA obrigatória, porquanto, havendo prejuízo dos sócios, a deliberação de fusão só pode ser executada depois de obtido o consentimento dos sócios prejudicados, nos termos do artigo 103.º, n.º 2 do CSC. Note-se que sem o consentimento destes sócios, a deliberação que aprova a fusão ser-lhes-á ineficaz, de acordo com o disposto no artigo 55.º do CSC.

resultaria o dever de lançamento de OPA. Juliano Ferreira⁹⁸ considera, no entanto que tal menção deve constar das deliberações sociais da assembleia geral de todas as sociedades participantes, com base na argumentação de que (i) a assembleia geral da nova sociedade resultante da fusão não poderá pronunciar-se por uma situação que a precede e, por outro lado, (ii) tomando em consideração “as situações em que o accionista que obterá, por via da fusão, o controlo da nova sociedade seja detentor de acções representativas do capital social de todas as sociedades participantes, pronunciando-se, por meio do exercício dos seus direitos de voto em assembleia geral, não apenas na sociedade onde os efeitos do surgimento do controlo se irão produzir, mas em todas”⁹⁹.

3.2. Suspensão da obrigação de lançamento

XXI. Ainda poderão existir situações em que, apesar de o facto constitutivo se ter verificado, o controlo que o sócio detém sobre a sociedade assume um carácter transitório, temporalmente curto e, por essa razão, a lei permite a suspensão da obrigação de lançamento da oferta, nos termos do disposto do artigo 190.º do CVM¹⁰⁰. Trata-se de uma derrogação, embora transitória e condicional, por a sua eficácia estar apenas dependente de comunicação escrita imediata à CMVM, com a concomitante assunção da obrigação de lhe pôr termo nos 120 dias subsequentes (deduzimos que a contar da comunicação). Estamos, desta forma, perante uma situação em que o sócio adquire o domínio sobre a sociedade, mas este é um “domínio fortuito”¹⁰¹. A comunicação escrita deve ter lugar imediatamente

⁹⁸ JULIANO FERREIRA, “Excepções ao Dever... cit., pp. 207 e 208.

⁹⁹ JULIANO FERREIRA, “Excepções ao Dever... cit., p. 208, considera existir um conflito de interesses entre o sócio que adquirirá a maioria e cada uma das sociedades em que o mesmo detenha uma participação social (não podendo pronunciar-se em cada uma delas, devido ao princípio geral do impedimento de voto quando exista conflito de interesses, disposto no artigo 251.º do CSC quanto à sociedade por quotas e com base na *ratio* subjacente ao artigo 384.º, n.º 6 que, no entanto, não prevê expressamente esta situação), como explica nas pp. 209 e 210.

¹⁰⁰ Também o *Takeover Code* prevê na nota 4 às *dispensations from rule 9*. que “[i]f, due to an inadvertent mistake, a person incurs in an obligation to make an offer under this Rule, the Panel will not normally require an offer if sufficient interests in shares are disposed of within a limited period to persons unconnected with him, so that the percentage of shares carrying voting rights in which the person, together with persons acting in concert with him, is interested is reduced to below 30% in a manner satisfactory to the Panel”. Na rule 9.7, é estabelecido que o *Takeover Panel* deve pois ser consultado quanto aos valores a ser alienados, e aplicará uma inibição ao exercício dos direitos de voto inerentes aos valores mobiliários a ser vendidos durante o processo de venda.

¹⁰¹ Expressão de PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 667.

após a ocorrência do facto constitutivo¹⁰². Denota-se que esta suspensão tem efeito imediato e automático¹⁰³. Por essa razão, não se exige que a CMVM autorize a suspensão¹⁰⁴, ou faça qualquer tipo de avaliação, sendo bastante a comunicação.

XXII. Pergunta-se então como pode o obrigado pôr termo à situação. O n.º 2 do artigo 190.º do CVM prevê que o interessado possa alienar valores mobiliários suficientes para que a percentagem dos direitos de voto que lhe seja imputada corresponda a um valor abaixo dos limiares relevantes para efeitos do artigo 187.º, n.º 1 da lei mobiliária. A alienação não pode ser realizada a sujeitos que com ele não tenham nenhuma das relações previstas no n.º 1 do artigo 20.º do CVM, para efeitos da suspensão – tal não irá, naturalmente, prejudicar a validade da venda, mas não levará a uma imputação diversa dos direitos de voto. Numa primeira leitura, pareceria ser necessário uma actuação do obrigado para pôr termo à situação, mas se pensarmos nos casos em que o prazo de uma opção de compra termina e esta caduca pelo seu não exercício, ou mesmo o terminar de vigência de um acordo parassocial, compreendemos que bastará o decurso do tempo e a não actuação (o exercício da opção no primeiro caso ou a renegociação do acordo, no segundo caso) do obrigado para pôr termo ao controlo conjuntural. A actuação pode, por exemplo, ser realizada por um dos sujeitos cujos direitos de voto sejam imputados ao obrigado, por força do artigo 20.º, por exemplo, por entes que com ele mantenha relações de domínio ou grupo.

¹⁰² O Regulamento intercalar da CMVM n.º 25/99 determinava no artigo 10.º que o beneficiário da suspensão deveria publicar de imediato um comunicado contendo certas informações: a identificação do interessado na suspensão, uma breve descrição da situação de facto que justificava a suspensão e a quantidade de valores mobiliários e direitos de voto que lhe coubessem, a par da indicação expressa dos direitos de voto inibidos. A disciplina do Regulamento n.º 10/2000 da CMVM, e do Regulamento intercalar da CMVM n.º 25/99 foi integrada no Regulamento da CMVM n.º 3/2006, também ele relativo às ofertas e emitentes, que veio incluir a mesma disciplina enunciada, com a mesma redação dos anteriores regulamentos, agora no artigo 16.º.

¹⁰³ Lembre-se que o Regulamento n.º 3/2006 da CMVM que, no artigo 17.º, à semelhança do revogado artigo 44.º do Regulamento n.º 10/2000 da CMVM, prevê que a comunicação pelo beneficiário da suspensão inclua (i) a sua identificação, (ii) uma breve descrição do facto que justifica a suspensão e (iii) a informação da quantidade de valores mobiliários por ele detido, directamente e indirectamente (ou seja, por imputação do artigo 20.º do CVM).

¹⁰⁴ Também esta excepção ao dever se encontra prevista no *Takeover Code*, na *rule* 9.7, prevendo-se, inclusivamente, a inibição dos direitos de voto, à semelhança do que o CVM veio a prever no artigo 190.º e 192.º.

A lei determina, como contrapartida do efeito imediato e automático da suspensão, a inibição dos direitos de voto de acordo com o disposto nos n.ºs 1, 3 e 4 do artigo 192.º do CVM (n.º 3 do artigo 190.º)¹⁰⁵.

Para Paulo Câmara¹⁰⁶, o artigo 190.º deve ser lido com cuidado, de forma a impedir a suspensão em cascata, ou seja, que após uma alienação realizada nos termos do artigo 190.º do CVM, o novo titular faça, também ele, uso da faculdade prevista neste preceito, por um lado, nem por força da boa-fé se permitir o exercício abusivo desta faculdade¹⁰⁷, por outro.

3.3. Substituição no cumprimento da obrigação de lançamento

XXIII. Esta possibilidade não era prevista na versão inicial do Código do MVM e não era aceite¹⁰⁸. Passou a ser contemplada depois da revisão do Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 Outubro, no artigo 528.º, n.º 5, daquele Código, mediante a reunião de dois requisitos: o terceiro que cumprisse “tinha de integrar o universo das pessoas cujos valores mobiliários eram contados como do oferente”, nos termos do artigo 530.º, n.º 1, do Código do MVM e as condições da oferta tinham de ser, no mínimo, as mesmas que seriam as da oferta do obrigado.

O actual artigo 191.º, n.º 2, do CVM determina que “a pessoa obrigada pode fazer-se substituir por outra no cumprimento do seu dever” de lançamento da OPA, não especificando se estes sujeitos substitutos deverão ou não integrar aqueles que com o obrigado estabelecem relações do artigo 20.º do CVM¹⁰⁹.

¹⁰⁵ Trata-se de um regime diferente do previsto no Reino Unido. Dispõe a *rule 9.7* do *Takeover Code* que, quando o *Panel* concorde com a disposição das acções em alternativa ao cumprimento da obrigação de lançamento da OPA, este deverá ser consultado quanto à quantidade a ser vendida e quanto à “aplicação” de restrições aos direitos de voto, durante a pendência da oferta, que sejam inerentes às acções que sejam objecto de interesse da pessoa, ou pessoas que com ele actuem em concertação.

¹⁰⁶ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., pp. 667 e ss.

¹⁰⁷ Também assim, JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Suspensão do dever... cit., p. 26.

¹⁰⁸ Destacando este aspecto, JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória...* cit., p. 369.

¹⁰⁹ No caso da OPA da *Tagus Holdings S.à r.l.* sobre a *Brisa – Auto-estradas de Portugal, S.A.* temos um excelente exemplo de uma substituição no cumprimento do dever. Segundo o disposto na p. 7 do Prospecto da Oferta, disponível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd24343.pdf>, o oferente actua em substituição dos obrigados (*AEIF Apollo S.à r.l.*, a *José de Mello Investimentos SGPS, S.A.*, a *José de Mello International S.à r.l.*), que no conjunto, por força de um acordo accionista entre eles celebrado (no qual também o substituto é parte), detêm 53,80% dos direitos de voto na sociedade visada, nos termos da alínea c) do n.º 1 do artigo 20.º do CVM. Aliás, a *Tagus Holdings S.à r.l.* não detinha, directamente, à data do Prospecto, nenhuma acção representativa do capital social da *Brisa – Auto-estradas de Portugal*.

Paulo Câmara¹¹⁰ entende que tem de existir uma declaração de substituição para a OPA lançada ter efeito extintivo quanto ao dever de lançamento do adquirente anterior, tal como acontece na sub-rogação voluntária do devedor, prevista no artigo 590.º do Código Civil (“CC”).

A questão da substituição do cumprimento é importantíssima para os grupos de sociedades, porque pode uma sociedade dependente ou dominada ser obrigada a lançar OPA em virtude do exercício de influência dominante ou de uma instrução¹¹¹ dada por uma outra sociedade, a qual irá adquirir o domínio sobre a sociedade visada pela OPA.

3.4. *Inexigibilidade da obrigação de lançamento*

XXIV. Existem certas situações em que, apesar da verificação do facto constitutivo, o estabelecimento da obrigação de lançamento da OPA não conduz à protecção dos interesses que se têm em vista quando se instituiu a obrigação de lançamento da OPA totalitária, que acima já referimos. Formalmente, a situação que se estudará, assemelha-se a uma dispensa, já que a sua eficácia depende do reconhecimento pela CMVM¹¹². Porém, trata-se de uma situação diferente.

A inexigibilidade do lançamento decorre do n.º 2 do artigo 187.º do CVM, que determina que “não é exigível o lançamento da oferta quando, ultrapassado o limite de um terço, a pessoa que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com esta em relação de grupo”. Consta-se pois que toda a figura assenta na definição do que seja “domínio” ou “controlo” para efeitos do Direito dos Instrumentos Financeiros e, por outro lado, do que se entenda para o mesmo efeito por “relação de grupo”. Disto nos ocuparemos imediatamente.

¹¹⁰ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 677.

¹¹¹ Entre outros limites, legais, estatutários e orgânicos, parece que a sobrevivência económica da sociedade subordinada constitui uma espécie de limite imanente ao poder de direcção da sociedade directora e, por conseguinte, também um limite ao direito que a esta assiste de dar instruções prejudiciais àquela sociedade. “O «interesse do grupo» é tratado sobretudo sob a perspectiva do limite que impõe ao direito de os administradores da sociedade directora darem instruções vinculantes aos administradores das sociedades subordinadas (art. 503.º/2) mas é visto também como critério positivo de actuação dos mesmos: funciona, na realidade, por um lado, como «limite imanente» ao poder de direcção e à obrigação de cumprimento das instruções emitidas pelos membros do órgão de administração da sociedade-mãe, e, por outro lado, como modelo de orientação e de avaliação da conduta dos administradores do grupo (e, porventura, de cada uma das sociedades que o compõem)” – ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades...* cit., p. 224, nota 720.

¹¹² MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória...” cit., p. 220.

Parte II: A dupla relevância das relações de domínio e de grupo para a obrigação de lançamento de OPA

1. Definição das relações de domínio e de grupo para efeitos do CVM

I. Para apurarmos dos conceitos de “relação de grupo” e de “domínio” no âmbito do Direito dos Instrumentos Financeiros, temos de recorrer ao artigo 21.º do CVM. Há que atender, no entanto, ao facto de que este preceito é regulado na lei mobiliária na sequência das regras de imputação de direitos de voto, na secção que dispõe sobre as participações qualificadas.

Também o CVM, a par do CSC, “não enquadra normativamente a transição da relação de domínio para uma relação fáctica de grupo, *i.e.*, a passagem da mera susceptibilidade de exercício de uma direcção unitária para o efectivo exercício dessa direcção, geradora do grupo de facto”¹¹³⁻¹¹⁴. O controlo nem sequer é o protagonista no que toca à regulação das “sociedades coligadas” do CSC, contrariamente ao que acontece noutros ordenamentos jurídicos que também têm um “Direito dos Grupos de Sociedades” (não nos referimos, naturalmente, a um ramo do Direito autónomo)¹¹⁵.

1.1. Relações de domínio

1.1.1. A comparação com o preceito do CSC – as semelhanças e as especificidades

II. O preceito do artigo 21.º, n.º 2, do CVM apresenta diversas semelhanças com o correspondente no CSC (artigo 486.º, n.º 2, do CSC), ao escolher o mesmo critério – o do poder *de exercício de uma influência dominante*¹¹⁶ – que este para determinar a existência de uma relação de domínio: estabelece presunções com o

¹¹³ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades...* cit., p. 32.

¹¹⁴ Um interessante estudo sobre os grupos de sociedades é o de JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES/THEODOR BAUMS/BLANAID J. CLARKE/PIERRE-HENRI CONAC/LUCA ENRIQUES/ANDRAS I. HANAK/JESPER LAU HANSEN/H. J. DE KLUIVER/VANESSA KNAPP/NOËLLE LENOIR/LEENA LINNAINMAA/STANISLAW SOLTYSINSKI/EDDY O. WYMEERSCH, *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, 2011, em especial, pp. 59-77, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1851654>, assumindo uma perspectiva comparatística do Direito das sociedades nos diversos países.

¹¹⁵ Neste sentido, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades...* cit., pp. 32-35, dando como exemplos os ordenamentos jurídicos alemão (modelo híbrido no que toca à opção entre o “princípio do facto” e o “princípio do contrato” como eixo central da regulação dos grupos de sociedades) e francês.

¹¹⁶ *Vide*, em especial, PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta... cit., pp. 541-571;

objectivo de auxiliar o intérprete no preenchimento do conceito indeterminado¹¹⁷. Como já tem sido evidenciado pela doutrina, a *influência dominante* é a capacidade ou potencialidade de impor a determinação da vontade juridicamente relevante¹¹⁸ de uma sociedade e, por essa razão, esta, porque se encontra dominada, não formula a sua vontade de forma autónoma¹¹⁹. A amplitude da influência deverá ser genérica, relativa à sociedade como um todo, não bastando, por isso, que a influência seja circunscrita a uma área individualizada de negócio ou a determinadas medidas¹²⁰. Não nos podemos esquecer que a sociedade-mãe dispõe do controlo e, tipicamente, desenvolve uma actividade económica em conjunto com as suas filiais¹²¹.

Embora não possa pressupor a possibilidade de o sócio dominante impor a sua vontade à sociedade dependente – pois tal só acontecerá nas relações de grupo – a influência dominante supõe que os comportamentos desta estejam, com grande probabilidade, de acordo com a influência exercida por aquele¹²². Para se verificar da existência de uma influência dominante, não se requer a sua duração estável (embora também não podendo ser meramente fortuita)¹²³, mas apenas consistência ou solidez¹²⁴. Este domínio tem de ser veiculado por instrumentos com carácter

¹¹⁷ Utilizando o mesmo o conceito “de influência dominante” para estabelecer as relações de domínio, importa tomar em conta toda a doutrina e jurisprudência nacional já produzida para a densificação do conceito.

¹¹⁸ A vontade juridicamente relevante de uma pessoa colectiva é determinada pelos órgãos sociais. Na sociedade aberta não é excepção e, por essa razão, a influência dominante juridicamente relevante é a que é exercida com carácter orgânico (JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2005, p. 469): a sociedade será dominada por quem “dominar o exercício dos direitos de voto, conducentes à formação da vontade juridicamente relevante dessa sociedade” (assim, PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta... cit., p. 550 e em “Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos”, in IVM, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra, Coimbra Editora, 2004, p. 334 [325–342]), sendo que “o direito de voto se domina através da legitimidade para o respectivo exercício de modo discricionário” (PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta... cit., p. 552, realçado no original). Este é o pensamento subjacente quer ao artigo 486.º do CSC, quer ao artigo 21.º do CVM, ao estabelecerem as presunções de influência dominante.

¹¹⁹ Noutra formulação, poder-se-á acompanhar ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades... cit.*, p. 37, que define desta forma: “de modo incisivo: «influência dominante» traduz a susceptibilidade de exercício de uma direcção unitária das sociedades controladas que, obtendo eficiência operativa, tenderá a originar um grupo de facto”.

¹²⁰ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades... cit.*, p. 465.

¹²¹ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades... cit.*, p. 113.

¹²² Vai neste sentido a explicação de CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação dos Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, in *Cadernos de Direito dos Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril de 2000, p. 174 [161–192], disponível em <http://www.cmvm.pt>.

¹²³ Repare-se que para estes casos, encontra-se prevista, inclusivamente, a suspensão do dever de lançamento, nos termos do artigo 190.º do CVM.

¹²⁴ Neste sentido, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação dos Direitos de Voto... cit.”, p. 176 e JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades... cit.*, p. 456.

jurídico-societário¹²⁵, por ser uma ilação que se retira das presunções estabelecidas, tanto no artigo 486.º, n.º 2, do CSC, como no n.º 2 do artigo 21.º do CVM¹²⁶. Desta forma, mantém-se de fora do âmbito de aplicação do artigo a influência dominante exercida através de outros instrumentos, que não jurídico-societários, sendo irrelevantes para efeitos do CVM.

III. No entanto, há algumas diferenças a sublinhar entre os preceitos, como faz Osório de Castro¹²⁷. Antes de mais, o domínio pode ser exercido, para efeitos do CVM, por qualquer pessoa. Do lado activo, exige-se que seja um sujeito jurídico que possa exercer uma influência dominante em duas ou mais sociedades. Existe um alargamento subjectivo, podendo agora, no âmbito do CVM, o domínio ser exercido por pessoas singulares, outras pessoas colectivas sediadas no estrangeiro, já nem se exigindo que as pessoas colectivas assumam a forma de sociedade comercial. Recorde-se que, para efeitos do CSC, o controlo só poderia ser exercido por uma sociedade do tipo previsto no disposto no artigo 481.º, n.º 1 daquele diploma. Já do lado passivo, qualquer pessoa poderá ser objecto do controlo para efeitos do Direito dos grupos, tendo apenas de ser organizada economicamente. Por outro lado, para as relações de domínio é irrelevante a localização do domicílio¹²⁸ ou sede do sujeito do lado activo, o que não acontece no CSC.

¹²⁵ Os instrumentos da influência dominante são, como explica JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades...* cit., p. 483: (i) instrumentos de natureza societária (v.g. participações de capital, direitos de voto, cláusulas estatutárias); (ii) de natureza contratual (v.g. contratos *joint-venture*, contratos de direito comercial e civil comum, contratos parassocietários); ou (iii) de natureza fática (v.g. puras relações de dependência económica entre empresas, uniões pessoais entre estruturas accionistas ou outros órgãos).

¹²⁶ A propósito, VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos... cit., p. 731, onde considera que poderão existir duas perspectivas de influência dominante: (i) a que designamos de *individualizada* – influência que cada um dos accionistas pode exercer sobre cada um dos direitos de voto, nos termos das *vias de conexão* que são enunciadas no n.º 1 do artigo 20.º do CVM; e (ii) aquela que designamos de *global* – influência que as situações referidas em (i) podem ter em outras, “medida por consideração global da posição que o participante em causa assume perante a sociedade em cujo capital participa, não já voto a voto, mas considerando a vontade colectiva correspondente às deliberações que a assembleia geral desta colegialmente tome”. Para VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, *idem*, a lei refere-se à primeira perspectiva no n.º 2 do artigo 21.º e na definição dos limiares mínimos do 187.º, n.º 1 do CVM, enquanto, por outro lado, se refere à segunda nos artigos 21.º, n.º 1, 187.º, n.ºs 2 e 3 do CVM.

¹²⁷ CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação dos Direitos de Voto... cit., p. 172.

¹²⁸ Nota JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação dos direitos de voto no mercado de capitais*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010, p. 136, nota 146, que a referência a o domicílio no artigo 21.º, n.º 1 se justifica por o exercício de uma influência dominante poder ser exercida por uma pessoa singular.

IV. Depois, cumpre notar que as alíneas não têm total correspondência. Enquanto no n.º 2 do artigo 486.º, do CSC se presume que uma sociedade é dependente de outra quando esta detenha uma participação maioritária no capital [alínea *a*)], disponha de mais de metade dos votos [alínea *b*)], tenha possibilidade de designar mais de metade dos membros do órgão de administração ou do órgão de fiscalização [alínea *c*)], já no n.º 2 do artigo 21.º do CVM¹²⁹ altera-se, pelo menos, um dos critérios. Assim, dispõe o n.º 2 do citado preceito que existe em qualquer caso relação de domínio quando uma pessoa: “*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”.

A mera alteração das alíneas, não iria, à partida, alterar o conceito de influência dominante, uma vez que o legislador estabeleceu as presunções como critérios norteadores da densificação desse conceito indeterminado. Porém, agora defrontamo-nos com uma nova realidade: a de, ao abrigo do artigo 21.º, n.º 2, do CVM, estarem consagradas presunções de *iuris et de iure*. É que ao contrário do CSC, onde, para efeitos da determinação da relação de domínio, o critério é sempre o da possibilidade de exercício da influência dominante, numa primeira leitura, parece que “o domínio não se funda aqui [no CVM] na possibilidade de exercer uma influência dominante, *mas no facto puro e simples da detenção da maioria dos votos*”¹³⁰.

¹²⁹ Estes critérios do artigo 21.º têm correspondência com o artigo 8.º, n.º 2, da Directiva 88/627/CEE, publicada no JO n.º L 348/62, de 12 de Dezembro de 1988. Actualmente a Directiva 2004/109/CE, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emittentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação em mercado regulamentado, publicada no JO n.º L 390/47, de 31.12.2004, na redação conferida pela Directiva 2013/50/EU, de 22 de Outubro de 2013, estabelece no artigo 10.º que “[o]s requisitos de notificação definidos nos n.ºs 1 e 2 do artigo 9.º são igualmente aplicáveis às pessoas singulares ou colectivas que possam adquirir, alienar ou exercer direitos de voto em qualquer dos seguintes casos ou através de uma combinação dos mesmos: *e*) Direitos de voto detidos, ou que possam ser exercidos na aceção das alíneas *a*) a *d*), por uma empresa controlada por essa pessoa singular ou colectiva; (...).” No artigo 2.º, n.º 1, onde procede às correspondentes definições, define, na alínea *f*) “Empresa controlada”: uma empresa: *i*) Na qual uma pessoa singular ou colectiva dispõe da maioria dos direitos de voto; ou *ii*) Relativamente à qual uma pessoa singular ou colectiva tem o direito de nomear ou destituir a maioria dos membros dos órgãos de administração, gestão ou fiscalização, sendo ao mesmo tempo accionista, ou membro, da empresa em questão; ou *iii*) Relativamente à qual uma pessoa singular ou colectiva é um accionista ou membro e controla por si só a maioria dos direitos de voto dos accionistas ou membros, respectivamente, por força de um acordo celebrado com outros accionistas ou membros da empresa em questão; ou *iv*) Sobre a qual uma pessoa singular ou colectiva tem poder para exercer, ou exerce efectivamente, influência dominante ou controlo”.

¹³⁰ CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação dos Direitos de Voto... cit., p. 178.

V. O artigo 486.º, n.º 1, do CSC permite que a influência dominante seja exercida de forma indirecta, *i.e.*, sem o dominante deter participações sociais na sociedade dominada¹³¹. Por outro lado, fora dos casos em que se acumula o domínio directo com o domínio indirecto e daqueles que existe uma coordenação (segura) das influências distintas entre titulares de domínios¹³², apenas uma poderá ser dominante – o conceito de domínio pressupõe a exclusividade, sendo avesso ao duplo controlo sobre a mesma sociedade, quando não coordenado. Porém, no artigo 21.º, n.º 1, do CVM, parece permitir-se o domínio plurisubjectivo¹³³, o que teremos de apreciar com atenção, principalmente, quando tratarmos da inexigibilidade de lançamento da oferta universal, que mais à frente estudaremos.

1.1.2. O critério material mitigado por critérios formais rígidos. Concretização do conceito de influência dominante para efeitos do CVM

VI. Como já se disse, para auxiliar o intérprete no preenchimento do conceito de influência dominante, o legislador mobiliário estabeleceu três critérios rígidos, que constituem presunções inilidíveis de domínio, para efeitos do CVM. Vejamos cada um dos critérios adoptados pelo legislador, começando pelas semelhanças existentes entre estes: pelas alíneas *a)* e *c)* do n.º 2 do artigo 21.º do CVM, que à vista desarmada aparentam ser semelhantes às consagradas nas alíneas *b)* e *c)* do artigo 486.º, n.º 2, do CSC.

A alínea *a)* do n.º 2 do artigo 21.º, do CVM determina assim que existirá “em qualquer caso”, uma relação de domínio quando um sujeito *disponha* da maioria dos direitos de voto¹³⁴. A primeira questão que ressalta é justamente a de saber

¹³¹ É que, como explica PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta... cit., p. 555, “nem o domínio necessita de detenção de grandes blocos de acções, nem a detenção de grandes blocos de acções garante o domínio”. Aquele que domina a sociedade pode nem sequer deter um único direito de voto, mas, mesmo assim, por exemplo, através de instruções, determinar a vontade juridicamente relevante da sociedade.

¹³² Nesta situação existe domínio plurisubjectivo. São exemplos desta modalidade de domínio, as situações fundadas com base em contratos de grupo paritário (com órgão comum ou não) e em sociedades cujo controlo conjunto seja estruturado na base de acordos parassociais. Tratam-se de situações onde, tipicamente, existem (i) administradores comuns, (ii) uniões pessoais, reuniões e consultas entre titulares de órgãos de administração, (iii) detenção recíproca de participações sociais, e (iv) a criação de uma empresa comum – *joint venture*.

¹³³ Assim, na lei mobiliária existe a consagração de situações em que se considera existir uma influência dominante, independentemente da sua existência efectiva, e por isso afirmamos a susceptibilidade de a existência de influência dominante plurisubjectiva, para efeitos do CVM, num conjunto de situações muito mais alargado.

¹³⁴ Não instituindo uma presunção inilidível, e utilizando uma formulação diferente, a alínea *b)* do n.º 2 do artigo 486.º do CSC determina que “uma sociedade é dependente de outra se esta, directa ou indirectamente (...) dispõe de mais de metade dos votos”.

como se processa a imputação dos direitos de voto para efeitos desta alínea. Se se recorresse ao artigo 20.º, atendendo ao elemento sistemático da interpretação, estar-se-ia a tornar como objecto de uma presunção inilidível todo o resultado da imputação realizada com recurso às alíneas nele previstas, porquanto foi com base naquelas que se determinou a obrigação de lançamento de uma OPA, nos termos do artigo 187.º, n.º 1, através da remissão para aquele preceito¹³⁵. Por outro lado, não podemos descurar que, embora o artigo 20.º apenas se aplique a sociedades abertas, o artigo 21.º se aplica também às sociedades fechadas. Temos, pois, de recorrer ao artigo 483.º, n.º 2, do CSC, que tem, desta forma, um âmbito mais alargado. Carlos Osório de Castro¹³⁶, chama a atenção para que na detenção dos direitos de voto, não é necessário verificar se estes podem ou não ser efectivamente exercidos, nem sequer se estes são ou não susceptíveis conferir uma influência dominante sobre a sociedade em causa. O raciocínio é o inverso: se existir a detenção formal dos direitos de voto, então estaremos perante uma influência dominante. Este pensamento deve-se ao facto de na alínea *b*) do n.º 2 do artigo 21.º já se encontrar prevista o exercício de direitos de voto através de acordo parassocial¹³⁷.

A alínea *c*) do n.º 2 do artigo 21.º do CVM, à semelhança do que dispõe a alínea *d*) do n.º 2 do artigo 486.º do CSC, consagra o critério da nomeação e destituição da maioria dos titulares dos órgãos de administração ou de fiscalização para a apurar da existência de uma influência dominante¹³⁸. Por outro lado, o CSC

¹³⁵ Chamando a atenção para este aspecto, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação dos Direitos de Voto... cit., p. 179.

¹³⁶ Por esta razão, para a imputação, não contarão os votos que estejam suspensos (*e.g.* acções próprias) – o critério é o da privação. Já no que toca às inibições legais ou contratuais, estas serão irrelevantes e, como tal, tais votos serão imputados na participação do sócio (*cf.* neste sentido, o disposto no artigo 187.º, n.º 5, do CVM, a propósito das inibições do artigo 192.º do mesmo diploma). Também assim, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação dos Direitos de Voto... cit., p. 182. Para ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, “Sociedades Abertas”, in IVM, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. XI, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, p. 17 [9–49], a relação de domínio não se verificará de modo automático “se os estatutos limitarem o número de votos de que o participante possa dispor de forma a impedir o exercício da maioria dos votos (art. 384.º, n.º 2, al *b*), do CSC), à semelhança da presunção de *iuris tantum* do art. 486.º, n.º 2, do CSC”, por interpretar aquele artigo como relativo aos “votos possíveis”.

¹³⁷ Assim, JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação dos direitos...* cit., p. 139.

¹³⁸ Note-se mais uma vez que, ao contrário do disposto na lei das sociedades comerciais – onde as presunções são ilidíveis –, na lei mobiliária, quando um sujeito tenha o poder de nomear ou destituir a maioria de qualquer um dos órgãos de uma sociedade, será inilidivelmente considerado como capaz de exercer uma influência dominante.

Deve atender-se a uma outra questão, ainda em sede da designação dos titulares dos órgãos da sociedade, que é aquela em que o sócio detém o poder, não de nomear ou de destituir, mas de *vetar* as propostas de nomeação dos titulares. Destacando desde já que existência de influência dominante

apenas se refere à possibilidade de *designar* a maioria dos titulares daqueles órgãos, enquanto o CVM alude aos poderes de *nomear* ou de *destituir*¹³⁹, o que contribuirá para aumentar os sujeitos com capacidade de exercer a influência dominante. Esta alínea *c*) acaba por ser muito relevante, para efeitos do disposto no artigo 187.º, n.º 3, *b*)¹⁴⁰, porquanto, repare-se, é a alínea que faltou tratar na consumpção já realizada no âmbito do n.º 1 do artigo 187.º do CVM, para determinar a existência do dever de lançamento¹⁴¹.

VII. Da comparação entre as alíneas *a*) do n.º 2 do artigo 486.º do CSC e *b*) n.º 2 do artigo 21.º do CVM, resulta que o critério da detenção de uma participação maioritária no capital do CSC foi substituído, para efeitos do CVM, pelo critério do exercício da maioria dos direitos de voto, nos termos de um acordo parassocial. Para a compreensão do significado desta alteração, segundo Vítor Pereira das Neves¹⁴², é necessário entender o que pretendeu a lei com o estabelecimento desta alínea, comparando-a com o disposto no artigo 20.º, n.º 1, *c*), do CVM – onde se encontra preenchido o requisito com o exercício do mero controlo negativo –, pois esta ainda é subsumível aos “acordos para o exercício de direitos de voto”. Assim, o efeito útil a retirar do artigo 21.º, n.º 2, *b*), é o de ser imprescindível o *exercício efectivo* dos direitos de voto, nos termos do acordo social, para se verificar o preenchimento da presunção estabelecida.

1.2. Relações de grupo – remissão para os artigos do CSC. Irrelevância da localização da sociedade

VIII. Dispõe o artigo 21.º, n.º 3, do CVM que as relações de grupo são, para efeitos do Direito dos Instrumentos Financeiros, as mesmas que como tal são qualificadas pelo CSC (nos artigos 488.º e ss.), com a particularidade de ser

deve ser apurada casuisticamente, parece-nos que este poder garante ao sócio em questão que só pessoas da sua confiança irão integrar os órgãos daquela sociedade, o que constitui um índice de verificação de uma influência dominante.

¹³⁹ Por isso, discordamos de PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta... cit., p. 555, quando afirma: “como pode controlar-se a administração se não for através do exercício dos direitos de voto, que permitem escolhê-la? Simples: não pode”. Parece que, afinal, é possível, através da detenção do poder para a qualquer momento a destituir.

¹⁴⁰ Como nota PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta... cit., pp. 562 e ss., este artigo 187.º, n.º 3, *b*), a par do artigo 20.º, n.º 1, *h*), constituem os preceitos que referência directa fazem ao conceito de domínio/influência dominante.

¹⁴¹ PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta... cit., p. 662.

¹⁴² VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos... cit., p. 735.

indiferente as respectivas sedes se situarem em Portugal ou no estrangeiro¹⁴³, ou seja, traduzindo-se numa ampliação espacial determinada pela norma. Mais uma vez, estamos em condições de invocar no âmbito do Direito dos Instrumentos Financeiros, toda a doutrina estudada a propósito dos Grupos de Sociedades.

Assim, tal como acontece no âmbito do CSC, e acompanhando Ana Perestrelo de Oliveira¹⁴⁴, “o grupo aparece como uma unidade económica, capaz de justificar um tratamento unitário das sociedades que o integram¹⁴⁵: assente no controlo, ao qual acresce um conjunto importante de factores, o grupo apresenta-se como realidade económica própria, dotado de uma gestão unitária e coordenada – seja num plano vertical ou horizontal –, ficando a cargo dos administradores da cúpula a tarefa de integração das sociedades envolvidas”. Porém, o nosso legislador, ao consagrar o regime jurídico dos grupos, decidiu-se pela regulação com base na natureza do instrumento jurídico-societário utilizado para a constituição ou organização do grupo e não pela existência de um conjunto de sociedades que se encontram submetidas a uma direcção unitária exercida por uma outra, independentemente do instrumento utilizado¹⁴⁶.

IX. O controlo pode ser exercido através de diversos instrumentos, desde contratuais (institucionais ou económicos), controlo de facto, exercício de uma direcção unitária, ou em relações horizontais. As relações de grupo juridicamente relevantes estabelecidas pelo legislador são pois, apenas, as estabelecidas através de um contrato¹⁴⁷ (paritário, previsto no artigo 492.º do CSC, ou de subordinação, reflectido nos artigos 493.º a 508.º do mesmo diploma) e as relações de domínio

¹⁴³ Contrariamente ao que dispõe o artigo 481.º do CSC, que determina que o Título das Sociedades Coligadas apenas se aplicará às sociedades com sede em Portugal, fora o caso da sociedade com sede no estrangeiro que, segundo critérios estabelecidos pelo Código, seja considerada dominante de uma sociedade com sede em Portugal.

¹⁴⁴ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades...* cit., p. 140.

¹⁴⁵ Repare-se que o novo regime da concorrência, constante da Lei n.º 19/2012, de 8 de Maio, prevê, no n.º 2 do artigo 3.º, para efeitos daquele diploma, um conceito de empresa, que integra, para além do n.º 1 do artigo 3.º, “o conjunto de empresas que, embora juridicamente distintas, constituem uma unidade económica ou mantêm entre si laços de interdependência decorrentes, nomeadamente: a) de uma participação maioritária no capital; b) da detenção de mais de metade dos votos atribuídos pela detenção de participações sociais; c) da possibilidade de designar mais de metade dos membros do órgão de administração ou de fiscalização; d) do poder de gerir os respetivos negócios”.

¹⁴⁶ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades...* cit., p. 609.

¹⁴⁷ Contratos de grupo paritário (com órgão comum ou não) e sociedades cujo controlo conjunto seja estruturado na base de acordos parassociais, tratam-se de negócios jurídicos através dos quais duas ou mais sociedades independentes uma das outras se submetem a uma direcção unitária e comum.

total, quer domínio total inicial (previsto no artigo 488.º do CSC), quer superveniente (contemplado no artigo 489.º), relações puramente orgânicas, que se baseiam na estrutura accionista.

Como sabemos, a direcção de um grupo é realizada através de uma série de tarefas de gestão que caberá aos administradores, os quais dispõem de um instrumento essencial: as instruções vinculativas¹⁴⁸, reguladas a propósito do contrato de subordinação, no artigo 503.º do CSC. Estas disposições serão, no entanto, aplicáveis às relações de domínio total, por força do disposto no artigo 491.º daquele diploma. Desta forma, “a direcção unitária implica um *quid pluris* relativamente ao simples controlo (ou influência dominante), este legitima *de facto* – se não também *de jure* – um poder de direcção unitária das sociedades coligadas (...)”¹⁴⁹.

2. *Peso das relações de domínio e de grupo na constituição da obrigação de lançamento – relações entre o obrigado e terceiro*

X. Já na Directiva 2004/25/CE, relativa às Ofertas Públicas de Aquisição, no artigo 5.º, n.º 3, se fazia a ligação entre o domínio e a constituição da obrigação de lançamento da oferta pública de aquisição. O considerando n.º 9 da referida XIII Directiva determina que os Estados-membros deverão, com vista a proteger os titulares de posições minoritárias, aquando da mudança de controlo das sociedades, impor ao “adquirente que assumiu o controlo de uma sociedade (...) [o] dever de lançar uma oferta a todos os titulares de valores mobiliários, tendo em vista a aquisição da totalidade das respectivas participações a um preço equitativo (...)”. No entanto, como já referimos, a Directiva não define o que se deva entender por controlo, remetendo para a legislação dos Estados Membros o modo de cálculo e o quantitativo dos direitos de voto, no artigo 5.º, n.º 3¹⁵⁰, nem tão pouco determina o que são as partes que com ele agem em concertação (artigo 5.º, n.º 1)¹⁵¹.

¹⁴⁸ Adoptamos o conceito de “instrução” de JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades...* cit., p. 724: “por instrução dever-se-á aqui entender toda a declaração de vontade expressa ou tácita, emitida pela sociedade directora ao órgão da administração da sociedade subordinada e através da qual a primeira determina de modo vinculativo a gestão social da última”.

¹⁴⁹ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades...* cit., p. 28, e em “OPA obrigatória...” cit., p. 609.

¹⁵⁰ PAULA COSTA E SILVA, “A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição”, in IVM, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VII, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, p. 406 [403-441].

¹⁵¹ Criticando especialmente este aspecto, THOMAS PAPADOPOULOS, “The Mandatory...” cit., pp. 527 e 528, num estudo em que questiona os fundamentos da OPA obrigatória, ao confrontar as mais-valias resultantes das concentrações de empresa com a protecção dos investidores, que é conferida pela constituição de um dever de OPA.

XI. O legislador nacional, respeitando a XIII Directiva, forneceu-nos o critério dos direitos de voto, instituindo certos limites. Para aferir dos direitos de voto que cabem a cada participante na sociedade, determinando as partes que com cada accionista agem em concertação, estabeleceu critérios formais, imputando os votos de uns accionistas noutros. A razão da utilização desta técnica funda-se, segundo Paula Costa e Silva¹⁵², na necessidade de “atingir o controlo real e efectivo de uma sociedade aberta”, por forma a determinar quem pode controlar o sentido do exercício do direito de voto, uma vez que poderão existir situações de dissociação entre a titularidade da participação social e dos direitos de voto inerente e noutros casos, poderão haver situações de voto condicionado.

2.1. *Tripla função da imputação dos direitos de voto.*

XII. Como já sabemos, estabelece o artigo 187.º, n.º 1, do CVM, que a quem ultrapassar directamente, ou por força da imputação dos direitos de voto segundo os critérios do artigo 20.º, os limites de um terço ou metade dos direitos correspondentes ao capital social, fica constituído na obrigação de lançamento da OPA totalitária.

Não ultrapassando o próprio participante na sociedade, com os direitos de voto inerentes à sua participação social, o limiar estabelecido pelo legislador, que o constituiria imediatamente na obrigação de lançar uma OPA universal, terá ainda de se verificar se esses direitos de voto, cumulados com os que lhe são imputados indirectamente – “segundo os critérios do artigo 20.º” – ultrapassam as fasquias enunciadas. O artigo 20.º do CVM, imputando os direitos de voto nas participações sociais, determinando, desta forma, quais são as participações qualificadas¹⁵³, acaba por desempenhar um papel relevante para diversos efeitos no âmbito do Direito dos Instrumentos Financeiros.

XIII. A tripla funcionalidade do artigo 20.º para efeitos do Direito dos Instrumentos Financeiros foi destacada por João Silva Soares¹⁵⁴.

Diferentes eram as coisas no tempo do Código do MVM, onde havia um critério de imputação para efeitos do dever de comunicação de participações

¹⁵² PAULA COSTA E SILVA, “A Imputação de Direitos de Voto... cit., p. 407.

¹⁵³ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades...* cit., vol. II, p. 624, define uma participação qualificada como aquela que “contenha um predicado que lhe acarrete a aplicação de um regime diferenciado, regime esse que se venha a aditar ao que resultaria de uma participação comum”.

¹⁵⁴ JOÃO SOARES DA SILVA, “Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários”, in *Cadernos de Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 26, 2007, p. 58 [47-58].

qualificadas, à época, denominada de “participação importante” (artigo 346.º) e outro para a determinação dos valores contados como pertencentes ao oferente, que originavam a obrigação de lançamento de OPA (artigo 530.º). Ou seja, nesta altura não existiam os problemas que se verificam hoje, derivados da técnica escolhida pelo legislador para definir o âmbito subjectivo do dever de lançamento da OPA.

2.1.1. Gênesis do sistema de imputação: Imputação para constituição dos deveres de informação – o *Takeover Code* e Directiva da Transparência (88/627/CEE)

XIV. A feitura do artigo 20.º do CVM baseou-se na Directiva 88/627/CEE¹⁵⁵, a Directiva da Transparência, que a qual também realizava uma imputação de direito de votos, desta feita, para a constituição de um dever de comunicação de informações. De entre os vários critérios, foram também tidas em conta as relações fundadas no controlo e, desta forma, estabeleceu-se no artigo 7.º, segundo travessão, que, para determinar se uma pessoa reunia 10% ou mais dos direitos de voto (sendo constituído na sua esfera jurídica um dever de comunicação), seria conveniente “equiparar os direitos de voto que detenha com os direitos de voto detidos pelas empresas controladas por essa pessoa ou entidade”. O artigo 8.º da Directiva estabelecia então que se entendia por “empresa controlada”, “qualquer empresa em que uma pessoa física ou uma entidade jurídica” detivesse a maioria dos direitos de voto [alínea a)]; ou tivesse o direito a nomear ou destituir a maioria dos membros dos membros do órgão de administração, direcção ou fiscalização sendo simultaneamente sócio da empresa [alínea b)]; ou sendo sócio, por fora do acordo celebrado com outros sócios da mesma empresa, tenha o controlo exclusivo da maioria dos direitos de voto [alínea c)]. Como nota Mattamouros Resende¹⁵⁶, a Directiva da Transparência «registra duas diferenças significativas em relação ao CVM. Enquanto este diploma define a relação de domínio com recurso ao conceito indeterminado de “influência dominante”, o direito comunitário apenas conclui pela existência de uma “empresa controlada” quando se verifique alguma das três situações *taxativamente* previstas no seu n.º 1 do artigo 8.º».

Uma vez que a imputação de votos é realizada para a constituição de um dever de comunicação de participações, promovendo a informação completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita ao mercado (recorde-se o artigo 7.º

¹⁵⁵ Para um excuro histórico sobre a origem das regras de imputação, *vide* PAULA COSTA E SILVA, “A Imputação de Direitos de Voto... cit., pp. 408-413, onde PAULA COSTA E SILVA chama a atenção para o facto de as regras de imputação terem sido constituídas inicialmente para efeitos da constituição de obrigações de informação.

¹⁵⁶ JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação dos direitos...* cit., p. 132.

do CVM) e impedindo a situação de assimetrias de informação, tem em vista imputar a um sujeito todos os votos que são *susceptíveis* de ele controlar. É por isso que o artigo 20.º surge, no CVM, no Capítulo IV (sobre sociedades abertas), na Secção II – aquela que é dedicada às participações qualificadas, logo após a consagração dos deveres de comunicação das participações, definidos nos artigos 16.º e 17.º.

2.1.2. Imputação para constituição da obrigação de lançamento da OPA

XV. Por outro lado, o sistema de imputação importa ainda à constituição da obrigação de lançamento de OPA. Ou seja, “o núcleo da regulamentação jus-mobiliária vigente está construído com base no conceito de participações qualificadas, de carácter marcadamente rígido”¹⁵⁷. Estabelece o artigo 187.º, n.º 1, do CVM, que a quem ultrapassar directamente, ou por força da imputação dos direitos de voto segundo os critérios do artigo 20.º, os limites de um terço ou metade dos direitos correspondentes ao capital social, fica constituído na obrigação de lançamento da OPA totalitária – pois, como vimos, são situações onde tendencialmente foi adquirido o controlo por parte do participante¹⁵⁸. O objectivo desta imputação segundo os critérios do artigo 20.º parece ser o de integrar o controlo dos direitos de voto que possa ser realizado de modo indirecto pelo do participante. Ou seja, para aplicação do artigo 187.º, n.º 1, do CVM, integram na participação de um sócio, para efeitos da ultrapassagem dos limites de um terço e metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade e a concomitante constituição do dever de lançamento de OPA sobre os valores mobiliários dessa sociedade, os direitos de voto detidos por qualquer sociedade que com esse sócio se encontre em relação de domínio e ou de grupo.

Assim, o mesmo sistema de imputação de votos, não obstante ter sido desenhado para outros efeitos – o da constituição dos deveres de comunicação das participações qualificadas –, e, por essa razão, ser um sistema de imputação baseado em critérios mais rígidos, formais, deve também ser utilizado para imputar ao participante os direitos de voto que o levem a ver na sua esfera jurídica constituído o dever de lançamento de OPA.

XVI. O comando do legislador para a aplicação do mesmo preceito a situações que carecem de uma identidade de razões ou de fundamento comum, leva a que seja possível a verificação de casos em que, ao se aplicarem as regras

¹⁵⁷ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades...* cit., p. 31

¹⁵⁸ Mesmo quando a sociedade já era previamente controlada, pois, como nota ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em “OPA obrigatória... cit., p. 601, “o controlo não é todo qualitativamente idêntico”.

instituídas para efeitos de transparência às situações de constituição da obrigação da oferta universal, cheguemos à conclusão de que se excederam os fundamentos justificativos de constituição daquela obrigação de lançamento. Por outro lado, concluiremos que existem outras situações onde, verificados aqueles fundamentos, a disciplina não estabelecesse tal obrigação¹⁵⁹. Por essa razão, atendendo à *ratio* do artigo 187.º n.º 1 do CVM, a imputação de votos para efeitos da obrigação de lançamento de OPA deve ser aquela que tem em vista imputar a um sujeito todos os votos que são susceptíveis de ele *efectivamente* controlar. Isto vai contra aquilo que a lei determina, porque esta parece imputar votos ao participante, mesmo quando este não tem possibilidade de os influenciar. Para Paula Costa e Silva¹⁶⁰, pode haver aqui uma “intenção inconfessada do legislador: a de impedir que em torno da imputação surjam litígios, cuja apreciação carecia de prova e de resolução por meio de decisão fundamentada”. Porém, parece que a obrigação de lançamento se traduz num encargo demasiado oneroso, não podendo ser imposto a um participante numa sociedade aberta que não domina a sociedade, porque não controla efectivamente os instrumentos que lhe permitiriam esse domínio.

XVII. Num dos critérios do artigo 20.º, n.º 1, para efeitos de imputação dos direitos de voto, encontram-se, como já verificámos, as relações de domínio e de grupo. Assim, na alínea *b*) do n.º 1 daquele preceito, prevê-se que “no cômputo das participações qualificadas consideram-se, além dos inerentes às acções de que o participante tenha titularidade ou usufruto, os direitos de voto: (...) *b*) detidos por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo”¹⁶¹.

¹⁵⁹ No mesmo sentido, JOÃO SOARES DA SILVA, “Algumas Observações... cit., pp. 53 (realçados no original), afirma que “[é] sistemicamente tolerável, em termos gerais, o risco de que as ficções utilizadas para efeitos de obrigação de divulgação de participação venham a *pecar por excesso*, gerando dever de divulgação onde a susceptibilidade de influência dos direitos de voto não seja nítida ou possa até em concreto não existir; Ao invés, a gravidade das consequências impõe firmeza do intérprete para que tal excesso não possa ocorrer na determinação da existência de dever de lançamento de oferta pública. Este dever pode certamente prescindir (é o intuito primário da técnica escolhida) da demonstração da existência de controlo dos votos em causa, ou mesmo até da efectiva existência desse controlo, mas não pode constituir-se *independentemente de uma real e efectiva susceptibilidade dele*” (realçado nosso).

¹⁶⁰ PAULA COSTA E SILVA, “A Imputação de Direitos de Voto... cit., p. 439.

¹⁶¹ No âmbito do Código do MVM estabelecia-se (à semelhança do *Takeover Code*) o critério da actuação em concertação no artigo 525.º, n.º 1, alínea *d*), instituindo-se depois, no n.º 2, presunções de actuação em concertação. Para efeitos do nosso estudo, são de destacar as alíneas *c*) e *d*) desse n.º 2, porque relativas às relações de domínio e de grupo. Estas relações eram relevantes para a determinação dos “valores contados como do oferente”, regulados no artigo 530.º, que remetia para estas alíneas através da alínea *b*) do n.º 1, para efeitos de imputação de direitos de voto, por forma a determinar a constituição da obrigação de lançamento da OPA.

Assim, as relações de grupo e de domínio que previamente analisámos, terão aqui aplicabilidade para efeitos da constituição da obrigação de lançamento de uma oferta universal. Mais adiante analisaremos as consequências dessa aplicação.

2.1.3. Imputação para efeitos jurídicos acessórios ou subsequentes – em especial a relevância das relações de grupo para o regime da contrapartida mínima

XVIII. Ainda existe mais um conjunto de situações nas quais o artigo 20.º do CVM pode ter influência. São efeitos jurídicos acessórios de determinados institutos, ou que têm lugar por consequência destes. Para ilustrar esta situação, tomemos como exemplo dois efeitos jurídicos que se encontram intimamente conectados com o tema que temos vindo a desenvolver. Relativamente ao artigo 20.º, há que atender à sua formulação relacional, ou seja, distinguir, no âmbito deste terceiro nível de imputação, os casos das “pessoas a respeito das quais a causa de imputação ao participante/oferente seja predominantemente subjectiva, devendo entender-se não serem esses efeitos jurídicos aplicáveis, por regra” e os “casos em que a imputação é predominantemente objectiva, isto é, versa apenas sobre certos e específicos direitos de voto, com independência da identidade de quem os detenha”¹⁶². Para João Silva Soares¹⁶³, no primeiro caso, estarão as alíneas *c*) e *h*) do n.º 1 do artigo. 20.º e, talvez, as alíneas *b*) e *d*), sendo necessário aferir do caso concreto. No segundo, estarão as alíneas *a*), *e*), *f*) e *g*) do n.º 1.

Repare-se, no entanto, que nestes casos de imputação para efeitos jurídicos acessórios ou subsequentes, o artigo 20.º não faz a imputação de direitos de voto numa participação social de um sócio, mas, por outro lado, os critérios definidos são utilizados pelo legislador para realizar uma *delimitação subjectiva* sujeita a um determinado efeito jurídico.

XIX. Desde logo, o artigo 180.º do CVM, determina que a partir do anúncio preliminar até ao apuramento de resultados, *i.e.*, desde o momento em que existe uma vinculação por parte do oferente no âmbito da OPA¹⁶⁴ até ao momento em

¹⁶² JOÃO SOARES DA SILVA, “Algumas Observações... cit., p. 58.

¹⁶³ JOÃO SOARES DA SILVA, “Algumas Observações... cit., p. 58.

¹⁶⁴ Há que apurar sobre a razão de ter o legislador escolhido este momento e acabámos por concluir que nesta altura, existe uma promessa pública unilateral de lançar uma OPA e, por essa razão, ainda não estamos perante nenhuma declaração negocial no sentido da aquisição dos valores mobiliários pelo oferente. Ocorrendo uma alteração das circunstâncias nesta fase, esta nunca versará sobre as circunstâncias que fundaram o lançamento da oferta, porquanto ainda não teve lugar nenhuma oferta. Desta forma, a alteração das circunstâncias não terá relevância jurídica para efeitos da aplicação do artigo 128.º do CVM. Porém, já existe uma vinculação. A oferta pública constitui uma promessa pública, nos termos do artigo 459.º do CC e, desta forma, tendo a oferta

que se dá a liquidação, o oferente e as pessoas que com ele estabeleçam relações nos termos do artigo 20.º, ficam sujeitos a um dever e a uma proibição. O primeiro, constante da alínea *b*) do n.º 1 do artigo 180.º, consiste em informar a CMVM (diariamente) sobre transacções que venham a realizar sobre os valores mobiliários emitidos pela sociedade visada pela oferta ou da categoria daqueles que integrem a contrapartida. A segunda, presente na alínea *a*) do n.º 1, traduz-se em não negociar, sem autorização da CMVM e parecer prévio (não vinculativo, parece-nos) da sociedade visada, fora o mercado regulamentado os valores mobiliários da categoria dos que são objecto da oferta ou daqueles que integram a contrapartida. Naturalmente, também aqui, o recurso ao artigo 20.º evoca as relações de domínio e de grupo que, uma vez verificadas, irão integrar o âmbito da norma do artigo 180.º do CVM.

XX. O outro exemplo de um caso em que o artigo 20.º é chamado a realizar uma delimitação subjectiva para a imputação de determinados efeitos jurídicos, assume um papel muito importante no âmbito da OPA obrigatória: é relativo à contrapartida, onde a fixação do seu valor é realizada de acordo com padrões de elevada objectividade e rigor, numa manifestação do princípio de igualdade do artigo 15.º do CVM. Estabelece então o artigo 188.º, n.º 1, do CVM dois critérios para a definição da contrapartida da oferta pública de aquisição obrigatória e universal. Sendo estes critérios alternativos¹⁶⁵, será o mais elevado que constituirá o valor mínimo possível da contrapartida, nos termos do proémio daquele preceito.

um prazo, o oferente encontra-se logo vinculado, nos termos do n.º 1, só sendo a oferta revogável quando ocorrer justa causa, nos termos do n.º 1 do artigo 461.º do CC. Feita a promessa pública, que assume a forma de anúncio preliminar, existe já uma vinculação por parte do oferente, nos termos do artigo 459.º do CC. Essa vinculação corresponde à prevista no n.º 2 do artigo 172.º, traduzindo-se em três deveres: (i) o de “lançar uma oferta em termos não menos favoráveis para o destinatário” do que as constantes do anúncio, (ii) o de requerer o registo da oferta no prazo de 20 dias, e (iii) o de informar os representantes dos trabalhadores sobre o conteúdo dos documentos da oferta quando estes forem tornados públicos. Este regime contraria e prevalece sobre as regras da revogação da oferta pública do artigo 461.º do CC, porquanto se trata de um regime especial. Note-se, como faz MANUEL REQUICHA FERREIRA, “OPA concorrente”, in CMVM, *Cadernos de Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 30, 2008, p. 23 [19-78], que “[o] mercado, e de certa forma também o legislador, concebem o anúncio de lançamento como o concretizar dos termos da oferta preliminarmente anunciada, perspectivando o anúncio preliminar como o ponto de partida de um processo de OPA que quase “obrigatoriamente” terminará na liquidação da oferta, salvo se circunstâncias especiais (e.g. oposição das autoridades da concorrência à operação de mercado)”.

¹⁶⁵ Estes são, aliás, os mesmos critérios que os estabelecidos pelo *Testo Unico della Finanza* italiano, no artigo 106.º, *comma* 2.

O primeiro critério será correspondente ao maior preço pago como contrapartida da aquisição de valores mobiliários da mesma categoria¹⁶⁶ nos seis meses imediatamente anteriores¹⁶⁷ à data da publicação do anúncio preliminar pelo oferente ou por qualquer das pessoas que esteja com ele numa relação do artigo 20.^{o168}. O critério alternativo será o do preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado no mesmo período¹⁶⁹.

XXI. O n.º 2 do artigo 188.º prevê o caso de a contrapartida não poder ser determinada com base nos critérios acima enunciados: a contrapartida será fixada a expensas do oferente por um auditor independente¹⁷⁰ designado pela

¹⁶⁶ Não se trata de um “tratamento igualitário no acesso ao prémio”, como afirma JULIANO FERREIRA, “Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, in *DSR*, Coimbra, Almedina, ano 3, vol. 6, 2011, p. 195, porque desde logo, os preços são estabelecidos por categoria, numa manifestação do princípio da igualdade. Por outro lado, o que é verdade é que os ex-sócios cuja participação foi vendida antes dos 6 meses anteriores à constituição do dever, assim como os que tenham vendido nesses 6 meses, mas a preço inferior ao definido no artigo 188.º do CVM, não vêm o prémio partilhado consigo.

¹⁶⁷ A contrapartida no *Takeover Code* do Reino Unido é regulada na *rule 9.5*, sendo que em (a) se estabelece que o prazo deve ser o de 12 meses anteriores ao anúncio da oferta. No *Takeover Code* é estabelecida uma regra curiosa. Na alínea (b) da *rule 9.5*, determina-se que, se depois do anúncio de lançamento de OPA ao abrigo da *rule 9*. (ou seja, a OPA obrigatória) e antes de decorrido o prazo de encerramento da oferta, o oferente ou qualquer pessoa que com ele aja em concertação adquira acções de uma determinada classe a um preço superior do que estava estabelecido na oferta para essa categoria, a contrapartida da oferta deverá subir para no mínimo esse preço, através da publicação de um novo anúncio, nos termos da *rule 7.1*. Também em Itália se optou pela adopção do prazo de 12 meses, no artigo 106.º, n.º 2, do *Testo Unico della Finanza* italiano.

No regime do CVM, aprecia-se o histórico das contrapartidas pagas pelo accionista em causa nos últimos seis meses, “no pressuposto de que, nesses seis meses, teriam sido praticados os actos que teriam conduzido o mesmo accionista à aquisição do *domínio* da sociedade”, VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos... cit., p. 745.

¹⁶⁸ Portanto, nos termos da alínea b) do n.º 1 artigo 20.º, o obrigado encontra-se vinculado, para efeitos da determinação do regime da contrapartida, às transacções sobre acções que as pessoas que com ele mantêm uma relação de domínio e grupo realizem.

¹⁶⁹ Defendendo que este critério dá azo a acções estratégicas do comprador, com vista a obter as melhores condições, GUIDO A. FERRARINI, “Share Ownership... cit., p. 24.

¹⁷⁰ Segundo o TCA Sul, em acórdão tirado a 02-06-2010 (COELHO DA CUNHA), disponível em www.dgsi.pt, o «acto de fixação do valor mínimo de contrapartida da OPA, pelo Auditor Independente, investido no poder previsto no n.º 2 do artigo 188.º do Código dos Valores Mobiliários, embora não constitua um acto administrativo “stricto sensu”, constitui um acto externo com um efeito directo na esfera jurídica do oferente, impugnável nos tribunais administrativos, por ter sido exercido mediante um poder de autoridade de natureza pública (art.º 51.º n.º 2 do CPTA)». Este aspecto é importante, quando a sociedade visada ou o oferente não concordarem com as condições definidas, de modo a saber qual o acto que deverá ser contestado. No entanto, “apesar de, em abstracto se admitir a impugnabilidade daquele relatório do auditor perante os tribunais

CMVM¹⁷¹. Tal será a mesma solução para o caso de, no entendimento da CMVM, a contrapartida não se encontrar devidamente justificada ou não ser equitativa¹⁷² (independentemente de ser por excesso ou defeito). Em qualquer do caso, quer a decisão de designação do auditor da CMVM, quer o valor da contrapartida que este fixar terão, nos termos do n.º 4 do artigo 188.º, imediata divulgação ao público. Note-se, contudo, que o relatório do auditor independente não é publicado (nem divulgado) sendo apenas anunciado pela CMVM o montante de contrapartida mínima nele fixado.

O n.º 5 (e o n.º 2) do artigo 188.º do CVM determina que a contrapartida poderá ser oferecida em valores mobiliários (no caso de a contrapartida ser

administrativos, as valorações produzidas pelo mesmo são inatacáveis na sua substância, não se vislumbrando qualquer erro grosseiro ou manifesto ou a adopção de critérios ostensivamente inadmissíveis” (acórdão TCA Sul de 02-06-2010), já que estes relatórios contêm juízos técnicos e existem limitações à sindicabilidade jurisdicional de uma actuação caracterizada por discricionariedade técnica. Por outro lado, os accionistas da sociedade visada, mesmo tendo-se oposto previamente ao registo da oferta na CMVM, “não retiram vantagem alguma da procedência de recurso contencioso contra o acto de admissão do registo, no qual a causa de pedir consiste, unicamente, em a entidade que emitiu o registo não ter fundamentado a rejeição da oposição que haviam deduzido”. Acórdão do Supremo Tribunal Administrativo, de 13.05.2007, disponível em www.dre.pt, no apêndice 3, vol. II, publicado a 23 de Março de 2001, relativo a decisões proferidas durante o 2.º trimestre de 1997 pelo Supremo Tribunal Administrativo.

¹⁷¹ Diferente é a solução adoptada pelo Reino Unido, onde será mesmo o próprio *Takeover Panel* a determinar o valor da contrapartida, de acordo com o disposto na *rule 9.5 (c)*.

¹⁷² Este trata-se de um poder discricionário que a CMVM detém no âmbito do processo, que assume uma importância muito significativa em sede da OPA obrigatória. Repare-se que, poderão haver situações em que uma das partes (por exemplo, um sócio com uma participação social relevante) considera que a contrapartida não é equitativa, *v.g.* no caso de a cotação das acções da sociedade visada subirem, em virtude do aumento da procura depois do anúncio preliminar da oferta, e serem transaccionadas no mercado a valores ligeiramente superiores aos propostos na OPA, por força dos critérios do artigo 188.º. Mesmo nestes casos, a decisão da CMVM, mesmo que no sentido da desnecessidade de designar um auditor independente é definitiva, o que pode causar alguma perplexidade em determinadas situações. Porém, atribuir um direito aos sócios da sociedade visada de ser designado pela CMVM um auditor independente, a expensas do oferente, seria sempre um meio de tornar a OPA mais onerosa de forma potestativa e, na nossa opinião, inadmissível.

O n.º 3 do artigo 188.º do CVM prevê, no entanto, uma série de presunções relativamente à falta de equidade da contrapartida, a saber: a) se o preço mais elevado resultar de um acordo entre o adquirente e o alienante através de negociação particular; b) “se os valores mobiliários em causa apresentarem liquidez reduzida por referência ao mercado regulamentado em que estejam admitidos à negociação”; e c) se tal contrapartida “tiver sido fixada com base no preço de mercado dos valores mobiliários em causa e aquele ou o mercado regulamentado em que estes sejam admitidos tiverem sido afectados por acontecimentos excepcionais”. Pode questionar-se o que se entende por “acontecimentos excepcionais”, devendo entender-se que a afectação do mercado por estes acontecimentos terá lugar quando o impedirem de desempenhar o seu funcionamento *normal*.

composta por valores mobiliários, estaremos perante uma troca e não perante uma compra¹⁷³) e não somente em dinheiro¹⁷⁴. Para que esta faculdade possa ser exercida, é necessário¹⁷⁵ que o oferente e as pessoas que com ele estejam em alguma das situações do n.º 1 do artigo 20.º não tenham adquirido nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta quaisquer acções

¹⁷³ Não cabe aqui determinar se o conceito de troca de valores mobiliários para efeitos do Direito dos Instrumentos Financeiros exige que a contrapartida integre *apenas* valores mobiliários, até porque tal definição não terá influência no regime da contrapartida. Por curiosidade, note-se que, para efeitos de Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas – aprovado pelo Decreto-Lei n.º 442-B/88, de 30 de Novembro, na redacção conferida pela Lei n.º 2/2014, de 16 de Janeiro (posteriormente corrigida pela Declaração de Rectificação n.º 18/2014, de 13 de Março) –, o conceito de permuta de participações sociais não exige que apenas sejam entregues participações, podendo a contrapartida ser composta pelos valores mobiliários e uma limitada soma em dinheiro: nos termos do artigo 73.º, n.º 5, considera-se permuta (troca) de partes sociais, numa aceção própria, “a operação pela qual uma sociedade (sociedade adquirente) adquire uma participação no capital social de outra (sociedade adquirida), que tem por efeito conferir-lhe a maioria dos direitos de voto desta última, ou pela qual uma sociedade, já detentora de tal participação maioritária, adquire nova participação na sociedade adquirida, mediante a atribuição aos sócios desta, em troca dos seus títulos, de partes representativas do capital social da primeira sociedade e, eventualmente, de uma quantia em dinheiro não superior a 10 % do valor nominal ou, na falta de valor nominal, do valor contabilístico equivalente ao nominal dos títulos entregues em troca”.

¹⁷⁴ Diferente é a solução na *rule 9.5 (a)* do *Takeover Code* do Reino Unido, onde oferta deve ser sempre acompanhada de uma contrapartida alternativa em dinheiro. Apesar disso, também naquele país o supervisor, o *Takeover Panel*, tem grande poder sobre a determinação da contrapartida. Repare-se que em (c) daquele preceito se prevê que o *Panel* determine o ajustamento do preço, o que parece apontar no sentido do ajustamento, quer para aumentar o valor, quer para o baixar. Certo é que, como se afirma na *note 3 on rule*, “*the price payable in the circumstances (...) will be the price that is fair and reasonable taking into account all the facts that are relevant to the circumstances*”, as quais se encontram previstas na mesma nota.

A solução portuguesa está, no entanto, dentro dos cânones constituídos na Directiva 2004/25/CE, onde o artigo 5.º, n.º 5 estabelece que a contrapartida poderá ser em numerário, em valores mobiliários ou mista, determinando ainda que, quando a contrapartida não for constituída por valores mobiliários líquidos admitidos à negociação em mercado regulamentado, a alternativa em numerário é obrigatória. Esta será também obrigatória quando o sócio, ou as pessoas que com ele actuem em concertação, “tiverem adquirido em numerário valores mobiliários que representem 5% ou mais dos direitos de voto na sociedade visada, num período que se inicie em simultâneo com o período fixado pelo Estado-Membro nos termos do n.º 4 e que termine no momento do termo do prazo de aceitação da oferta.

¹⁷⁵ A contrapartida consistente em valores mobiliários depende ainda destes serem do mesmo tipo dos que os visados na oferta e estarem admitidos ou serem da mesma categoria de valores mobiliários de comprovada liquidez, admitidos à negociação em mercado regulamentado. Esta exigência é, para nós, de estranhar, na medida em que há valores mobiliários que são mais seguros do que acções, não podendo, no entanto, ser utilizados como contrapartida (pense-se, por exemplo, no caso das obrigações).

representativas do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro, caso em que deve ser apresentada contrapartida equivalente em dinheiro¹⁷⁶. Mais uma vez, as pessoas que com o participante se encontram em relação de domínio ou de grupo integram o conjunto subjectivo seleccionado para efeitos desta regra, podendo ter influência directa no regime da contrapartida.

Esta preocupação com a fixação do valor da contrapartida deve-se ao facto de os accionistas maioritários, pela dimensão da sua participação, adquirida no seio de uma OPA universal, verem reforçada a sua posição de supremacia, suscitando um redobrado cuidado na tutela dos que são colocados numa posição de debilidade, os accionistas minoritários¹⁷⁷.

2.2. Consequências da instituição do sistema de OPA obrigatória para os grupos de sociedades

XXII. O *takeover* de uma sociedade distingue-se da comum aquisição da empresa pela sua instrumentalidade. Aquando da tomada de uma empresa, o adquirente não pretende apenas adquirir todas as vantagens inerentes ao estatuto de “dono”: ele pretende ainda prosseguir outros objectivos e, entre eles, destaca-se a susceptibilidade de adicionar a nova empresa à sua, por forma a, mediante a coordenação das actividades, gerar sinergias¹⁷⁸ e aumentar a eficiência e os lucros de um grupo de sociedades¹⁷⁹⁻¹⁸⁰.

¹⁷⁶ Já no âmbito do Código do MVM, JOSÉ MIGUEL JÚDICE/MARIA LUÍSA ANTAS/ANTÓNIO ARTUR FERREIRA/JORGE BRITO PEREIRA, *Ofertas Públicas de Aquisição...* cit., p. 40, em anotação ao artigo 528.º do Código do MVM, na nota n.º 3, propunham uma alteração legislativa, no sentido de “admitir, para certos tipos de situações, a não obrigatoriedade de estipulação de alternativa em dinheiro quando os interesses do mercado não imponham a obrigatoriedade e os interesses societários justifiquem a isenção”, sujeita a “um apertado controle por parte da CMVM como forma de evitar eventuais abusos”. A solução do CVM quanto a este aspecto, parece ser uma solução equilibrada, protegendo os interesses carecidos de protecção.

¹⁷⁷ HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, Opa...* cit., p. 367.

¹⁷⁸ Sobre estas, EDMUND-PHILIPP SCHUSTER, *Efficiency in Private Control...* cit., pp. 18-21.

¹⁷⁹ Naturalmente utilizamos aqui o conceito amplo de “grupos de sociedades” e não nos estamos simplesmente a referir a “grupos de direito”, tal como regulados no CSC e no CVM. Estamos sim a adicionar a estes, os “grupos de facto”, ou seja, tratamos de um grupo em sentido económico. Tal acontece, por exemplo, na nova Lei da Concorrência – Lei n.º 19/2012, de 8 de Maio, onde no artigo 3.º, n.º 2, complementando a noção de empresa dada pelo n.º 1 do preceito, se afirma: “considera-se como uma única empresa o conjunto de empresas que, embora juridicamente distintas, constituem uma unidade económica ou mantêm entre si laços de interdependência decorrentes, nomeadamente: a) De uma participação maioritária no capital; b) Da detenção de mais de metade dos votos atribuídos pela detenção de participações sociais; c) Da possibilidade de designar mais de metade dos membros do órgão de administração ou de fiscalização; d) Do poder de gerir os respetivos negócios”. Aliás, com vista a descodificar o que é o controlo empresarial (por contraposição ao controlo intersocietário), ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA,

O sistema da OPA obrigatória adquire especial importância quando a tomada do controlo tem em vista a integração da sociedade visada num grupo de sociedades, na medida em que, nestes casos, o prémio de controlo poderá “considerar-se correspondente à contrapartida pela integração da sociedade controlada na política económica unitária do grupo”¹⁸¹ em causa. Menezes Falcão¹⁸² destaca que “para que este grupo em sentido económico exista, é necessária não só uma relação de dependência, mas também uma direcção económica única; ora o sistema de OPA obrigatória, ao tutelar os accionistas minoritários no momento em que se verifica a tomada de controlo atende unicamente ao primeiro dos mencionados aspectos – dependência societária – e não já ao segundo – direcção económica unitária – quando este último é precisamente o factor que constitui verdadeira ameaça aos interesses dos accionistas minoritários”, porque permite a emissão de instruções desvantajosas, como vimos.

Na OPA, o prémio de controlo passa a corresponder a uma “compensação”, em virtude de o domínio económico ser transferido para a sociedade dominante. Neste sentido, os países que têm um Direito dos Grupos de Sociedades mais desenvolvido, *v.g.*, os sistemas jurídicos norte-americanos e alemão, são os que maior relutância têm em aceitar o regime das OPAs obrigatórias.

XXIII. Não obstante as vantagens resultantes da instituição do regime da OPA obrigatória¹⁸³, pode afirmar-se que a formação de grupos de sociedades é prejudicada por este sistema. Tratando a obrigação de lançamento de uma OPA universal de uma consequência do domínio sobre uma sociedade, necessário à integração desta no grupo e para o seu crescimento¹⁸⁴, a OPA é sempre uma

Grupos de Sociedades... cit., p. 116, considera “empresa todo o sócio que, para além de deter uma participação dominante numa sociedade, prossegue relevantes interesses empresariais fora dela, nomeadamente através da detenção de participação dominante noutras sociedades”.

¹⁸⁰ Também assim, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Tomada de Sociedades (takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa*, in *ROA* n.º 54, 1994, p. 764 [761-777], disponível em <http://www.oa.pt/upl/%7B0465e24a-e154-4d0d-92ac-ba3d105d3dc6%7D.pdf>, onde são dados exemplos de outros objectivos instrumentais que podem estar na base de uma *takeover*.

¹⁸¹ MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória... cit., p. 197.

¹⁸² MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória... cit., p. 198.

¹⁸³ Já referidas *supra* Parte I (1.1.).

¹⁸⁴ Pense-se, por exemplo, descurando as questões de concorrência, quando a aquisição tem em vista um concorrente relevante, visando o desenvolvimento do negócio prosseguido pelo grupo.

operação onerosa financeiramente¹⁸⁵⁻¹⁸⁶ e em termos de recursos humanos e que, seguindo os trâmites legalmente definidos, é demorada. A OPA obrigatória constitui um sistema que tem como efeito criar um elevado preço associado à operação de aquisição de controlo de uma sociedade levando os investidores a não realizar tantas ofertas públicas de aquisição. Sendo uma oferta amigável, a margem potencial de criação de valor acaba por ser muito reduzida em relação¹⁸⁷ ao que teria lugar numa revogação livre, devido ao estabelecimento de uma contrapartida mínima¹⁸⁸.

¹⁸⁵ Assim também, EDMUND-PHILIPP SCHUSTER, *Efficiency in Private Control...* cit., p. 8, afirmando que a objecção mais comum realizada à OPA consiste no efeito “chilling” que tem sobre as transferências de participações de controlo, pois, ao exigir a mesma contrapartida a todos os sócios, pode a oferta perder a sua racionalidade económica.

É também o que notam MIKE C. BURKART/FAUSTO PANUNZI, *Mandatory Bids...* cit., p. 7, num estudo realizado na fase final da preparação da XIII Directiva, ao afirmar que, muitas vezes, a protecção da transparência do mercado, a par da protecção dos sócios minoritários, prejudica a eficiência do mercado de controlo. Normalmente uma OPA surge quando o sócio considera que, adquirindo o controlo, consegue assegurar uma gestão mais eficiente do que a corrente e gerar mais valor. Obrigar a distribuir todo o prémio de controlo, através da OPA obrigatória, pode desincentivar as aquisições de controlo. Na verdade, ao proceder ao controlo da actividade dos administradores e aumentando a eficiência da administração, o sócio controlador elimina muitos dos custos de representação que pudessem ter lugar na inexistência de um controlador. Por essa razão, os sócios livres poderão, naturalmente, preferir a presença de um sócio controlador enquanto os benefícios privados do controlo retirados por este forem de valor inferior às perdas resultantes dos *agency costs*. RONALD J. GILSON E JEFFREY N. GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, University of Pennsylvania Law Review, 152:2, 2003, p. 3, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2182781>.

¹⁸⁶ Sobre o financiamento para a tomada de uma empresa, vide ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Tomada de Sociedades...* cit., pp. 768 e ss., onde se desenvolve um pouco o MBO (*Management Buyout*) e o LBO (*Leveraged Buyouts*).

¹⁸⁷ Não querendo aprofundar este tema, que merece um estudo autónomo – aliás, sendo de estranhar a pouca atenção que a doutrina nacional tem dedicado aos benefícios privados do controlo e ao prémio do controlo, muito discutidos nos sistemas jurídicos *anglo-saxónicos* –, deve dizer-se que muita controvérsia se tem gerado acerca do prémio de controlo como forma de medir os benefícios privados do controlo extraídos pelo sócio controlador e em que medida a existência destes benefícios (e a sua tolerância jurídica) promove a eficiência do mercado dos valores mobiliários. Sobre o assunto, vide ALESSIO M. PACCES, *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control*, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper n.º 131/2009, 2009, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1448164>, ALEXANDER DYCK E LUIGI ZINGALES, “Private benefits of control: an international comparison”, in *National Bureau of Economic Research*, working paper n.º 8711, 2002, disponível em <http://www.nber.org/papers/w8711> e MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS, “Private Benefits of Control of Public Corporations”, in *Journal of Financial Economics*, 1989, pp. 382-383, disponível <https://www2.bc.edu/~holderne/PrivateBenefitsJFE1989.pdf>

¹⁸⁸ Neste sentido, LUCA ENRIQUES, *European Takeover Law: The Case for a Neutral Approach*, FEEM Working Paper n.º 45/2010, 2010, p. 11, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1601288>.

XXIV. É de atender ainda que, na pendência da OPA, a sociedade visada fica sujeita a deveres derivados da boa-fé, que Menezes Cordeiro¹⁸⁹, no seio do Código do MVM, classifica num binómio: a) deveres de informação, para tutelar os seus accionistas que no âmbito da OPA que está a decorrer, possam eventualmente estar interessados na venda das suas participações sociais; b) deveres de lealdade, pois “[d] urante todo esse período [o período da OPA], fácil seria, à sociedade visada, modificar o conteúdo económico das posições societárias em jogo na OPA. *A lealdade manda que tal não suceda*: como contrapartida da situação de vinculação à compra em que se coloca o oferente, *surge um dever de não deteriorar as posições a adquirir*”¹⁹⁰. Isto pode levar ao impedimento de concluir determinados negócios por parte da sociedade visada, que inclusivamente prejudicam o grupo no qual está a ser inserida (e sendo essencial à decisão de aquisição de controlo pela sociedade obrigada).

XXV. Compreendemos que através do normal funcionamento do mercado, os órgãos de gestão das sociedades abertas tentam realizar a melhor gestão possível por forma a não baixarem as cotações das acções da sua sociedade¹⁹¹. A OPA impede o exercício das funções de gestão de forma livre. Sabendo que os administradores estão, normalmente, em sintonia com o accionista de controlo, é do interesse da sociedade que estes se mantenham empenhados no melhor desempenho da sua actividade. O sistema da OPA obrigatória, ao tornar demasiado onerosa a aquisição da sociedade visada, dificulta a sua saída do grupo de sociedades, ou mesmo a sua integração num grupo, pela dificuldade que causa à saída do sócio maioritário quando este pretender. E, repare-se, que enquanto o sócio maioritário se mantém no controlo, nele se mantêm os titulares dos órgãos de fiscalização, ainda que desmotivados.

¹⁸⁹ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Ofertas Públicas de Aquisição”, in AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997, pp. 276 e 277.

Note-se que fica vinculada por efeito exterior que não depende da sua vontade pela decisão de lançar uma OPA por um terceiro, num efeito semelhante ao do exercício de um direito potestativo.

¹⁹⁰ Para aprofundar este assunto, vide JORGE BRITO PEREIRA, “A Limitação dos Poderes da Sociedade visada Durante o Processo de OPA”, in IVM, *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, vol. II, pp. 175-202 (destacado no original), no que toca ao ordenamento jurídico português (artigo 182.º do CVM), e por outro lado, para uma abordagem ao artigo 9.º da Directiva 2004/25/CE – “*Board Neutrality Rule*” –, PAUL L. DAVIES/EDMUND-PHILIPP SCHUSTER/EMILIE VAN DE WALLE DE GHELCKE, *The Takeover Directive as a Protectionist Tool*, ECGI – Law Working Paper n.º. 141/2010, 2010, pp. 48 e ss., disponível em <http://ssrn.com/abstract=1554616>, defendendo que, no que toca a esta regra, a Directiva não atingiu os seus objectivos, porquanto a sua adopção pelos Estados-membros é opcional.

¹⁹¹ A baixa das cotações constitui uma situação privilegiada para o lançamento de ofertas hostis e para a aquisição das sociedades por *raiders*. Sobre a acção dos *raiders*, como um problema derivado da dispersão do capital e do “*collective action problem*”, vide LUCA ENRIQUES, *European Takeover Law...* cit., pp. 5 e ss.

3. *Relevância das relações de domínio e de grupo para a inexigibilidade do lançamento da OPA – relações entre o obrigado e a sociedade visada*

XXVI. As relações de domínio e de grupo podem ainda ter relevância num outro quadro. Como vimos, os critérios que o CVM estabelece para determinar a obrigatoriedade de lançamento de uma OPA universal – a ultrapassagem de determinados limiares de direitos de voto por correspondência ao capital social de uma sociedade –, constituem juízos formais em que o legislador estimou (ou ficcionou) que haveria uma aquisição do controlo pelo participante.

No entanto, o legislador, consciente de que existem situações em que a ultrapassagem desses limites não gera alterações na situação de controlo, decidiu flexibilizar os critérios que previamente estabeleceu através da criação de critérios materiais, a que atrás denominámos de “excepções” ao dever de lançamento. Um desses mecanismos, consistindo na figura da inexigibilidade, permite a maior adaptação do regime das OPAs à realidade do mercado.

XXVII. Existem então certas situações em que, apesar da verificação do facto constitutivo, a constituição do dever de lançamento da OPA não conduziria à protecção dos interesses que se têm em vista quando se constituiu a obrigação de lançamento da OPA. É preciso manter um equilíbrio entre a protecção dos investidores e a eficiência dos mercados: a protecção não se justifica nestas situações. Formalmente, a situação que se estudará assemelha-se a uma dispensa, já que a sua eficácia depende do reconhecimento pela CMVM¹⁹². Porém, do ponto de vista material, veremos que se trata de uma situação diferente, porquanto não nos encontramos no exercício de poderes discricionários.

O CVM estabelece que não é exigível o cumprimento da obrigação de lançamento de uma OPA universal quando, ultrapassado o limiar de um terço, o obrigado prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada, nem estar com ela, em relação de grupo. Atendendo ao enunciado do n.º 2 do artigo 187.º, cumpre colocar algumas questões e extrair desde logo algumas conclusões.

XXVIII. Em primeiro lugar, parece ser de concluir, *a contrario*, que em qualquer caso, quando a participação de uma pessoa ultrapasse os 50% dos direitos de voto, será sempre exigível o lançamento de uma OPA totalitária e universal. Daqui se retira que a disposição de metade dos direitos de voto resulta numa *presunção inilidível* da aquisição do controlo, porque o legislador considerou que este facto “não deixa livre, no tecido societário restante, espaço suficiente para que outro participante supere [o obrigado], em poder de voto, e consequentemente,

¹⁹² MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória... cit., p. 220.

em influência na sociedade”¹⁹³. Este facto encontra-se em coerência com a já referida alínea *a*) do n.º 2 do artigo 21.º, que estabelece também este critério como presunção inilidível do exercício da uma influência dominante e, por isso, de uma relação de domínio, que pode, inclusivamente ter sido determinante para a ultrapassagem das referidas fasquias relevantes dos direitos de voto.

XXIX. Uma última nota. Introduzida pelo Decreto-Lei n.º 19/2006, de 6 de Novembro, a alínea *h*) do n.º 1 do artigo 20.º, vem consagrar uma cláusula geral de actuação, com base no que faz o *Takeover Code*, onde a *mandatory bid rule* constante da *rule 9*. assenta no conceito de “*acting in concert*”. Determina esta alínea que os acordos através dos quais se visa alcançar o domínio ou frustrar a respectiva alteração são sub-tipos do actuação concertada, presumindo-se¹⁹⁴, nos termos do n.º 4 do mesmo preceito que são instrumentos de exercício concertado de influência os acordos relativos à transmissibilidade de acções (representativos do capital social da sociedade visada). Repare-se que, por contraposição à alínea *c*) do mesmo preceito, parece que na alínea *h*) se tem em vista regular as situações em que não se utiliza como instrumento o exercício de direitos de voto, mas outro qualquer¹⁹⁵.

Parte III: Inexigibilidade do lançamento em especial

1. Razão de ser

I. A inexigibilidade de lançamento de uma OPA universal surge no Código depois de o legislador ter estabelecido uma pesada obrigação ao novo adquirente do controlo numa determinada sociedade aberta. Tendo optado por critérios formais, por razões de segurança e certeza jurídica¹⁹⁶, com vista a determinar quando existe o controlo por um sócio de uma sociedade, o legislador precaveu-se

¹⁹³ HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, Opa...* cit., p. 276.

¹⁹⁴ Pode esta presunção ser ilidida perante a CMVM, nos termos do n.º 5, mediante a prova da independência da influência, efectiva ou potencial, sobre a sociedade participada face às relações estabelecidas com o participante.

¹⁹⁵ PAULA COSTA E SILVA, “A Imputação de Direitos de Voto...” cit., pp. 434-435, sugerindo os meros *gentlemen’s agreements* como exemplos. Contra, JOÃO SOARES DA SILVA, “Algumas Observações...” cit., p. 53.

¹⁹⁶ Essenciais para o vector da confiança que ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO aborda em “Transmissão em bolsa de acções depositadas”, in *Banca, Bolsa e Crédito – Estudos de Direito Comercial e de Direito da Economia*, vol. I, Coimbra, Almedina, 1990, pp. 151 e ss.

contra situações em que, verificados os pressupostos para o lançamento da OPA, não existe o controlo subjacente que pressupunha o lançamento.

Assim, estabeleceu o legislador que, não havendo relações de domínio nem de grupo entre o obrigado e a sociedade visada, o lançamento da OPA fica, nas palavras de Vítor Pereira das Neves, “suspensão” até à verificação da condição que verdadeiramente deve dar origem à obrigação – o controlo.

II. Portanto, vê-se já que várias são as razões que justificam esta solução legal. Antes de mais, verificamos que, na ausência de uma relação de domínio e de grupo, a sociedade visada mantém a sua autonomia jurídico-societária. Desta forma, se por um lado a sociedade não se encontra integrada em nenhuma unidade económica, não sendo alvo de uma gestão unitária e coordenada com outros elementos de um grupo – como iria acontecer se a um grupo de sociedades pertencesse –, por outro lado, não sendo dominada, a sociedade pode, através dos seus órgãos, formular a sua vontade juridicamente relevante de forma autónoma.

III. Mas outras razões justificam a inexigibilidade do lançamento de uma oferta totalitária, nomeadamente, a desnecessidade de protecção de sócios minoritários. Veja-se que, não sendo o controlo da sociedade alterado, não existe fundamento para distribuição do prémio de controlo, nem para garantia do direito de exoneração. Caso a sociedade ainda não fosse controlada por nenhum sócio, não havendo constituição do controlo por um participante, não se verificará uma diminuição do valor das participações de nenhuns sócios, e, desta forma, não estaremos perante nenhum fenómeno de “aprisionamento” daqueles. Logo, o exercício do direito de exoneração do sócio já não pode ter como efeito a existência de uma obrigação de lançamento de uma OPA, restando, desta forma, o *exercício normal* da exoneração – através da venda das participações sociais. Por outro lado, caso já existisse o controlo, não se verificando qualquer alteração neste regime, também não estão verificados os requisitos para o exercício excepcional do direito de exoneração do sócio, pois existe uma manutenção do *status quo*.

IV. Existem ordenamentos jurídicos que já não prevêm esta modalidade de excepção ao lançamento. Itália, com a aprovação do *Testo Unico della Finanza* abandonou-a¹⁹⁷. Porém, no artigo 106.º, n.ºs 5 e 6 prevê que a *Commissione*

¹⁹⁷ Notando este aspecto, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., pp. 653 e 654. Isso mesmo dá conta RAFFAELE LENER, “Le offerte obbligatorie”, in MARIO STELLA RICHTER JR. (COORD.), *Le Offerte pubbliche di acquisto*, Torino, G. Giappichelli editore, 2011, p. 170 [165-176], ao afirmar que “[v]a peraltro precisato che, proprio perché l’acquisizione del controllo non è un elemento costitutivo da fattispecie, il soggetto che abbia superato la soglia rilevante non potrà provare, al di fuori dei casi espressamente contemplati dalla legge, che la partecipazione in tal modo acquisita no consent l’esercizio del controllo”.

Nazionale per le Società e la Borsa (doravante, *Consob*), a autoridade de supervisão do mercado, possa, por regulamento¹⁹⁸, estabelecer muito mais excepções à obrigação de lançamento do que as previstas pelo regime português. Adiante retomaremos a questão.

2. *Levantamento de problemas associados à conciliação entre o regime da constituição da obrigação e a sua inexigibilidade*

V. Como vimos, o legislador ensaiou os mesmos critérios para efeitos de determinação das participações qualificadas, cuja detenção constitui o seu proprietário em deveres de comunicação, e, por outro lado, para a constituição da obrigação de lançamento de uma OPA universal. A constatação do falhanço desta solução já tem sido apontada pela doutrina. Os critérios definidos pelo legislador no artigo 187.º, ao remeter para o artigo 20.º, tal como estão consagrados, levam a soluções não estão de acordo com o espírito subjacente ao sistema. A determinação dos casos em que pode ser aplicada a inexigibilidade de lançamento não pode ser desligada do resultado decorrente da imputação dos direitos de voto que resulta na constituição da obrigação de lançamento, decidimos abordar de seguida.

VI. Não é este o local de tratar de todos os problemas relacionados com as diversas alíneas do artigo 20.º do CVM, que procedem à imputação de direitos de voto. Pelo contrário, será mais proveitoso restringir-nos à análise das situações que integram o nosso tema: as relações de grupo e domínio e o impacto que estas terão na OPA obrigatória, apreciando com especial atenção os problemas resultantes do próprio artigo 187.º e da imputação resultante da alínea b) do n.º 1 daquele preceito.

Menezes Cordeiro¹⁹⁹ parece não atribuir relevância às consequências que possam advir da formalidade dos critérios para determinar o lançamento da OPA, nomeadamente da que resulta da situação de grupo e de domínio, uma vez que o “mercado mobiliário é ainda dominado por exigências imperativas de segurança e de previsibilidade”, considerando que “fora das eventuais excepções que a lei comporte”, não se vê “margem interpretativa para dispensar a aplicação das inerentes normas”, pois “há que lidar com as frentes de materialidade e da segurança”.

¹⁹⁸ Estabelecida pelo *Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti*, na redacção versão actualizada de Outubro de 2013, disponível em <http://www.consob.it>. Especial atenção deve ser prestada aos artigos 44-bis a 50-quinquies, relativos à *offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*.

¹⁹⁹ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “OPAs obrigatórias... cit., pp. 961 e 962.

Porém, dado o peso da constituição de uma obrigação de lançamento de uma OPA universal e o modo como a sua existência pode alterar o mercado, consideramos ser imperativo analisar cuidadosamente os critérios de constituição desta obrigação, por forma a verificarmos se a formalidade dos critérios não nos conduz, inclusivamente, a situações que contrariam o sistema que se pretendeu instituir. Para tal, questão a apurar é de saber se, de acordo com o regime consagrado na coordenação entre os artigos 187.º e 20.º, o critério subjacente ao estabelecimento da obrigação de lançamento de OPA é afinal – ou não²⁰⁰ – o do domínio pelo participante sobre a sociedade visada. Vamos então verificar algumas das situações contempladas pela conciliação entre os critérios dos artigos 187.º e, por remissão, artigos 20.º e 21.º, todos do CVM, por forma a determinar os casos em que existe obrigação de lançamento.

2.1. *Situações contempladas pela imputação de direitos de voto detidos por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo*

VII. Contemplados no artigo 187.º, encontram-se logo as situações de participação directa. Desta forma, se o sócio **A** detém 51% dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade **B**, ele terá a obrigação de lançamento.

VIII. Porém, no artigo 187.º, encontra-se também contemplada a situação a que à participação directa, se soma a participação indirecta. Portanto, se uma sociedade, **A**, controlar 30% dos direitos de voto da sociedade **B**, mas se encontrar numa relação de grupo com a sociedade **C**, que detém 21% dos direitos de voto da sociedade **B**, à sociedade **A** serão imputados os direitos de voto que esta controla directamente, cumulados com os controlados pela sociedade **C**, por força da alínea *b*) do artigo 20.º do CVM, para o qual remete o artigo 187.º, n.º 1.

Imagine-se agora que a sociedade aberta **A** adquire 51% dos direitos de voto da sociedade **B**. Sendo obrigada ao lançamento de uma OPA, ela procede ao cumprimento da obrigação, terminando o procedimento como detentora de 81% dos direitos de voto correspondentes ao capital social de **B**. Os outros 19% dos direitos de voto, encontram-se dispersos pelos investidores do mercado regulamentado.

²⁰⁰ PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta... cit., pp. 558 e 559, conclui no sentido negativo, sendo que, entre outras razões, destacamos, em primeiro lugar, o facto de existirem situações em que verificando-se um efectivo controlo, não se constitui a obrigação de lançamento, porquanto não se atingiram as percentagens relevantes de direitos de voto (o domínio por si só não chega para impor a obrigação de lançamento de OPA universal) – ou seja, o domínio que não seja exercido através do exercício de direitos de voto não releva –, em segundo lugar, possuindo um sujeito mais de metade dos direitos de voto, independentemente de dominar a sociedade, ficará ele constituído no dever de lançamento.

Posteriormente, a sociedade **C**, que detém 1% dos direitos de voto da sociedade **B**, passa a controlar 51% dos direitos de voto da sociedade aberta **A**. Também aqui, de acordo com o artigo 187.º, terá de lançar uma OPA sobre a sociedade **A**, que domina. Porém, as relações de domínio são, de acordo com o disposto na alínea *b*) do artigo 20.º do CVM, para o qual remete o artigo 187.º, n.º 1, critério de imputação de direitos de voto. À participação da sociedade **C** na sociedade **B** serão imputados os direitos de voto da sociedade **A**, e, desta forma, ela passará a dispor de 82% dos direitos de voto da sociedade **B**. Terá a sociedade **C** de lançar uma OPA sobre a sociedade **B**? Parece-nos que, por força da alteração de controlo que se verifica na sociedade **B**, existem os fundamentos para a constituição da obrigação de lançamento²⁰¹.

IX. Tome-se em atenção os casos em que a sociedade **A** detém 100% do capital social das sociedades **B** e **C** e que cada uma destas últimas dispõe, respectivamente, 26% e 25% do capital social da sociedade **D**. Apesar de **B** e **C** não preencherem os requisitos do n.º 1 do artigo 187.º, deverão ser imputados à sociedade **A** os direitos das outras, uma vez que os controla? Outro exemplo será aquele em que existe uma aquisição de domínio de forma indirecta, ou seja, em que a sociedade **A** adquire acções que asseguram a maioria dos direitos de voto na sociedade **B** que já de si detém a maioria dos direitos de voto em uma outra sociedade, **C**, em relação à qual seria obrigatória a aquisição por intermédio de OPA. Porém, não sendo **A** sócia de **C**, ela não integra o âmbito subjectivo de aplicação do artigo 187.º, n.º 1. Esta questão está relacionada com a de compreender se o artigo 187.º requer que o obrigado tenha uma participação social na sociedade visada ou se poderá ser-lhe constituída a obrigação de lançamento da oferta nos casos em que o seu controlo for exercido apenas de forma indirecta²⁰². Com Hugo Moredo Santos²⁰³ teremos de assumir que a *ratio* subjacente àquele

²⁰¹ Trata-se, como afirma ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em “OPA obrigatória... cit., pp. 630 e ss., de uma “mudança de controlo relevante”, na medida em que é simultaneamente uma mudança subjectiva e objectiva do controlo. Por “mudança subjectiva”, entende tratar-se de situações de alteração de identidade do controlador; já a “mudança objectiva” entende ser aquela que tem por consequência a “alteração do perfil do risco de investimento”, sendo de atender, em qualquer dos casos, no seu entender, que é “o *potencial impacto abstrato no status socii* que faz nascer na esfera do accionista minoritário o direito à alienação da sua participação” (*idem*, p. 633).

²⁰² Pronunciando-se no sentido de que “o dever pode constituir-se perante quem nem sequer é, tecnicamente, sócio da sociedade emitente dos valores visados pela oferta, por não se exigir no artigo 20.º a titularidade directa de acções”, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 631 e ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em “OPA obrigatória... cit., p. 606. O problema existe devido ao artigo 187.º parecer exigir essa participação, só fazendo a remissão para o artigo 20.º para efeitos da titularidade indirecta eventual.

²⁰³ HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, Opa...* cit., pp. 281 e 282.

preceito aponta no sentido de se interpretar a “participação” do n.º 1, como relativa à delimitadora de uma imputação directa ou indirecta e que a solução contrária seria “deitar por terra o resultado da construção de regras sobre a imputação de direitos de voto que, em última análise, se destinam a apurar quem controla verdadeiramente a sociedade, ainda que o respectivo nome não surja entre os titulares formais das acções do capital social”. Desta forma, teremos de aceitar a imputação exclusivamente indirecta, nos termos do artigo 187.º, sendo constituída na esfera jurídica de *A* a obrigação de lançamento da OPA universal.

2.2. Situações de controlo não efectivo com obrigação de lançamento

X. Dos critérios estabelecidos pelo legislador podem surgir situações que não seguem o objectivo da consagração daqueles. A apreciação que atrás fizemos desses critérios leva-nos a tomar agora em conta situações em que, não obstante não existir o efectivo controlo do sócio participante da sociedade visada, existe a obrigação de lançamento da OPA.

XI. Um exemplo ressalta logo da leitura do n.º 1 do artigo 187.º, do CVM. A lei, ao estabelecer os critérios formais das percentagens, principalmente o limiar dos 50% dos direitos de voto, sob forma de presunção inilidível, acaba por “imputar ao participante votos que ele, não só não pode controlar como votos que ele poderá jamais vir a controlar”, votos que lhe são imputados “por se presumir que ele os influencia; não se requer a prova de que a tal influência efectivamente existe, nem se admite discussão sobre este aspecto”²⁰⁴. Repare-se que o problema deriva, na verdade, da imputação realizada nos termos da alínea *a*) do n.º 2 artigo 21.º, por remissão da alínea *b*) do n.º 1 do artigo 20.º, de modo a integrar os direitos de voto na participação social do accionista. O esquema da impossibilidade de provar a falta de domínio nos termos do artigo 187.º do CVM, está, aliás, em consonância com o estabelecido na alínea *a*) do artigo 21.º, ao determinar a possibilidade de *exercício de uma influência dominante*, quando o participante *disponha* de mais de metade dos direitos de voto, no entendimento que é dado por Osório de Castro²⁰⁵, ou seja, considerando que basta a *detenção formal* dos direitos de voto, não sendo necessário verificar se estes podem ou não ser efectivamente exercidos, para constituir o sócio no dever de lançamento. Claro está que, bastando-se com a detenção formal, fáceis são as situações em que se imagina a ultrapassagem do

²⁰⁴ É PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta... cit., pp. 568, que alerta para este aspecto, acabando por concluir, na p. 570, que “pode haver obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição sem domínio, podendo haver domínio sem obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição”.

²⁰⁵ CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação dos Direitos de Voto... cit., p. 182.

limiar de 50% dos direitos de voto, sem que o sócio possa, efectivamente, exercer uma influência dominante.

XII. Já fora destas situações, poderemos figurar situações em que exista essa imputação, por força da reunião de dois critérios formais. As debilidades do sistema poderão resultar de situações em que exista um preenchimento das alíneas por sujeitos diferentes, criando uma pluralidade de obrigados (constituindo uma obrigação plural) sem, no entanto, existir efectivo controlo por todos eles, ou mesmo por algum deles: no primeiro caso, aquele em que um deles detém o *controlo efectivo*, estaremos perante um concurso aparente de obrigações. Ou seja, lidamos com situações de concurso aparente de deveres de lançamento de OPA, quando estamos perante dois sujeitos que preencham os requisitos, mas quando apenas um deles tem verdadeiramente controlo (controlo efectivo, *i.e.* de facto)²⁰⁶. Contudo, “se esse domínio se presumir a partir da detenção de certas percentagens de direitos de voto e se para o respectivo cômputo relevarem, através da técnica da imputação, votos que não são controláveis pelo participante, estaremos a admitir a imposição de uma gravíssima obrigação a um accionista que não domina a sociedade porque não controla efectivamente os instrumentos que lhe permitiam esse domínio”²⁰⁷. Estas situações serão mais frequentes no caso de não adoptarmos o critério de *imputação exclusivamente ascendente* quanto à alínea *b*) do n.º 2 do artigo 20.º do CVM, como sugere Carlos Osório de Castro²⁰⁸, notando

²⁰⁶ O *Takeover Code* prevê, na *rule* 9.2, a possibilidade de outros sujeitos que não apenas o obrigado – ou seja, as pessoas que com ele actuem em concertação – serem obrigados a estender também as suas ofertas nos termos da *mandatory bid rule* prevista na *rule* 9.1. Esta situação acontecerá quando, perante um grupo a actuar em concertação, o obrigado ao lançamento da OPA universal não seja o “*principal member of the group acting in concert*”.

²⁰⁷ PAULA COSTA E SILVA, “A Imputação de Direitos de Voto... cit., p. 428. Imagine-se que, existe uma sociedade *A* que detém a maioria dos direitos de voto da sociedade *B* enquanto a sociedade *C* tem, em virtude de acordo parassocial, a possibilidade de nomear ou destituir a maioria dos órgãos da administração ou fiscalização da sociedade *A*. Terão as duas sociedades, *A* e *C*, o dever de lançar uma oferta pública de aquisição?”

²⁰⁸ CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação dos Direitos de Voto... cit., pp. 182 a 185. Antes de ter sido alterado pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, o n.º 1 do artigo 530.º do Código do MVM estabelecia que eram contados como se pertencessem ao oferente, para efeitos do cálculo dos direitos de voto relativos à constituição do dever de lançamento de OPA – remetendo para as alíneas *c*), *d*) e *e*) do artigo 525.º do mesmo diploma –, os direitos de voto das sociedades que dele *dependessem* (se ele fosse uma pessoa singular) ou que com ele tivessem uma relação de domínio ou de grupo (se sociedade), e bem assim quaisquer outras sociedades que com aquelas se encontrassem em relação de domínio ou de grupo, e ainda as das sociedades em que o oferente detivesse, directa ou indirectamente, o controlo exclusivo da maioria dos votos nos termos da alínea *d*) do n.º 1 do artigo 346.º. Como se vê, não era considerado nenhum entendimento de forma clara. O referido Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, veio alterar a alínea *d*) por forma a resolver uma querela

que aquela alínea “é literalmente compatível com a atribuição de relevo apenas à situação de *dependência*, apenas à situação de *domínio* ou a ambas essas situações”²⁰⁹. Deverá ser atendido, em cada caso, se a *ratio* subjacente à criação da norma é cumprida, para compreender se a aplicação da lei está a ser realizada adequadamente. Pense-se, por exemplo, no caso de um grupo de sociedades que detêm já uma participação superior a um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social da sociedade visada. Caso o grupo constitua uma nova sociedade, estará esta obrigada ao lançamento de uma OPA? Adoptado o critério sugerido, em certos casos, a resposta poderá ser negativa.

XIII. Poderão gerar-se concursos entre sociedades que estabelecem relações de domínio e de grupo entre si? Fora dos casos referidos em que se acumula o domínio directo com o domínio indirecto e daqueles em que existe uma coordenação (segura) das influências distintas entre titulares de domínio, considerar a existência de um domínio plurisubjectivo poderá não corresponder totalmente à realidade empresarial em análise. Como já foi dito, o conceito de domínio presuppõe, à partida, a exclusividade, sendo avesso ao duplo controlo sobre a mesma sociedade, quando não coordenado. Nestes casos, consideramos que a obrigação de lançamento da OPA deve caber apenas sobre a sociedade que, por força das relações contratuais do grupo (ou factuais, se pensarmos na detenção da totalidade do capital social) detém a direcção unitária, o *controlo efectivo*²¹⁰. Caberá às restantes sociedades obrigadas provar, nos termos em que nos pronunciaremos adiante, que tal obrigação não lhe é exigível²¹¹.

doutrinal, garantindo a imputação a nível descendente, estabelecendo que contam ainda para efeitos de imputação ao oferente (através da remissão), se for o caso, os direitos de voto da pessoa singular ou colectiva de que a sociedade oferente dependa, directa ou indirectamente, nos termos das alíneas *b*) ou *d*) do n.º 1 do artigo 346.º.

²⁰⁹ CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “A Imputação dos Direitos de Voto... cit., p. 183 (realçados no original).

²¹⁰ Isto, sem prejuízo de esta se poder fazer substituir por uma das sociedades visadas, de acordo com o regime já enunciado da substituição no cumprimento da obrigação de lançamento, nos termos do artigo 190.º do CVM, lançando mão do seu poder de emitir instruções vinculativas, nos termos do artigo 503.º do CSC. É preciso proteger os sócios minoritários da sociedade-mãe, sujeitos, cada qual, ao seu perigo: (i) recepção de instruções desvantajosas (perante a sociedade avó); e (ii) responsabilidade por dívidas (perante a sociedade-neta).

²¹¹ Não poderá ser esquecido, para este efeito, que “a manutenção do *ultimate controller* ou do *ultimate beneficial owner*” “não é critério único ou exclusivo do afastamento da obrigação de lançamento” da OPA universal, como demonstra ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em “OPA obrigatória... cit., p. 639 (realçados no original).

XIV. Já no caso em que nenhum dos obrigados detém o controlo efectivo, embora ambos preencham as alíneas do n.º 2 do artigo 21.º do CVM, a situação também carece de ponderação. Atente-se ao caso uma sociedade **A**, que, detendo a 51% dos votos da sociedade **B**, celebrou, no entanto, um acordo parassocial com a sociedade **C**, nos termos do qual esta tem o poder de exercer os votos. Nesta situação, se a sociedade **A** preenche o disposto na alínea *a*) do n.º 2 do artigo 21.º, ao deter a titularidade formal dos direitos de voto – sendo, desta forma, obrigado ao lançamento da OPA nos termos do n.º 1 do artigo 187.º – a titularidade material é, no entanto, da sociedade **C**, que possui o controlo.

Pense-se agora no caso em que a sociedade **A**, detendo 51% dos votos da sociedade **B**, celebrou um acordo parassocial apenas relativo a 32% dos direitos de voto da sociedade **B** com a sociedade **C**. A sociedade **C** possui o poder de nomear e destituir a maioria dos titulares dos órgãos de fiscalização, encontrando-se, por isso, em relação de domínio com **B**, na qual tem ainda uma participação correspondente a 1%. Porém, o controlo da sociedade **B** é exercido por **D**, sócio que detém 40% dos direitos de voto e o poder de nomear e destituir os membros do conselho de administração. **A** será obrigada ao lançamento, em virtude da imputação desempenhada pela titularidade formal, embora não controle a sociedade. Também **C** tem a mesma obrigação por força da imputação realizada ao abrigo do acordo celebrado, não podendo recorrer à inexigibilidade de lançamento do n.º 2 do artigo 187.º, uma vez que preenche a alínea *c*) do n.º 2 do artigo 21.º. Só **D**, que também é obrigado ao lançamento da OPA pelos mesmos fundamentos que **C**, controla efectivamente a sociedade.

2.3. *Situações de efectivo controlo sem dever de lançamento*

XV. Trata-se de um conjunto de casos em que não obstante existir o controlo por parte de um sócio, ele não reúne os requisitos formais exigidos pelo artigo 187.º, n.º 1, do CVM, e, por essa razão, a constituição da obrigação de lançamento nem sequer é colocada como possível. Havendo domínio sem que o sócio maioritário possa dispor da maioria dos direitos de voto na assembleia geral, “os remanescentes accionistas muito cedo se apercebem de que, se derrotarem o maioritário em assembleia, por efeito da cláusula limitadora, este encontrará outros meios de fazer valer o seu peso na sociedade”²¹². Por essa razão, não podemos concordar totalmente com Paula Costa e Silva²¹³, quando afirma que “a obrigação

²¹² PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Concertação... cit., p. 32, acerca das “blindagens a dez por cento”, acabando por concluir, na p. 33, que “as cláusulas estatutárias que limitam o voto dos accionistas, em assembleia geral, a menos de um terço, não afastam a aplicação do regime do artigo 187.º”

²¹³ PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta... cit., p. 557.

de lançamento de oferta pública é um dos efeitos do domínio” embora já concordando que a obrigação “o pressupõe. Tanto é assim que pode ser isento do respectivo lançamento aquele que provar não ter o domínio da sociedade aberta”.

Basta pensar nos casos de sociedades em que existe uma grande dispersão do capital social. A situação de controlo pode derivar de um caso em que o participante nem sequer domina uma grande percentagem dos direitos de voto da sociedade, mas resultar da passividade dos outros *shareholders*, por se tratar de sócios investidores (despreocupados com o governo da sociedade). Se porventura houver um terceiro que adquira algumas das participações sociais dos sócios passivos e exercer de modo activo os direitos que estas lhe conferem, poderá ele, inclusivamente, controlar a sociedade.

XVI. Neste conjunto de situações integram-se ainda os grupos *de facto*, constituídos através de instrumentos que não relevam juridicamente, pois não fazem parte da influência interna ou orgânica, prevista no Título VI do CSC, o das sociedades coligadas. Por isso, os riscos associados à dependência por influência externa traduzem vicissitudes que são inevitáveis no contexto de uma ordem económica de mercado, sendo conaturais à exploração de actividades de outros ramos.

XVII. Veja-se o seguinte exemplo²¹⁴: a sociedade **A** tem um accionista que detém 51% do capital social, mas só pode exercer 19% desses direitos de voto, por força de uma limitação estatutária. Por essa razão, a sua simples participação exclui o exercício de 32% dos direitos de votos (51%-19%). Agora, pense-se que existe outro accionista cuja participação corresponde a 30% do capital social, sendo que também os seus votos estão limitados, em razão da mesma regra, ao limite de 19%. Estando os restantes 19% (49%-30%) dispersos pelo público, este accionista não possui os direitos de voto correspondentes a um terço do total dos direitos de voto exercitáveis? Ele possui um terço dos direitos de voto, porém outro sócio também possui um terço dos direitos de voto, sendo necessário apurar qual de ambos possui o controlo da sociedade para a constituição da obrigação de lançamento. Nos casos em que só existisse um sócio com um terço dos direitos de voto (encontrando-se os restantes dispersos), não obstante a mesma limitação estatutária, a solução seria diferente consoante a interpretação que se realize ao artigo 21.º, n.º 2, *a*), do CVM – considerando que a imputação deve fundar-se na mera titularidade formal, existiria a obrigação de lançamento da OPA.

²¹⁴ Retirado de JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória...* cit., pp. 204 e ss.

XVIII. Apesar de serem provavelmente os casos mais frequentes²¹⁵, a grande maioria foge do âmbito do nosso estudo, porquanto não resultam da conjugação de dever de lançamento²¹⁶ com a sua inexigibilidade, nem têm que ver com a imputação de direitos de voto realizada devido às relações de domínio e de grupo (*de direito*) com terceiros.

XIX. É a constatação da existência destas situações que vão contra o espírito do sistema, que levam Menezes Falcão²¹⁷ a afirmar que “enquanto o Direito dos Grupos de Sociedades viabilizará a separação dos accionistas minoritários apenas nos casos particularmente graves, o sistema da OPA obrigatória realiza a mesma função indiscriminadamente, sem filtrar as situações em que verdadeiramente existe risco para os accionistas minoritários”.

3. *Adaptação dos critérios de determinação de relações de domínio e de grupo para efeitos da constituição do lançamento de uma OPA universal*

XX. As situações desconformes com o sistema que acabámos de enunciar – outras existem – demonstram já a insuficiência dos critérios estabelecidos do legislador, tal como analisados numa primeira leitura. Propomo-nos a fazer agora uma nova reflexão, atendendo aos elementos disponíveis pelo nosso ordenamento

²¹⁵ Interessante neste âmbito são também as situações em que titularidade económica oculta é utilizada como forma de defraudar as regras da OPA obrigatória, tendo o caso *Schaeffler KG-Continental AG* constituído um alerta para estas situações. Este caso interessa-nos porque demonstra que a titularidade económica oculta, constituindo uma situação em que, por se permitir a demonstração da inexigibilidade de lançamento da OPA universal, o controlo pode ser adquirido sem pagamento da totalidade do prémio de controlo. Para uma análise deste caso, *vide* MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais”, in *RDS*, V, 2013, 3, pp. 592-598 [537-602]. Através do recurso a instrumentos derivados, nomeadamente de *equity swaps* com liquidação financeira, a *Schaeffler* conseguiu adquirir o controlo da *Continental* sem ver constituída a obrigação de lançamento de uma OPA universal, pois, tendo adquirido uma participação no capital da *Continental* que ultrapassava um terço dos direitos de voto, provou que não detinha o controlo sobre a *Continental*. Deste modo, “quando a *Schaeffler* lançou uma OPA os accionistas aceitaram a oferta por um preço inferior, porque não exigiram o prémio de controlo. A *Schaeffler* conseguiu, assim, adquirir um elevado número de acções a um preço não correspondente ao real valor económico que a sociedade representava para o oferente”. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Instrumentos financeiros com fins ... cit., p. 597, acabando, nas pp. 599 e 601, por propor uma interpretação lata do artigo 20.º, n.º 1, alínea a) do CVM para fazer a imputação da titularidade económica oculta à parte com a posição longa.

²¹⁶ Um grupo de casos em que esta situação poderá acontecer são aqueles em que, não obstante algum sujeito deter o controlo da sociedade, não vê constituída a obrigação de lançamento de uma OPA universal na sua esfera jurídica.

²¹⁷ MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória... cit., p. 198.

jurídico e, verificando como é colocado o problema da OPA obrigatória noutros ordenamentos jurídicos, tentar propor soluções para resolver – ou, pelo menos, minorar – os problemas enunciados.

3.1. Orientações da Directiva 2004/25/CE, relativa às OPAs

XXI. Como já atrás tivemos oportunidade de referir, é a própria Directiva 2004/25/CE, que estabelece um amplo espaço para os Estados-membros definirem o que entendem por controlo. Embora estabelecendo o controlo como pressuposto fundamental da constituição da obrigação de lançamento da OPA – pois é nessas situações que os sócios minoritários necessitam de protecção²¹⁸ –, permite que as autoridades de supervisão dos Estados deixem de aplicar as regras por si estabelecidas e as nacionais, no artigo 3.º, n.º 5, *i*) e *ii*), por forma a adaptar aos casos concretos. Esta será uma solução a ter em conta, principalmente naqueles casos em que, preenchidos os requisitos formais, *i.e.* ultrapassados os limites de direitos de voto estabelecidos, o obrigado não detenha o *controlo efectivo* da sociedade visada.

3.2. Solução da legislação anterior – o artigo 529.º do Código do MVM

XXII. A solução da dispensa, permitida pela XIII Directiva encontrava-se prevista no artigo 529.º do Código do MVM, permitindo-se ao obrigado a isenção da obrigação de lançamento quando a CMVM a dispensasse, por considerar desnecessária²¹⁹ ou por haver outros interesses mais imperiosos a ser seguidos²²⁰, autorizando o não lançamento com obediência a critérios de discricionariedade, expressos no preceito. Exemplificando, na alínea *f*) [antes da revisão de 1995, operada pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, alínea *h*)] do n.º 1 do artigo 529.º do Código do MVM permitia-se dispensa no caso de a obrigação resultar de outros factos de natureza semelhante que tornassem a obrigatoriedade

²¹⁸ Destacando que o princípio da protecção dos sócios minoritários não constitui um princípio geral do Direito da UE, como inclusivamente tem sido reforçado pelo Tribunal de Justiça da União Europeia, THOMAS PAPADOPOULOS, “Acquisition of Corporate Control and Clear Criteria in the Adjustment of the Mandatory Bid Price”, in *Law and Financial Markets Review*, vol. 7, no. 2, 2013, p. 101 [97-106], disponível em <http://ssrn.com/abstract=2238603>.

²¹⁹ A título de exemplo, a alínea *d*) do n.º 1 do artigo 529.º do Código do MVM, na sua versão inicial, previa a dispensa em caso de o dever de lançamento ter tido como fonte operações de fusão e cisão, pelos motivos que já atrás explicitámos, agora constituindo, no âmbito do CVM, uma das modalidades da derrogação.

²²⁰ Por exemplo, a recuperação da empresa, nos termos da alínea *d*) do n.º 1 do artigo 529.º do Código do MVM, que hoje constitui, também ela, uma das modalidades da derrogação.

da oferta iníqua para pessoa singular ou colectiva obrigada a lançá-la, desnecessária à adequada protecção dos interesses dos titulares dos valores mobiliários que dela seria objecto, ou, nas circunstâncias particulares do caso, contrariasse os seus interesses.

3.3. Problema no âmbito do Takeover Code

XXIII. As *definitions* do *Takeover Code* fornecem uma noção geral de *acting in concert*, complementada e desenvolvida por múltiplas *notes*: “*persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), co-operate to obtain or consolidate control (as defined below) of a company or to frustrate the successful outcome of an offer for a company. A person and each of its affiliated persons will be deemed to be acting in concert all with each other. Without prejudice to the general application of this definition, the following persons will be presumed to be persons acting in concert with other persons in the same category unless the contrary is established: (...)*”. Seguem-se, em diferentes alíneas, seis casos de presunção de *acting in concert*, não obstante a aplicação da definição geral, entre as quais se destacam, pela natureza do estudo, as relações de domínio e de grupo, logo estabelecidas no n.º 1, embora num conceito mais amplo do que o português²²¹.

A definição de *acting in concert* é essencial para efeitos da constituição da obrigação de lançamento de OPA, sendo no ordenamento jurídico britânico o mecanismo de imputação utilizado pelo *Takeover Code*, ou seja, desempenhando o papel do nosso artigo 20.º do CVM. Aliás, para além das notas aditadas à definição, existem outras especialmente editadas a propósito da *rule 9*. (que como já vimos, estabelece a OPA obrigatória).

Já sabemos que o disposto no § 3 (a) da introdução do *Takeover Code* determina o primado do elemento teleológico subjacente às regras do *Takeover Code*, sobre a sua letra, cabendo ao *Takeover Panel* a sua interpretação casuística. Por essa razão, apesar da existência de menor segurança jurídica, haverá uma maior adaptabilidade das regras a cada caso, atendendo às circunstâncias, prevenindo-se alguns dos problemas por nós colocados a propósito do ordenamento jurídico português.

²²¹ Com especial interesse para o nosso estudo é a presunção de actuação em concertação quando “*a company, its parent, subsidiaries and fellow subsidiaries, and their associated companies, and of which such companies are associated companies, all with each other*”, destacando-se que “*for this purpose ownership or control of 20% or more of the equity share capital of a company is regarded as the test of associated company status*”.

3.4. Questão no ordenamento jurídico alemão

XXIV. No sistema alemão²²², o § 22 da *Wertpapierhandelsgesetz* (para efeitos de transparência) e o § 30 da já referida *WpÜG*²²³ (para o dever de lançamento de uma OPA universal) são os dois preceitos relevantes para a imputação dos direitos de voto. Apesar de dispostos em diplomas diferentes e de consistirem em preceitos diferentes²²⁴, as semelhanças com o sistema português surgem quando se tem em conta que o legislador germânico tem, através de sucessivas alterações legislativas, aproximado o conteúdo daqueles preceitos, tornando-os praticamente idênticos, seguindo de perto o legislador comunitário. Ainda assim, “quando considerados de *per se* e confrontados, isoladamente, com os critérios constantes do n.º 1 do artigo 20.º do CVM, pode concluir-se que o legislador alemão, se seguiu também de perto o diploma comunitário, não consagrou uma solução tão ampla quanto a nacional”²²⁵. Desta forma, à partida não se colocarão os mesmos problemas.

De destacar que, confirmando que o domínio é o critério subjacente ao sistema do ordenamento jurídico alemão, o § 37 do *WpÜG*, em sede de suspensão do dever, prevê uma regra que dispõe que a obrigação de lançar a oferta fica suspensa, mediante decisão da *Bandesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (*BaFin*) – entidade reguladora e supervisora do mercado de valores mobiliários alemão – enquanto o accionista não exerce influência dominante sobre a sociedade independentemente da percentagem de direitos de voto detida directamente ou indirectamente²²⁶.

3.5. Resposta do Testo Unico della Finanza

XXV. Resulta do que até agora dissemos que também em Itália existe um regime de OPA obrigatória, fundada em critérios materiais: a ultrapassagem dos 30% dos direitos de voto de uma sociedade, nos termos do disposto no

²²² Para uma análise do sistema da OPA obrigatória no ordenamento jurídico alemão, com ligações ao sistema nacional, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em “OPA obrigatória... cit., p. 593-661.

²²³ Disponível em <http://www.gesetze-im-internet.de>, incluindo versão traduzida, embora não totalmente actualizada.

²²⁴ Destacando este aspecto, JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, “A Imputação dos Direitos de Voto no Mercado de Capitais”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, 2007, p. 62 [59-69], disponível em <http://www.cmvm.pt>, JOÃO SOARES DA SILVA, “Algumas Observações... cit., p. 50.

²²⁵ JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, “A Imputação dos Direitos de Voto... cit., p. 62.

²²⁶ PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta... cit., p. 558.

artigo 106.º do *Testo Unico della Finanza* (doravante, “*TUF*”)²²⁷. Explica, para efeitos de OPA obrigatória, o *comma 2* do artigo 105.º que “por participação se entende uma quota, detida também indirectamente, através de entes fiduciários ou por interposta pessoa, ou títulos emitidos por uma sociedade do n.º 1 [sociedades italianas cujos títulos estejam admitidos à negociação no mercado regulamentado italiano] que atribuam direito de voto na deliberação da assembleia respeitante à designação ou destituição dos administradores ou do órgão de fiscalização”²²⁸.

O *comma 5* do artigo 106.º do *TUF* determina que a *Consob* deverá, por regulamento, prever que a ultrapassem dos limiares de direitos de voto referidos no *comma 1* ou *comma 3, lett. b)*, não constitui o sujeito na obrigação, nos casos em que tal se deva a: as operações destinadas a saneamento da empresa, fusão ou cisão, controlo temporário, causa independente da vontade do adquirente, aquisições a título gratuito e ainda, com especial interesse para o nosso estudo, porque tem implicações nomeadamente no que toca às relações de domínio e de grupo (embora não só) nos termos da alínea *b)* para casos de transmissão da participação de controlo entre accionistas cuja imputação dos direitos de voto já integrava (de forma indirecta) os votos inerentes a essas participações.

XXVI. Inicialmente, o *TUF* atribuía à *Consob* o poder escusar da obrigação de lançamento o obrigado atendendo às condições do caso concreto, sem fundamento em nenhuma das escusas previstas na lei, mas como explica Lucantoni²²⁹, tal poder foi-lhe retirado na revisão de 2007 a qual introduziu o *comma 6* do artigo 106.º do *TUF*, que prevê que a *Consob* possa, por razões devidamente justificadas, prever que a ultrapassem dos limiares de direitos de voto referidos no *comma 1* ou *comma 3, lett. b)*, não constitua o sujeito na obrigação, nos casos em que se verifiquem os pressupostos do n.º 5, mesmo quando tal excepção não se encontre prevista no regulamento aprovado ao abrigo desse número. Apesar de flexibilizar o sistema, o alargamento da discricionariedade dos poderes da autoridade de supervisão contribuem para a incerteza e também, para a menor possibilidade de sindicância judicial²³⁰.

²²⁷ Disponível em <http://www.consob.it>. Introduzido no ordenamento jurídico italiano através do *Decreto legislativo 24 Febbraio 1998, n. 58*: I, na redacção conferida pelo *decreto legislativo n. 44, 4 Marzo 2014*, e pelo *decreto legislativo n. 53, de 4 Marzo 2014*.

²²⁸ Tradução nossa.

²²⁹ Assim, PAOLA LUCANTONI, “Esenzioni dall’obbligo e offerte pubbliche di acquisto preventive”, in MARIO STELLA RICHTER JR. (coord.), *Le Offerte pubbliche di acquisto*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2011, p. 198 [177-221].

²³⁰ Neste sentido, RAFFAELE LENER, “Le offerte obbligatorie... cit., p. 171 [165-176].

3.6. Adaptação dos critérios de determinação de relações de domínio e de grupo para efeitos da constituição da obrigação de lançamento de uma OPA universal e determinação da inexigibilidade

XXVII. Apresentado o problema e já estudadas as soluções noutros ordenamentos jurídicos, parece-nos que podem existir duas vias de solução. A primeira, de *iure condendo*, seria propor uma alteração legislativa, no sentido de evitar estas situações materialmente injustas. Essa poderia ainda passar pela atribuição de poderes à CMVM através da previsão da modalidade de dispensa, como prevista pela Directiva 2004/25/CE e por outros ordenamentos jurídicos estrangeiros, ou, por outro lado, optando pela dissociação entre os critérios utilizados no âmbito da transparência e aqueles que são exigidos no âmbito da OPA obrigatória. A segunda passará pela reinterpretação²³¹ do regime existente, por forma a compreender qual o verdadeiro regime estabelecido pelo legislador.

XXVIII. Provavelmente, a melhor solução passaria pela alteração legislativa, no sentido da dissociação entre os critérios para efeitos do dever de comunicação e para a obrigação de lançamento da OPA, a qual poderia ser realizada em uma de duas formas. Podia o legislador actuar directamente no artigo 187.º, n.º 1 do CVM, constituindo uma nova forma – por exemplo, o recurso a um novo preceito, criado de novo pelo legislador para o efeito – para delimitar os direitos de voto que são imputados ao obrigado por forma a constituir na sua esfera jurídica uma obrigação de lançamento da OPA. Por outro lado, podia o legislador redefinir os critérios, para efeitos de lançamento de OPA obrigatória, no mesmo artigo 20.º, adicionando ao preceito um número onde fizesse uma restrição às alíneas do n.º 1 para aquele caso.

XXIX. O outro caminho passará pela reinterpretação necessária do regime, num sentido que conduza a soluções materialmente mais justas. Devido à técnica legislativa utilizada para a imputação dos direitos de voto – o triplo efeito das regras do artigo 20.º do CVM –, para constituição de deveres de comunicação e para criação do deveres de lançamento de OPA, poderia colocar-se um problema, perante a necessidade de dar interpretações diferentes à mesma disposição legal. Porém, “à *míngua de uma efectiva identidade de razões* que justifiquem a analogia, leva a que, por um lado, em certos aspectos, se possa pensar que *se está a ir longe*

²³¹ Como nota CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória no direito português...* cit., p. 4., relativamente aos critérios de imputação indirecta para efeitos da constituição da obrigação de lançamento da oferta universal, estes são “(...) taxativos e portanto insusceptíveis de aplicação analógica, sem excluir a interpretação extensiva baseada nos cânones geralmente aceites (...)”.

demais ao aplicar à determinação do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição normas que cobram pleno sentido *apenas* no quadro dos deveres de informação e, por outro lado, que se possa olhar para essas normas como *insuficientes* para uma correcta disciplina do dever de lançamento de oferta pública, perante hipóteses que se entende que o reclamariam”²³².

XXX. Até aqui, a nossa regra determina – aplicando o artigo 187.º, n.º 1, do CVM (cujo conteúdo exige o recurso aos artigos 20.º e 21.º) – que integram na participação de um sócio, para efeitos da ultrapassagem dos limites de um terço e metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social de uma sociedade e concomitante constituição do dever de lançamento de OPA sobre os valores mobiliários dessa sociedade, entre outros, os direitos de voto detidos por qualquer sociedade que com esse sócio se encontre em relação de domínio e ou de grupo. Porém, se o obrigado não estiver em relação de domínio nem de grupo com a sociedade visada, ele não precisa lançar a OPA. Nesta altura, já estamos em condições de afirmar que a fixação pela lei de limiares, se embora necessária e com a importantíssima função de assegurar a tutela da certeza e segurança jurídicas, não pode estabelecer ao intérprete-aplicador, um limite para uma maior tutela, quando a situação em causa o exija. Curioso é que, abstractamente, a regra se manterá a mesma, tal como a enunciámos acima, no início do parágrafo. A nossa reorganização de conceitos deve incidir sobre o entendimento exclusivamente literal que se deu acerca do que são as relações de domínio e as relações de grupo no âmbito do Direito dos Instrumentos Financeiros²³³, a qual, por excessivamente ampla²³⁴, não pode imperar para efeitos da OPA obrigatória. E prosseguindo os efeitos que esta reinterpretação terá na regra referida, haverá dois aspectos necessariamente a ter em atenção. Há que fazer a reinterpretação do facto constitutivo da obrigação de lançamento da OPA universal, mas, por outro lado, é necessário formulamos o nosso entendimento sobre a causa de inexigibilidade de lançamento da OPA.

XXXI. Aquando da feitura do CVM, o legislador encontrava-se vinculado pelos imperativos europeus (instituídos na Directiva 2004/25/CE), mas também pelo paradigma constitucional vigente, que igualmente possui algumas

²³² JOÃO SOARES DA SILVA, “Algumas Observações... cit., p. 53 (realçados no original).

²³³ Parte I, 1.

²³⁴ CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória no direito português...* cit. p. 8, chama a atenção de que será excessivo fundar uma interpretação restritiva na intromissão da lei na autonomia privada. Afirma, no entanto, que “[s]eguro é que pelo menos, que não existe no sistema jurídico qualquer princípio de *in dubio pro opa* e que a interpretação das normas sobre ofertas públicas segue os cânones hermenêuticos comuns, incluindo o elemento teleológico excessiva”.

directrizes²³⁵ quanto a este assunto. Nesta altura já conhecemos as indicações dadas pela Directiva, que, após estabelecer que o *controlo* é o pressuposto fundamental subjacente ao regime²³⁶, aponta no sentido de os Estados-membros poderem definir o que entendem por controlo e, por outro lado, quais os limiares dos direitos de voto a ultrapassar para fixação da existência desse domínio, no artigo 5.º, n.º 1. Porém a indicação é clara: o controlo tem de ser o pressuposto fundamental, não podendo, claro, ser esta directriz “lida como chegando ao ponto de se admitir a manipulação do mesmo conceito, tornando-o algo puramente formal sem qualquer correspondência ao conceito substancial usualmente conotado com o mesmo”²³⁷.

XXXII. Podemos agora acrescentar mais um argumento no mesmo sentido, baseado na apreciação²³⁸ que fizemos atrás a todas as excepções ao dever de

²³⁵ Como atrás já referimos, a OPA obrigatória tem sido vista como uma manifestação da liberdade negativa de associação, ao permitir aos sócios minoritários a sua saída da sociedade. VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos... cit., pp. 749 e ss., faz, numa outra perspectiva, o apelo aos princípios da livre iniciativa económica e ao direito da propriedade privada, que, irradiando a ordem jurídica portuguesa, acabam por se concretizar em direitos fundamentais de “natureza análoga aos direitos, liberdades e garantias”, passando a assumir o estatuto daqueles e, desta forma, se por um lado passam a ter aplicabilidade directa, nos termos do artigo 18.º, n.º 1, da CRP, por outro a sua restrição – como aliás acontece com o artigo 187.º, n.º 1, do CVM – terá de obedecer ao princípio da proporcionalidade, de acordo com o artigo 18.º, n.º 2, da CRP. Conclui que só uma interpretação no sentido do *domínio efectivo* pode, afinal, estar de acordo com os critérios constitucionais.

²³⁶ PAULA COSTA E SILVA, “Sociedade aberta... cit., pp. 543 e 544, notando que “segundo o plano da Directiva, a obrigação de lançamento de oferta não se constitui porque há domínio mas porque esse domínio resulta da detenção de determinadas percentagens de direitos de voto. Aparentemente não vale o domínio substancial, desde que este seja exercido sem que o dominante atinja as percentagens de direitos de voto estabelecidas no direito interno do Estado-Membro em causa”.

²³⁷ VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos... cit., pp. 747 e ss.

²³⁸ Repare-se ainda que a protecção do sócio neste caso se manifesta em todo o regime subjacente à OPA obrigatória. É que apesar de uma única particularidade da proposta ao público, quanto ao seu regime, ser, como nota CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos I*, 5.ª edição, Coimbra, Almedina, 2013, p. 106, “a regra geral da revogabilidade em vez da regra geral da irrevogabilidade, fixada no n.º 1 do mesmo artigo para as restantes propostas”, sendo que “[e]m tudo o mais, é aplicável, com as necessárias adaptações, o regime comum da proposta de contrato” (*idem*), curiosamente, no âmbito do CVM, a revogabilidade desta proposta se encontre muito limitada. Não obstante a semelhança no que toca à forma da revogação, constante do artigo 130.º, n.º 2, do CVM, nos termos do disposto no artigo n.º 1, daquele preceito, só no caso de ter lugar uma alteração das circunstâncias, pelas características de excepcionalidade das OPAs, poderá a oferta ser revogada. Temos consciência de que tal se deve essencialmente à necessidade de segurança e certeza jurídicas necessárias ao funcionamento do mercado, mas no caso da OPA obrigatória, essa revogabilidade a par da excepcionalidade de derrogações tipificadas pelo legislador, devem ser consideradas com atenção, aquando do nosso estudo.

lançamento, *rectius*, obrigação de lançamento da OPA universal. Repare-se que no caso da suspensão do dever, este encontra-se inexigível por estarmos perante um *controlo transitório*, em que o obrigado se compromete a colocar termo a esse domínio com brevidade. Por essa razão, o obrigado encontra-se até lá, inibido dos direitos que as participações sociais lhe iriam conferir. Por outro lado, na situação de inexigibilidade da obrigação, a excepção deve-se ao facto de esse *controlo* não existir na situação em concreto. Já na substituição do dever, a *aquisição do controlo é legitimada* pelo cumprimento da obrigação, embora por terceiro, com vista à protecção dos sócios minoritários. Naturalmente que, cumprindo o dever, o terceiro terá provavelmente uma relação com o obrigado. Tal relação poderá, inclusivamente, assumir a natureza de relação de domínio ou de grupo com o obrigado e, desta forma, sua legitimação terá lugar no âmbito das relações internas entre este e o obrigado.

Já quanto às derrogações verificámos que se devem a razões de outra índole, mais imperiosas, que levam a que o CVM exclua o dever de lançamento de OPA, embora vinculada na sua decisão. Aí, o Código ou considera que os sócios minoritários *já se encontram protegidos dos efeitos do controlo* na sua posição social, não carecendo da tutela conferida pela OPA (caso da derrogação da OPA voluntária e da fusão) ou então, no caso de se instituir a obrigação de lançamento, haveria o perigo de estes sócios verem a sua posição social extinta (pela insolvência da sociedade). Desta forma, verificamos que em todas as situações se procura acautelar os sócios contra os efeitos do controlo na sociedade ou, no caso da última derrogação, protegê-los de um mal maior. Não há como negar o *domínio* como um pressuposto material fundamental ao sistema da OPA obrigatória, pela necessidade de protecção dos sócios minoritários e tutela do mercado a que o originar do controlo obriga.

XXXIII. Só por o domínio ser fundamental ao lançamento da OPA obrigatória se pode justificar que, mediante a prova de que este não se verifica no caso em concreto, depois de reunidos os requisitos de constituição da obrigação de lançamento da OPA universal, o cumprimento da obrigação seja inexigível, nos termos do n.º 2 do 187.º do CVM. Como afirma Vítor Pereira das Neves²³⁹, referindo-se às relações entre o n.º 1 e o n.º 2 do artigo 187.º do CVM, “não é logicamente concebível que o legislador admita que se afaste a exigibilidade de um dever por demonstração da não verificação de determinado facto se não tiver precisamente partido, na estatuição de tal dever, do pressuposto inverso de que esse facto se verifica efectivamente”. E é também essa a razão que justifica que, aquando da ausência de domínio, quando este se venha mais tarde verificar,

²³⁹ VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos... cit., p. 723.

a OPA tenha de ser imediatamente lançada, nos termos do artigo 187.º, n.º 3, b), tornando-se o cumprimento dessa obrigação finalmente exigível.

XXXIV. Tal como resulta do que até agora temos vindo a defender, deve ser adoptado um conceito de domínio ou de controlo que – não para efeitos do Direito dos Instrumentos Financeiros –, mas apenas para efeitos de constituição da obrigação do lançamento da OPA, possa servir de base ao regime de acordo com o objectivo que lhe está subjacente, e respeitando as directrizes europeias e constitucionais.

Na escolha do critério norteador da reinterpretação do regime, parece-nos ser de atender à afirmação de João Soares da Silva: “[é] sistemicamente tolerável, em termos gerais, o risco de que as ficções utilizadas para efeitos de obrigação de divulgação de participação venham a *pecar por excesso*, gerando dever de divulgação onde a susceptibilidade de influência dos direitos de voto não seja nítida ou possa até em concreto não existir; Ao invés, a gravidade das consequências impõe firmeza do intérprete para que tal excesso não possa ocorrer na determinação da existência de dever de lançamento de oferta pública. Este dever pode certamente prescindir (é o intuito primário da técnica escolhida) da demonstração da existência de controlo dos votos em causa, ou mesmo até da efectiva existência desse controlo, mas não pode constituir-se *independentemente de uma real e efectiva susceptibilidade dele*”²⁴⁰.

XXXV. Assim, na definição do critério de domínio relevante, para efeitos da constituição da obrigação de lançamento da OPA, o intérprete deverá ter em atenção que este será norteador na interpretação do artigo 20.º, o qual delimita a obrigação de lançamento, complementando o artigo 187.º do CVM. O conceito de domínio²⁴¹ a adoptar não pode, por isso, ser um conceito meramente formal, sob pena de falir perante as situações da *praxis* comercial. Desta forma, o critério deve passar, necessariamente pelo *controlo efectivo* (*i.e.* de facto) sobre a sociedade

²⁴⁰ JOÃO SOARES DA SILVA, “Algumas Observações... cit., pp. 54 e 55 (realçados no original).

²⁴¹ Domínio, na terminologia não jurídica, consiste na “supremacia em dirigir e governar as acções de outrem pela imposição da obediência” – Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa, INSTITUTO ANTÔNIO HOUAISS DA LEXICOGRAFIA PORTUGAL, temas e debates, Lisboa, 2005. Repare-se que os verbos utilizados apontam todos para o exercício de um poder. No mesmo sentido aponta a definição de “control” do *Black’s Law Dictionary*, 4.ª pocket edition, West, 2011, que o define como “1. To exercise power or influence over. 2. To regulate or govern. 3. To have controlling interest in”. Recorde-se que o sócio que *efectivamente controla* a sociedade, tem algo mais do que os outros sócios da sociedade – são os chamados benefícios privados de controlo, que só surgem com o controlo efectivamente exercido pelo sócio. EDMUND-PHILIPP SCHUSTER, *Efficiency in Private Control...* cit., pp. 14 e ss.

dominada, ou seja, um exercício *efectivo*²⁴² de influência dominante²⁴³, susceptível de integrar os casos em que exista uma verdadeira relação de grupo entre o obrigado e a sociedade visada, e de constituir, pelo seu exercício (porque *efectivo*), situações²⁴⁴ que careçam de tutela pela ordem jurídica e cuja resposta desta seja assim, justificadamente, a protecção através da instituição da obrigação de lançamento.

XXXVI. Aplicando o conceito de *controlo efectivo* ao facto constitutivo das OPAs obrigatórias, cumpre verificar então em que casos se deverá realizar a imputação dos direitos de voto e aqueles em que não se justifica. Posteriormente, será necessário verificar, utilizando aquele mesmo critério, quando é que se justifica considerar verificado o controlo na determinação da presença de relações de domínio ou de grupo para efeitos de inexigibilidade. Devemos desde já esclarecer que não existe qualquer dúvida acerca da imputação nas relações de grupo, dado o poder de direcção unitária, *i.e.* de emitir instruções vinculantes à sociedade dependente (nos termos do artigo 503.º do CSC). Porém, esta imputação só deverá ter lugar enquanto existir o *controlo efectivo* por parte da sociedade dominante e, desta forma, fugindo os direitos de voto do âmbito do controlo, mesmo que em virtude de instruções previamente dadas pela sociedade dominante, já não fará sentido realizar a sua imputação para efeitos da constituição da OPA obrigatória²⁴⁵.

Já sabemos que o controlo de uma sociedade passa pelo controlo dos seus órgãos, *maxime*, pelo controlo do seu órgão de administração. No âmbito das relações de domínio, como Tamburrini, já evidenciámos que “*concentrated ownership means blockholders choose their trustworthy directors*”²⁴⁶, pois cabe ao sócio controlador o poder de convocar uma reunião da assembleia geral com o propósito de substituir os membros da administração que votem em sentido contrário aos

²⁴² Parece-nos que é esta a ideia que VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos... cit., p 724, quando se refere ao “controlo atomizado” sobre os direitos de voto que o participante exerce em virtude do seu “vínculo” “forte ou intenso”, nas quantidades tidas como juridicamente relevantes.

²⁴³ Seguindo a ideia de PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 656, esse conceito deverá pois pressupor a exclusividade, que traduz a regra no ordenamento jurídico português (exclui-se as situações de grupo paritário e de controlo estruturado na base de acordos parassociais). Isto terá consequência, como PAULO CÂMARA reconhece, que “a prova do domínio por um terceiro – individual ou concertado – não constitui elemento *necessário* na prova negativa do domínio, mas constituirá condição *suficiente* para ilidir a presunção de domínio”, matéria sobre a qual nos pronunciaremos *infra*.

²⁴⁴ Abordadas em Parte II, 2.2, das quais se volta a destacar a necessidade de protecção dos sócios minoritários.

²⁴⁵ Assim, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, Opa...* cit., p. 425.

²⁴⁶ GIOVANNI TAMBURRINI, *Harmonization of Takeover Discipline: A Comparative Law and Economic Overview*, 2009, p. 18, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1423762>.

seus interesses. Desta forma, parece correcto que o critério para determinação do controlo seja o da imputação dos direitos de voto, como fez o artigo 187.º, n.º 1, com a remissão para o artigo 20.º do CVM, compreendendo nós agora que essa imputação não pode ser totalmente formal, devendo ser aquela que tem em vista imputar a um sujeito todos os votos que são susceptíveis de ele *efectivamente* controlar, e apenas estes²⁴⁷.

XXXVII. Apurado o critério de controlo que deve nortear a nossa análise do sistema, atentemos agora às normas jurídicas, numa segunda leitura. A alínea *a*) do n.º 2 do artigo 21.º do CVM determina assim que existirá “em qualquer caso”, uma relação de domínio quando um sujeito *disponha* da maioria dos direitos de voto. Interpretar esta alínea como relativa a todos os fenómenos de imputação do artigo 21.º, impossibilitando a prova em contrário da relação de domínio assim estabelecida, “seria ir longe demais”²⁴⁸. Já sabendo, por isso, que recorreremos ao artigo 483.º, n.º 2, do CSC, para a imputação dos direitos de voto, não podemos concordar com a opinião de Carlos Osório de Castro, quando afirma bastar a titularidade formal. Parece, aliás, ser essa a diferença relativamente ao que dispõe o CSC, no artigo 486.º, n.º 2, *a*)²⁴⁹. Parece-nos, que Vítor Pereira das Neves²⁵⁰ faz uma melhor leitura da norma, ao chamar a atenção para o facto de que a palavra utilizada pela lei é a “dispor” (como acima realçámos), que “corresponde a uma faculdade tradicionalmente carregada de significado”, sendo a situação em que o titular do voto tem plena liberdade de decisão sobre o modo de exercício dos direitos de voto em causa, estando-lhe conferida uma total discricionariedade a tal respeito, sem qualquer vinculação externa, que o iniba ou limite”. Esta disposição a que a lei se refere é assim, por contraposição com o disposto na alínea *c*) do n.º 1 do artigo 20.º (que trata da disposição exclusiva), uma disposição não exclusiva por parte do participante.

XXXVIII. Repare-se que quanto à alínea *b*), do n.º 2 do artigo 21.º, já tínhamos concluído pela necessidade do *exercício efectivo* dos direitos de voto –, nos termos do acordo social, para se verificar o preenchimento da presunção estabelecida. Quanto à alínea *c*) do n.º 2 do artigo 21.º, a única conclusão a retirar é a de que, como faz Vítor Pereira das Neves²⁵¹, a nomeação e destituição dos órgãos de administração e fiscalização serão as matérias que, no espírito global do artigo 21.º,

²⁴⁷ PAULA COSTA E SILVA, “A Imputação de Direitos de Voto... cit., p. 408.

²⁴⁸ JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação dos direitos...* cit., p. 139.

²⁴⁹ Neste sentido, JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação dos direitos...* cit., p. 136.

²⁵⁰ VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos... cit., p. 732.

²⁵¹ VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos... cit., p. 741.

a disposição da maioria dos direitos de voto (mesmo que conjuntamente, mediante acordo social) constitui presunção inilidível. Conclui-se, portanto, que a mera disposição dos direitos de voto não pode ser justificativa de uma presunção inilidível, uma vez que as grandes decisões de uma sociedade são tomadas no seio do seu órgão de administração e não na assembleia geral, onde têm assento os sócios. Este argumento, parece conduzir-nos à desconsideração das presunções inilidíveis estabelecidas pelo legislador, o que não pode ser feito de ânimo leve. Em sede dos argumentos a apresentar para efeitos da prova da inexistência das relações do n.º 2 do artigo 187.º do CVM, analisaremos este problema²⁵².

XXXIX. O conceito de influência dominante do CVM parece ser, por contraposição ao que acontece no CSC, um conceito que não é totalmente indeterminado, devido às presunções estabelecidas no artigo 21.º, n.º 2 do CVM, embora nos termos que se avançou. Dada a dupla relevância das relações de domínio e de grupo para efeitos da *constituição* da obrigação de lançamento da OPA, resulta que a restrição do conceito de controlo a “*controlo efectivo*” terá efeitos no regime que o legislador estabeleceu. Relativamente à *factispecie* da norma da obrigação de lançamento, presente no n.º 1 do artigo 187.º, remetendo para os artigos 20.º e 21.º, parece que o conceito de *controlo efectivo* terá por efeito diminuir o conjunto de situações em que existirá a obrigação de lançamento da OPA universal, diminuindo, também, por outro lado, o conjunto de situações em que existe imputações de direitos de voto por força da alínea b) do n.º 1 do artigo 20.º do CVM. No entanto, uma vez constituída a obrigação de lançamento, a redefinição conduz a que a inexigibilidade de lançamento tenha lugar num conjunto muito menor de situações, uma vez que só se atenta às relações de domínio e de grupo fundadas no *controlo efectivo*. Desta forma, só ao sócio que controla a sociedade, usufruindo das vantagens daí resultantes, *v.g.* os benefícios privados de controlo, será imposta tal obrigação, porquanto só aí existirá necessidade de tutelar os minoritários, descurados no governo das sociedades.

XL. Retomando a atenção sobre os problemas anteriormente colocados²⁵³, verificamos que as situações de controlo não efectivo com obrigação de lançamento já não terão lugar, uma vez que, atendendo à reinterpretção dos critérios exigidos para a constituição da obrigação do lançamento da OPA, mesmo que a imputação das outras alíneas do artigo 20.º resulte uma imputação justificativa da constituição da obrigação, a não verificação do controlo levará à inexigibilidade do lançamento.

²⁵² *Infra.*, em 4.

²⁵³ Em 2.2. e 2.3.

Por outro lado, nas situações de efectivo controlo, sem dever de lançamento, a reinterpretação das normas não gera, da mesma forma, a obrigação de lançamento de uma OPA universal. Porém, não vigorando em Portugal a solução italiana anterior ao *Testo Unico della Finanza*, que permitia à *Consob* determinar qual o limiar dos direitos de voto que na sociedade em concreto conferia o controlo, não se avista solução para esse problema. Esses casos serão o preço a pagar pelo estabelecimento de critérios formais – aqueles que tendencialmente conferirão o controlo – tutelando assim a segurança e certeza jurídica, essenciais ao funcionamento do mercado regulamentado.

4. *Prova da inexigibilidade – a necessidade da prova negativa das relações de domínio e de grupo e a insuficiência da prova de domínio por outrem*

XLI. O n.º 2 do artigo 187.º determina que, não se encontrando o obrigado ao lançamento da OPA totalitária em relação de grupo nem de domínio com a sociedade visada, a obrigação de lançamento não será exigível, quando ele faça prova da inexistência dessas relações. A primeira conclusão a retirar, é a de que *ubi commoda, ibi incommoda*, ou seja: é o interessado em garantir a inexigibilidade da sua obrigação que tem o ónus de provar que não estabelece com a sociedade visada nenhuma das referidas relações. Colocam-se várias questões: como se efectua a prova da inexistência daquela? É suficiente fazer prova de que outro sócio domina a sociedade, ou será necessário fazer a prova negativa quanto ao obrigado?

No *Takeover Code*, a dispensa da obrigação de lançamento num caso semelhante ao em estudo, tem lugar quando accionistas que detenham, pelo menos, 50% dos direitos de voto declarem por escrito que não aceitarão a oferta no caso de esta ser lançada pelo sujeito obrigado – trata-se da possibilidade de fazer a prova negativa do domínio, prevista na alínea (a) da nota 5 às *dispensations from rule 9*. Esta dispensa será apreciada pelo *Takeover Panel*.

A questão pode porém ser colocada de outra forma. É possível, para efeitos da constituição do dever de lançamento de OPA, haver domínio conjunto ou apenas se permite que haja domínio exclusivo? Optando pela primeira hipótese, não bastará a mera prova de que outrem domina a sociedade visada, é necessário provar a inexistência de uma influência dominante por parte de quem ultrapassou um terço dos votos. É que, optando por esta segunda hipótese, bastar-se-á provar o domínio de terceiro para, naturalmente, se excluir a possibilidade da existência de relações de domínio. Indo por esta segunda, afirma Juliano Ferreira²⁵⁴ que a prova “será relativamente fácil, *v.g.* se houver outro accionista, daquele independente,

²⁵⁴ JULIANO FERREIRA, “Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição”, in *DSR*, Coimbra, Almedina, ano 3, vol. 6, 2011, p. 203.

que detenha participação mais elevada na sociedade – trata-se da prova negativa de domínio”. Na nossa opinião, fazer prova de que outro sócio possui uma participação social mais elevada seria sempre irrelevante – pertinente seria, se bastasse a prova negativa, a demonstração de que existe outro accionista a quem poderia ser imputada uma maior percentagem de direitos de voto *efectivamente exercitáveis* (pense-se, por exemplo, que parte da sua participação é constituída por acções preferenciais sem voto). Porém, a prova de domínio por outrem, não afasta a existência de uma relação de grupo entre a dominante e o obrigado, *v.g.* através do contrato paritário entre as sociedades dominantes e através de controlo exercido através de acordos parassociais (ambos os casos serão, admitamos, raros na prática) – veja-se ainda os casos da alínea *h*) do artigo 20.º.

XLII. Tal prova negativa do domínio faz-se mediante a prova de que não existe uma relação contratual de grupos, e provando que não se verifica nenhum dos factos previstos nas presunções do artigo 21.º, n.º 2. Porém, como vimos, o conceito de influência dominante não se basta na existência de um facto previsto naquelas três alíneas. Será por isso exigível que o participante demonstre que não exerce essa influência dominante. É necessário aqui um esclarecimento adicional: o participante não necessita, naturalmente, de fazer prova negativa de todas as situações hipotéticas desenhadas pela doutrina.

XLIII. Mesmo assim, apesar de já restrito o âmbito das presunções, as soluções que se têm trilhado não se compadecem com a natureza das presunções estabelecidas pelo legislador mobiliário. Este caminho passa ainda por desvalorizar a sua natureza de presunção inilidível, considerando que “caso ocorram [situações em que existe imputação de direitos de voto inerentes aos valores mobiliários da sociedade dominada, cujo exercício não se encontra dependente da influência efectiva da sociedade dominante] e descaracterizem a reacção de domínio ao ponto de a dominante não ter o controlo sobre o exercício dos direitos de voto por parte da sociedade dependente, não deve considerar-se para efeitos de opa obrigatória, que a relação de domínio continua a existir e se mantém incólume”²⁵⁵.

Quanto a este aspecto, não podia, na nossa opinião, ser mais certa a solução proposta por Vítor Pereira das Neves²⁵⁶, que vem classificar em dois grupos os potenciais argumentos que o participante pode deduzir para suspender a exigibilidade do lançamento, nos termos do n.º 2 do artigo 187.º: (i) apelar à estrutura accionista para – no exemplo extremo – demonstrar que outro participante domina mais de 50% dos direitos de voto; e (ii) invocar a “*baixa intensidade* da sua *conexão*

²⁵⁵ HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, Opa...* cit., p. 426.

²⁵⁶ VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos...” cit., pp. 719 e ss.

com parte dos direitos de voto que lhe são imputados, para efeitos de afirmação de inexistência de posição de *domínio* sobre a sociedade participada”, ou seja, na formulação que adoptámos, que não exerce o *controlo efectivo* (de facto) sobre os votos, não exercendo o domínio sobre a sociedade.

Assim, o segundo grupo de argumentos seria susceptível de ser invocado para fazer a prova negativa do domínio, quer quando se ultrapassasse o limiar de um terço dos direitos de voto, quer quando se ultrapassasse o limite da metade dos direitos de voto, pois “as questões de natureza *qualitativa* – relacionadas com a *intensidade* da *conexão* estabelecida entre o participante e os direitos de voto que lhe sejam imputados (...) – são assim questões que passam ao lado do n.º 2 do 187.”²⁵⁷. As alíneas do n.º 3 do referido preceito são apenas relativas ao “progressivo *reforço quantitativo* da posição anteriormente detida”.

Desta forma, a presunção inilidível constituída pelos n.ºs 1 e 2 do artigo 187.º do CVM, relativa à ultrapassagem da maioria dos direitos de voto, tem em conta apenas “os direitos de voto com os quais o participante mantenha um *vínculo* de tal modo *forte* ou *intenso* que permita afirmar um *controlo atomizado* sobre os mesmos direitos de voto que, uma vez considerados estes globalmente, nas *quantidades* legalmente tidas por relevantes, permitam ao mesmo participante o exercício de uma posição de *domínio* sobre a sociedade em causa”²⁵⁸.

Deste modo, aquando da imputação dos direitos de voto ao participante, é necessário verificar qual deverá ser a *intensidade mínima da conexão* a exigir para efeitos da contabilização, nos termos do artigo 187.º, n.º 1, do CVM, distinguindo-a da exigida no âmbito das obrigações de comunicação. Conseguindo provar, no âmbito do artigo 187.º, n.º 2 do CVM, uma “absoluta neutralidade”²⁵⁹ no *status socii* do sócio minoritário resultante dos factos originários da imputação ao abrigo do n.º 1, revelando que não existe “qualquer incidência, mesmo que abstracta, sobre a gestão da controlada e, conseqüentemente, sobre os seus sócios”²⁶⁰, poderá o obrigado, desde logo, evitar a exigibilidade da obrigação de

²⁵⁷ VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos... cit., p. 722 (realçados no original).

²⁵⁸ VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos... cit., p. 724 (realçados no original).

²⁵⁹ Expressão de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em “OPA obrigatória... cit., pp. 644–646, em que afirma que “só a prova de uma absoluta neutralidade da modificação ao nível da imputação de uma participação do controlo justificaria a exclusão da obrigatoriedade de lançamento (...)”, significando “a ausência de agravamento do risco abstrato dessa modificação para a posição dos accionistas minoritários, rectius ausência de alteração do perfil de risco do respectivo investimento” (realçados no original). No caso a que nos referimos é justamente a “absoluta neutralidade da modificação ao nível da imputação” que cumpre à sociedade participante provar, demonstrando que, não obstante a reunião dos critérios que determinam a constituição da obrigação de lançamento, o *controlo efectivo* pertence a uma outra sociedade do grupo que com ela se encontra obrigada.

²⁶⁰ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em “OPA obrigatória... cit., p. 646.

lançamento. Provavelmente, a comprovação de que não domina os órgãos da sociedade – e por essa razão, que a sociedade consegue determinar a sua vontade juridicamente relevante com autonomia em relação ao obrigado –, será suficiente para fazer essa prova.

XLIV. Outra questão que sobressai é a de se saber qual o prazo para a prova da inexistência das referidas relações. Não havendo qualquer indicação legal, Paulo Câmara²⁶¹ propõe, em coerência com a imediação da publicação do anúncio preliminar, decorrente no artigo 191.º, n.º 1, do CVM, que a prova negativa do domínio tenha lugar imediatamente após a constituição da obrigação de lançamento de OPA, solução com a qual concordamos.

A apreciação da prova é feita pela CMVM, entidade supervisora do mercado. A este propósito, cumpre recordar o decidido no acórdão do Tribunal Central Administrativo do Sul (“TCA Sul”) de 22-03-2012²⁶². Embora em juízo estivesse uma questão relativa ao prospecto de uma OPA, cumpre apreciar as palavras do Tribunal:

«[E]stamos, neste domínio, em face de normas eminentemente técnicas, que exigem um conhecimento específico do funcionamento do mercado de capitais. Mas isso não basta para que – alegando-se, sem mais, que se está perante um espaço de discricionariedade técnica – a atuação administrativa em causa corresponda (sempre) a uma atividade vinculada mas (sempre) a uma atividade judicialmente insindicável».

Na «tarefa de concretização de conceitos jurídicos indeterminados devem distinguir-se dois tipos de atuação administrativa, precisamente com base na dicotomia entre conceitos indeterminados de tipo classificatório e conceitos verdadeiramente indeterminados ou conceitos-tipo».

Afirma ainda o TCA Sul que «não é aos conceitos indeterminados de tipo classificatório que, no domínio da disciplina da informação e para efeito da atribuição dos poderes que aí são exercidos pela autoridade administrativa, a lei mais recorre», concluindo que «ainda assim, há alguns exemplos importantes que devem ser considerados e que dizem essencialmente respeito aos conceitos técnico-jurídicos utilizados no âmbito da regulação financeira, os quais, constituindo verdadeiros termos da arte, são suscetíveis de apenas uma interpretação possível. A noção de participação qualificada, ou a de relação de domínio, utilizadas precisamente para impor deveres de informação cujo cumprimento a CMVM é chamada a vigiar, são talvez os casos mais relevantes. Tratando-se de conceitos que encerram alguma indeterminação, a sua densificação não deixa, contudo, de configurar meros juízos de existência, para

²⁶¹ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., pp. 657 e 658.

²⁶² Ac. do TCA Sul de 22-03-2012, com o processo n.º 07555/11 e o relator PAULO CARVALHO, disponível em www.dgsi.pt.

os quais a lei, juntamente com os conhecimentos técnicos decorrentes de outras ciências, oferece os instrumentos necessários para chegar a soluções unívocas».

«No segundo conjunto de situações relevam já os conceitos verdadeiramente indeterminados ou conceitos-tipo, cujo preenchimento ou densificação surge como mais exigente, impondo à Administração a emissão de verdadeiros juízos de valoração. Sendo a sua indeterminação apenas ultrapassável mediante o recurso a valorações e “avaliações próprias” da Administração e implicando, por isso, a realização de juízos de prognose, típicos da “autonomia pública administrativa”, este tipo de conceitos resulta já na concessão de uma verdadeira margem de livre decisão da Administração».

XLV. A questão é a de saber se, para efeitos de constituição de OPA, o conceito de relação de domínio é, tal como considerado pelo TCA Sul, um conceito susceptível “de apenas uma interpretação possível” ou se, por outro lado, se integra no segundo conjunto, de “verdadeiros conceitos indeterminados”. Este aspecto é importante, já se adivinha, para saber da sua sindicância judicial.

Parece-nos que relativamente a esta questão, convém tomar em atenção dois aspectos, como faz o tribunal. Uma coisa trata-se do preenchimento do conceito de domínio. Outra coisa será verificar se dentro desse preenchimento se observaram os imperativos legais consagrados. O preenchimento dos conceitos de “controlo”, e “relação de domínio”, são conceitos indeterminados, mesmo para efeitos de constituição da obrigação de OPA. Apesar disso, existem directrizes normativas para o preenchimento desses conceitos, em especial e, como temos vindo a estudar, as presunções do n.º 2 do artigo 21.º do CVM. Desta forma, a apreciação da legalidade, *i.e.* do respeito por esses critérios, caberá sempre ao tribunal. Porém, uma vez respeitados, a CMVM dispõe ainda de uma margem de discricionariedade para verificar do seu preenchimento, num espaço de competência que é – dada a sua natureza técnica – insindicável. É aliás neste sentido que o tribunal acaba por concluir, embora em matéria de transparência.

5. Vinculações do participante após sucesso da prova

XLVI. A obrigação de lançamento da oferta encontra-se apenas *suspensa*²⁶³. Esta consideração depende da natureza jurídica que se atribuir ao controlo para efeitos da OPA obrigatória, *i.e.*, determinar se o domínio constitui um requisito da obrigação de lançamento da OPA ou se, por outro lado, constitui apenas uma condição de exigibilidade daquela.

²⁶³ VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, “Delimitação dos votos... cit., p. 718, considerando que, apesar de em condições normais, a obrigação de lançamento ser imediatamente exigível, esta se encontra *suspensa*, nos termos do n.º 2 do artigo 187.º, dependente da verificação das condições aí referidas.

O requisito é formal e encontra-se explicitamente determinado no n.º 1 do artigo 187.º, traduzindo-se na ultrapassagem dos limiares dos direitos de voto aí determinados. Porém, constituída a obrigação, esta encontra-se subordinada à verificação da condição de exigibilidade da obrigação, consistente no controlo que se pode apresentar sob duas formas que são alternativamente determinadas pelo legislador: (i) sob forma de relações de domínio (que o pressupõem), ou (ii) sob forma de relações de grupo (que o pressupõem cumulado a um *plus*).

Deste modo, a ausência do requisito indicado parece determinar a irrelevância jurídica da situação para efeitos da *constituição* da obrigação de lançamento da OPA. Por outro lado, com a verificação do requisito formal, questiona-se se, na falta de verificação do controlo, a situação se mantém juridicamente irrelevante para aqueles efeitos – o que levaria a considerar o domínio como um requisito da constituição da obrigação.

XLVII. A resposta tem de ser negativa. A verificação da ultrapassagem das faíscas previstas no n.º 1 do artigo 187.º, n.º 1, do CVM, tem relevância jurídica para efeitos da OPA obrigatória, mesmo após a prova com sucesso da inexigibilidade do lançamento, ou seja, quando provado que o controlo não se verifica. Repare-se que, triunfando o obrigado ao lançamento na prova de inexistência daquela, ficará adstrito nos termos do artigo 187.º, n.º 3, a duas vinculações: nos termos da alínea *a*), a “comunicar à CMVM qualquer alteração da percentagem dos direitos de voto de que resulte um aumento superior a 1% em relação à situação anteriormente comunicada”, aquando da prova à CMVM e, de acordo com a alínea *b*) do mesmo preceito, a lançar uma oferta pública de aquisição, quando o obrigado adquira uma posição que lhe permita “exercer influência dominante sobre a sociedade visada”. Que têm em comum estas duas obrigações? A sua relação com o controlo.

Repare-se que se traduzem em vinculações com algumas diferenças entre si. A primeira vinculação, que assume a natureza de dever, tem por objectivo tutelar a transparência, por forma a evitar a verificação do domínio sem que, concomitantemente se torne exigível o lançamento da OPA. A segunda vinculação constitui uma obrigação que previamente se encontrava estabelecida. A lei veio apenas conferir ao controlo²⁶⁴ a natureza de condição de exigibilidade.

Esta obrigação e este dever mantêm-se enquanto o participante continuar a ter uma participação a que correspondam direitos de voto que a ordem jurídica presume conferirem domínio – enquanto ele estiver acima do limiar de um terço dos direitos de voto.

²⁶⁴ Apesar da redação da alínea *b*) do n.º 3 do artigo 187.º, deve ter-se em conta que, quer se verifique uma relação de domínio, quer se verifique uma relação de grupo, ambas pressupõem o controlo.

XLVIII. Questão interessante que se poderá colocar é a de quem poderá exigir o cumprimento destas obrigações. Tomemos em consideração, desde logo, a obrigação de comunicação a que o obrigado ficou sujeito. Desde logo, a lei não estabeleceu qualquer prazo de comunicação da alteração na detenção dos direitos de voto. Tratando-se de um dever de comunicação, parece aceitável obedecer ao regime geral da ultrapassagem das fasquias de direitos de voto legalmente estabelecidas para efeitos de comunicação de participações qualificadas, nos termos do artigo 16.º, n.º 1, do CVM, que tem um prazo de quatro dias de negociação após o dia da ocorrência do facto ou do seu conhecimento. Atendendo à segunda obrigação, parece que agora o ónus da prova passará para o lado de quem afirmar detenha o exercício de uma influência dominante sem que, no entanto, tenha lançado a OPA.

6. *Incumprimento da obrigação de lançamento da OPA*

II. Pode questionar-se o que acontecerá no caso de o obrigado não lançar uma OPA universal quando verificados os requisitos para seu lançamento, a par da sua “condição”²⁶⁵ de exigibilidade.

Havendo incumprimento²⁶⁶, determina a lei a inibição de direitos de voto e do direito ao dividendo das acções. Antes de mais, cumpre delimitar quais os valores mobiliários que ficam inibidos dos poderes, ou seja o âmbito objectivo, que se encontra regulado no n.º 1 do artigo 192.º do CVM, o qual impõe aquela sanção. Serão sujeitos a estas inibições os valores mobiliários correspondentes às acções que, por um lado, excedam o limite a partir do qual o lançamento seria devido, nos termos da alínea *a*) daquele preceito e, por outro, nos termos da alínea *b*) tenham sido adquiridas por exercício e direitos inerentes às acções que tenham excedido o limite a partir do qual o lançamento seria devido ou a outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.

L. Já o âmbito subjectivo se encontra delimitado no n.º 3 do mesmo artigo. Apenas ficam inibidos os direitos das acções de que a pessoa que incumpriu o dever de lançamento da OPA é titular directa e as acções cuja titularidade corresponde às pessoas que com o inadimplente mantêm relações integradas no

²⁶⁵ Condição que, repare-se, não constitui uma “condição” tal como regulada no CC e configurada pela doutrina, uma vez que não foi acordada pelas partes, mas estabelecida pela lei.

²⁶⁶ Sobre este aspecto, atender a ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “OPAs obrigatórias... cit., pp. 980 e ss. e a CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória no direito português...* cit., pp. 14 e ss.

artigo 20.º do CVM²⁶⁷. Como a inibição apenas integra as acções que excedam o limite a partir do qual o lançamento seria devido, é compreensível que fiquem inibidos, preferencialmente os valores mobiliários do incumpridor e, só no caso de estes não serem suficientes, aqueles de que são titulares as pessoas no artigo 20.º, “segundo a ordem das respectivas alíneas, e, em relação a pessoas referidas na mesma alínea, na proporção das acções detidas por cada uma delas”, determina o preceito. Repare-se que esta regra demonstra que o artigo 20.º foi cuidadosamente redigido pelo legislador segundo a lógica da maior proximidade e que, segundo o critério por aquele estabelecido, as relações de domínio e de grupo surgem logo em segundo lugar, ou seja, na já nossa conhecida alínea *b*).

Desta forma, pensando num exemplo, imagine-se que a sociedade *A*, detentora de 20% dos direitos de voto da sociedade *B*, é detida pela sociedade *C* em 51% do capital social, sendo os direitos de voto efectivamente exercitáveis. Por seu turno, a sociedade *C* detém 29% do capital social da referida sociedade *B*, sendo os direitos de voto *efectivamente exercitáveis*. Em caso de incumprimento, apenas a sociedade *A* ficará inibida dos 20% dos direitos correspondentes às acções, de acordo com o artigo 192.º do CVM, ficando ainda a sociedade *C* inibida de 13% dos direitos das acções.

Mas pelo contrário, se a sociedade *A*, detentora de 4% dos direitos de voto da sociedade *B*, mas com direito a nomear e destituir os seus órgãos de administração, e titular de 51% dos direitos de voto da sociedade *C* (que por sua vez detém 29% da referida sociedade *B*), em caso de incumprimento do dever de lançamento pela sociedade *A*, apenas a sociedade *A* ficará inibida dos 4%, de acordo com o entendimento que demos da alínea *b*) do n.º 1 do artigo 20.º (recorde-se, só opera no sentido ascendente).

LI. Cumpre então perceber por quanto tempo ficarão os titulares das acções inibidos dos seus direitos. A inibição que acabámos de descrever vigora por um período de cinco anos, podendo cessar de duas formas: totalmente ou parcialmente. A cessação total da inibição ocorrerá, de acordo com a alínea *a*) do n.º 2 do artigo 191.º do CVM, com a publicação de um anúncio preliminar de uma oferta pública de aquisição cuja contrapartida “não seja inferior à que seria exigida se o dever tivesse sido cumprido atempadamente”. A cessação parcial tem lugar relativamente a cada acção inibida, à medida que estas vão sendo alienadas a pessoas que não tenham nenhuma relação prevista no artigo 20.º com ao alienante – concluímos, desta forma, que se trata de inibições não ambulatórias, que visam incidir sobre o obrigado e não sobre o valor mobiliário.

²⁶⁷ Como vemos, é mais uma delimitação subjectiva realizada pelo artigo 20.º, por nós já destacada na parte II, 2.1., *iii*).

LII. Da inibição dos direitos de voto poderão resultar consequências jurídicas nas deliberações da sociedade visada, *maxime* a invalidade destas. Porém, aprovação de uma deliberação com votos inibidos não invalida, por si só, a deliberação. À semelhança do que dispõe o CSC na alínea *b*) do n.º 1 do artigo 58.º, para que seja anulável a deliberação, que esta passe uma “prova de resistência”. Ou seja, dispõe o n.º 4 do artigo 191.º que só será anulável a deliberação dos sócios que não seria aprovada sem os votos inibidos. A anulação da deliberação terá de ser judicialmente realizada, por isso estamos perante uma inibição imediata, mas não automática²⁶⁸.

Já quanto à inibição do direito ao lucro, determina o n.º 5 do artigo 191.º do CVM que serão revertidos para a sociedade os dividendos inibidos.

LIII. A inibição de votos está também prevista no *Takeover Code* do Reino Unido (*rule 9.7*, segunda parte), embora de forma diferente. Quando uma oferta lançada no âmbito da *mandatory bid rule* não seja bem-sucedida devido a uma causa que não a falta de preenchimento da condição permitida na *rule 9.1* (a oferta pode ser subordinada à condição de o oferente atingir os 50% dos direitos de voto na sociedade visada)²⁶⁹, deve o *Takeover Panel* ser consultado, quanto ao exercício ou à aquisição do poder de exercício dos direitos de voto inerentes às acções da sociedade visada que seriam objecto da oferta²⁷⁰. Ou seja, o *Takeover Panel* irá depois determinar as inibições a aplicar, com referência às *notes à rule 9.7* do *Takeover Code*.

No Código do MVM, eram previstas, no artigo 531.º, regras semelhantes às estabelecidas no CVM, no artigo 191.º. Previa-se, no entanto, uma inibição apenas dos direitos de voto (excluindo, desta forma, os dividendos) e por um período de cinco anos.

LIV. No caso de domínio emergente de concentração oculta de accionistas com violação de lançamento de OPA, como podem os sócios prejudicados actuar? Este caso é especialmente querido aos accionistas que não integrem o grupo de sociedades onde a sociedade visada se encontra inserida, quando a sociedade visada se integrar num grupo de sociedades. O entendimento que se tenha acerca deste

²⁶⁸ Para comparar com o regime anterior, JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória...* cit., p. 373, defendendo que a inibição era, à época, automática, cabendo, num primeiro momento à entidade com competência para verificar o funcionamento desta inibição (Presidente da Mesa da Assembleia Geral e a própria Assembleia Geral), sendo que, neste caso, a sentença judicial teria natureza meramente declarativa.

²⁶⁹ Pense-se no caso de a oferta ser declarada ilegal, por não respeitar o regime da contrapartida.

²⁷⁰ Esta consulta é ainda obrigatória no caso de ser necessário lançar uma nova oferta, nos termos da nota 2 à *rule 9.3* do *Takeover Code*.

assunto encontra-se intimamente relacionado com aquele que se tenha acerca da natureza jurídica do dever de lançamento de uma OPA universal.

A doutrina que defenda que se trata de um dever jurídico *stricto sensu* não poderá, em coerência com a sua posição, considerar ser possível a exigência coactiva do cumprimento, por parte dos accionistas livres, porquanto para esta concepção estaremos perante uma situação jurídica passiva absoluta²⁷¹. Assim, para estes, aos interessados apenas se disponibiliza um mecanismo para defesa dos seus interesses: requerer a actuação da CMVM²⁷².

Pedro Pais de Vasconcelos²⁷³, optando por aquele entendimento que considera que a obrigação de lançamento é uma situação jurídica passiva relativa que tem como situação jurídica activa correspondente a faculdade de exoneração, integrante do direito social, considera que existem dois níveis de reacção. Desde logo, a actuação da CMVM a requerimento dos interessados, já referida. Por outro lado, a acção popular, por impulso de investidores não institucionais, associações de defesa dos investidores e fundações que tenham por objecto a protecção dos investidores (artigo 31.º do CVM).

Sendo que a omissão do lançamento da oferta geral constitui uma contra-ordenação muito grave, nos termos do artigo 393.º, n.º 2, *h*), do CVM, prejudicando o normal funcionalmente do mercado, a CMVM tem o poder de investigar a situação por formar a conhecer da existência ou não do dever de lançar a oferta. Concluindo pela positiva, deverá ordenar o lançamento da oferta geral, nos termos do artigo 360.º, n.º 1, *f*), cuja desobediência irá cominar na prática do crime de desobediência previsto no artigo 381.º do CVM²⁷⁴.

Já se compreende que a necessidade de se recorrer à acção popular deriva de não compreender o direito de exoneração como um direito subjectivo plenamente individualizado²⁷⁵.

Quem, como nós, responder de forma positiva à questão, considerará que o lançamento de OPA é susceptível de ser exigido coactivamente, por interpretação extensiva que a doutrina tem feito do disposto no artigo 830.º do CC, considerando que este é relativo à obrigação de contratar²⁷⁶.

²⁷¹ Neste sentido, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., pp. 620 e 621.; CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória no direito português...* cit., pp. 19 e 20.; e MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória...” cit., p. 180.

²⁷² Esta também poderá actuar oficiosamente, se bem que agora analisamos as opções de que dispõem os accionistas prejudicados.

²⁷³ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Concertação...” cit., pp. 41 e ss.

²⁷⁴ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Concertação...” cit., p. 43.

²⁷⁵ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “OPAs obrigatórias...” cit., p. 980, nota n.º 188.

²⁷⁶ Sobre este assunto, com referências doutrinárias e jurisprudenciais, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “OPAs obrigatórias...” cit., pp. 972-979. Chamamos a atenção que a adopção da execução

LV. Outra questão que se deve colocar neste plano é a de saber quais as consequências jurídicas do incumprimento da obrigação de comunicação constante da alínea *a*) do n.º 3 do artigo 187.º do CVM, ou seja, no caso em que exista uma alteração da percentagem dos direitos de voto que resulte num aumento superior a 1% por comparação com a situação previamente comunicada. Deverá tal incumprimento ser sancionado com a obrigação de lançamento de uma OPA, ou, por outro lado, ter as consequências jurídicas que são atribuídas ao incumprimento de outros deveres de comunicação? Repare-se que a imposição deste dever tem por objectivo prevenir-se a aquisição do controlo sem o cumprimento da correspondente obrigação lançamento da OPA.

As consequências que geralmente são impostas ao incumprimento dos deveres de comunicação encontram-se previstas nos artigos 388.º e 389.º do CVM. O segundo preceito determina, no seu n.º 1, que constitui uma contra-ordenação muito grave a omissão da prestação de informação à CMVM [alínea *c*)]. Dessa forma, será aplicável, nos termos do disposto no artigo 388.º, n.º 1, *a*), uma coima entre os 25.000,00 euros e os 5.000.000,00 euros.

LVI. Parece-nos que esta sanção já é suficiente severa, existindo um largo espaço de decisão relativamente à quantia a aplicar. Neste sentido, não será necessário impor o cumprimento da obrigação de lançamento da OPA na omissão da prestação informação que deveria ter sido dada nos termos da alínea *a*) do n.º 3 do artigo 187.º do CVM. Afinal, pode ainda nem se ter verificado a condição de exigibilidade que já vimos ser necessária para imposição do regime da OPA obrigatória: a existência do controlo.

Caso a omissão tenha lugar e a alteração nos direitos de voto, sendo superior a 1%, permita ao sócio o *controlo efectivo*, tal facto deverá ser considerado para efeitos da determinação do valor da coima por um lado, e, por outro, uma vez que nos encontramos perante o incumprimento do disposto na alínea *b*) desse preceito, poderá ser fonte de responsabilidade pela falta de lançamento de uma OPA universal.

específica às situações da OPA obrigatória está totalmente dependente da interpretação extensiva que a doutrina tem feito do disposto no artigo 830.º do CC, considerando que este é relativo à obrigação de contratar. Não concordar com interpretação extensiva à obrigação de contratar, levará à mesma conclusão a que chega CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória no direito português...* cit., p. 19, ao notar “não haver obviamente qualquer anterior promessa de contrato” e chamando a atenção para este importante aspecto: “a sentença judicial que viesse a ser proferida não seria idónea para colmatar a omissão de declaração contratual, porque o conteúdo da proposta de lançamento de OPA (ainda que imperativa) comporta alguma flexibilidade designadamente quanto ao conteúdo do prospeto, ao prazo e principalmente quanto à natureza da contrapartida (dinheiro ou valores mobiliários), que nenhum juiz está em condições de conjeturar e seleccionar”. Ainda, o “tribunal não tem poderes para ordenar a aceitação ou as aceitações dos destinatários”.

7. Responsabilidade civil pelo incumprimento do lançamento da OPA

LVII. O incumprimento do regime da OPA obrigatória pode gerar responsabilidade²⁷⁷. Determina o artigo 193.º do CVM que o “infrator²⁷⁸ é responsável pelos danos causados aos titulares dos valores mobiliários sobre os quais deveria ter incidido a oferta pública de aquisição”. Tratamos do tema da responsabilidade civil no âmbito da OPA obrigatória²⁷⁹.

Mais uma vez, o entendimento que se tenha da obrigação de lançamento da OPA irá influenciar o entendimento que se tenha acerca da responsabilidade civil do instituto.

Repare-se que, como nota Menezes Leitão²⁸⁰, “[a] lei não nos dá qualquer critério sobre as fórmulas de estabelecimento de responsabilidade”, a qual, no entanto, lhe “parece corresponder à segunda variante da ilicitude – por violação das normas de protecção²⁸¹ – prevista no art. 483.º do CC. Efectivamente, está em causa uma disposição que impõe um comportamento com o fim de proteger interesses particulares, correspondendo o dano à frustração das utilidades visadas com essa imposição, o que neste caso naturalmente terá de abranger danos puramente patrimoniais, como os que são representados pela perda da possibilidade de alienação dos valores mobiliários ao preço da oferta”.

Já se compreende que este entendimento tem subjacente a compreensão do lançamento da OPA como uma situação jurídica absoluta, um verdadeiro dever

²⁷⁷ Sobre o mesmo problema mas no ordenamento jurídico italiano, consulte-se ANDREA TUCCI, “Inadempimento degli obblighi”, in MARIO STELLA RICHTER JR. (coord.), *Le Offerte pubbliche di acquisto*, Torino, G. Giappichelli editore, 2011, pp. 274-292, com referências jurisprudenciais.

²⁷⁸ A lei denomina de infractor o inadimplente. Parece dever-se ao facto de a omissão de lançamento da OPA universal poder gerar responsabilidade contra-ordenacional, nos termos dos artigos 393, n.º 2, *h*), e 388, n.º 1, *a*) e n.º 3. Já no Código do MVM estava prevista a responsabilidade contra-ordenacional no artigo 670.º, n.º 15. Porém, no presente estudo, restringir-nos-emos ao âmbito da responsabilidade civil.

²⁷⁹ Sobre esta assunto, vide LUÍS MENEZES LEITÃO, “A Responsabilidade Civil no Âmbito... cit., pp. 111-125, e in JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO/RUY DE ALBUQUERQUE/MARTIM DE ALBUQUERQUE/PEDRO ROMANO MARTINEZ (org.), *Estudos em homenagem ao Prof. Raúl Ventura*, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2003, pp. 181-195

²⁸⁰ Em LUÍS MENEZES LEITÃO, “A Responsabilidade Civil... cit., p. 123.

²⁸¹ Sobre as normas de protecção no sistema jurídico português ligação à tutela dos danos puramente patrimoniais, vide ADELAIDE MENEZES LEITÃO, *Normas de protecção e danos puramente patrimoniais*, Dissertação de Doutoramento em Ciências Jurídicas na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2007, em especial, pp. 217- 290, explicando que “ao procurar-se uma resposta para os danos puramente patrimoniais no domínio da responsabilidade delitual, em especial no das normas de protecção, não se afasta a cobertura normativa no âmbito da responsabilidade obrigacional quando se evidenciam enquanto violações de situações jurídicas creditícias”, na p. 292.

jurídico, entendendo estarem subjacentes à OPA obrigatória interesses públicos, considerando o artigo 187.º como tendo natureza pública.

É essa a razão de Menezes Leitão socorrer-se, desta forma, das normas de responsabilidade extracontratual – recorre ao artigo 483.º do CC – em caso de incumprimento, reportando-se, como vimos à violação de uma disposição legal destinada a proteger interesses alheios.

LVIII. Outro é, porém, o nosso entendimento. Considerando a situação jurídica resultante da OPA obrigatória como uma situação jurídica passiva relativa, a verificação dos seus pressupostos constituirá uma relação jurídica entre o sócio obrigado e todos os outros sócios, sendo que estes últimos terão direitos subjectivos plenamente individualizados.

Desta forma, para tornar efectiva a responsabilidade civil, deverá o sujeito recorrer às regras de responsabilidade contratual, reflectidas nos artigos 798.º e seguintes do CC. Esta solução conduz a várias diferenças relativamente à utilização das regras da responsabilidade extracontratual. Desde logo, a existência de uma verdadeira presunção de culpa, nos termos do n.º 1 do artigo 799.º do CC, com inversão do ónus da prova²⁸². Por outro lado, o regime de responsabilidade pelos actos dos representantes legais e auxiliares (pense-se no caso da substituição no cumprimento da obrigação, prevista no artigo 191.º do CVM) será o previsto no artigo 800.º do CC e não o do 500.º do mesmo diploma legal (no caso da reunião dos pressupostos). Ainda haverá mais uma diferença relevante: o prazo de prescrição do direito de indemnização será diferente, porquanto, optando pela responsabilidade contratual, estar-se-á a optar pelo prazo ordinário de prescrição das obrigações e não pelo do artigo 498.º do CC.

Assim, cumpre analisar caso a caso a verificação dos diversos pressupostos de responsabilidade. A medida da indemnização será determinada atendendo à “diferença entre o valor actual desses valores mobiliários e a contrapartida que a eles deveria corresponder nos termos do art. 188.º do CVM se a OPA tivesse sido lançada oportunamente”²⁸³. Porém, não podemos deixar de acompanhar Menezes Falcão²⁸⁴, quando considera que a utilização da palavra danos e não prejuízos aponta para que sejam indemnizáveis os “benefícios que o lesado deixou de auferir em virtude do incumprimento, indemnizáveis nos termos gerais”.

²⁸² CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória no direito português...* cit., p. 17, onde conclui pela não inversão do ónus da prova, adoptando a posição de que a obrigação de lançamento de OPA é, na sua natureza, um dever (e não uma obrigação).

²⁸³ Para ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, “Sociedades Abertas... cit., p. 35.

²⁸⁴ MENEZES FALCÃO, “A OPA obrigatória... cit., p. 225, nota 75.

Conclusões

Baseada no *Takeover Code* britânico, a Directiva 2004/25/CE tentou criar um regime protector dos sócios minoritários, perante a aquisição de controlo da sociedade por parte de um sócio. Esse regime consiste na constituição de uma obrigação de lançamento de uma OPA geral e universal, com vista simultaneamente à protecção dos sócios minoritários e do mercado de valores mobiliários. Sabendo que o controlo de uma sociedade é realizado através dos seus órgãos sociais, *v.g.* do órgão de administração (que é nomeado em assembleia geral), o legislador comunitário estabeleceu como critério para determinar a existência do controlo, a ultrapassagem de uma percentagem dos direitos de voto correspondentes ao capital social, a estabelecer pelos Estado-membros discricionariamente.

Assim, o legislador nacional determinou no CVM a percentagem que considera corresponder ao controlo – 50 % dos direitos de voto atribuíveis a uma participação. Porém, consciente de que a realidade é complexa e de que o controlo pode ser atingido com percentagens mais baixas de direitos de voto, o legislador estabeleceu uma presunção de controlo – correspondente a 33,3 % –, tratando-se de um critério formal, para prosseguir fins de segurança e certeza jurídica. Para flexibilizar os critérios formais, foi criada a possibilidade de utilização de critérios materiais, prevendo o CVM excepções à obrigação de lançamento da OPA totalitária, devido: (i) desnecessidade de protecção dos sócios minoritários ou outros interesses imperiosos; (ii) o sócio não pretender exercer controlo, obrigando-se a abandoná-lo; (iii) outro sujeito cumprir esse dever; ou (iv) reunidos os requisitos formais, não existir controlo. Porém, para apurar da existência do controlo, o legislador recorreu a critério puramente formal para os grupos de sociedades e, por outro lado, para as relações de domínio, um critério material, mitigado por critérios formais (totalmente rígidos).

O regime, tal como delineado, cria situações injustas que são incongruentes com os objectivos a prosseguir pelo sistema. Geram-se situações de efectivo controlo sem dever de lançamento de OPA e situações de ausência de controlo com obrigação de lançamento de OPA. Tal deve-se ao facto de o legislador ter aproveitado, para os efeitos da constituição da obrigação de lançamento, critérios que por se destinarem a tutelar a transparência do mercado, são demasiados amplos e rígidos.

Já foi dito²⁸⁵ que o Direito dos Valores Mobiliários nacional é “demasiado complicado, numa situação agravada por práticas burocráticas obsessivas”, tendo como consequência, o facto de as operações mais “significativas” se fazerem à margem da lei e, acabando por afastar vários operadores do mercado, por preferirem financiar-se junto da banca ou tentando captar capitais estrangeiros.

²⁸⁵ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu das Sociedades*, 2005, Coimbra, Almedina, p. 527.

Com o objectivo de impedir estas práticas, porque também elas são desvantajosas para o mercado português, na falta de uma alteração legislativa, para impedir a criação de situações que se afiguram contra o sistema e violadoras de directrizes constitucionais e comunitárias, é imperativo fazer uma interpretação própria dos critérios estabelecidos para efeitos do dever de lançamento. Tal interpretação passa por adoptar um conceito de *controlo efectivo*, que justifique a oneração do sócio com uma obrigação tão economicamente pesada como o lançamento de uma OPA universal. Por outro lado, só assim se poderá tutelar os direitos dos sócios minoritários e o funcionamento do mercado, como se pretende através da instituição daquela obrigação. Repare-se que a OPA obrigatória protege os sócios minoritários de quaisquer ofertas parciais voluntárias²⁸⁶ que possam ter lugar: uma vez ultrapassados aqueles limiares de direitos de voto, a participação do oferente passa a ter certa relevância jurídica. Desta forma, os sócios ficam protegidos contra as situações conhecidas como “o dilema do prisioneiro”.

Por estarmos perante uma verdadeira relação jurídica, tendo um dos lados do vector a obrigação de lançamento da OPA universal do sócio maioritário e o lado oposto ser o da constituição do direito de exoneração do sócios minoritário, um direito subjectivo perfeitamente individualizado que cumpre tutelar, estamos perante duas hipóteses de resposta, uma vez incumprida aquela obrigação: a intervenção da CMVM, officiosamente, ou a pedido dos interessados e, por outro lado, a possibilidade de exigir o cumprimento coactivo pelos sócios cujo direito está por satisfazer. O incumprimento definitivo da obrigação gerará responsabilidade.

Como se observa, apesar de ter sido eliminada do regime jurídico português a modalidade de dispensa de entre as excepções ao dever de lançamento da OPA, quer no preenchimento da *factispecie* da obrigação, quer na determinação da inexigibilidade de lançamento, quer ainda na exigência do cumprimento em caso de incumprimento, a CMVM – entidade que aprecia a prova –, continua a ter amplo poder na apreciação do regime da OPA obrigatória, não obstante a vinculação dos seus poderes.

As sociedades anónimas têm maior facilidade em trocar as participações. Apesar de o sócio minoritário só precisar de protecção em situações em que não conseguir exonerar-se da sociedade, “[c]onsiderando a falência material, em diversos casos, do pressuposto da facilidade de transmissão das acções, haverá que concluir que a possibilidade de exoneração resulta do sistema jurídico-societário, *ex bona fide*”²⁸⁷, e permitir-se que este abandone a sociedade sem ter a preocupação

²⁸⁶ Também assim, GIOVANNI TAMBURRINI, *Harmonization of...* cit., p. 23.

²⁸⁷ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades...* cit., p. 444, considerando, na p. 445 que o direito de exoneração não resulta, nestes casos, de uma aplicação analógica, mas deriva antes da aplicação dos princípios gerais de direito, quando não lhe for continuar associado. Afirma a

de garantir alguém para o substituir na sua posição social. Tratando-se, tal como a inexigibilidade de lançamento, de relações estabelecidas entre a sociedade e o sócio e não entre os sócios – como acontece na obrigação de lançamento –, constitui no entanto matéria para um novo e autónomo estudo²⁸⁸.

Autora, na p. 447, que “se, com base nos princípios do direito das sociedades, for possível afirmar um direito de exoneração dos sócios mais amplo do que aquele que aparentemente é fixado pelas regras específicas sobre sociedades coligadas, esse direito não pode ser negado com o pretexto da maior restritividade de um complexo normativo cujo fim consiste na ampliação – e não na diminuição – das garantias dos sócios”. E por isso, no entender de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, este direito de exoneração não depende apenas da aquisição do controlo da sociedade, mas do referido juízo de inexigibilidade de permanência na sociedade, analisado caso a caso, sendo um mecanismo de “*ultima ratio*”. E desta forma, acaba por considerar, na p. 438 que “[é], pois, nas sociedades não cotadas que assume relevância o direito de exoneração, enquanto, nas cotadas, a protecção dos sócios minoritários fica reservada para as normas do Código dos Valores Mobiliários”. Posteriormente, nas pp. 458 e 459, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA afirma que “fora dos casos previstos na lei (*maxime*, de OPA obrigatória), não vigora no direito português qualquer dever de aquisição das participações dos accionistas minoritários com o fundamento em análise”. Assim, “[r]esta concluir, portanto, que a pretensão de saída da sociedade fundada em justa causa apenas contra a sociedade da qual o sócio se desvincula pode ser exercida”. Esta solução encontra-se “longe de ser uma solução perfeita, não só pelo enfraquecimento financeiro que provoca à sociedade, mas, sobretudo, por tutelar insuficientemente os interesses dos sócios empreendedores, que, ao contrário dos simples investidores, não atribuem à respectiva participação valor puramente capitalístico”.

²⁸⁸ Este estudo foi concluído em Junho de 2012, tendo posteriormente sido adaptado e actualizado para efeitos da presente publicação, com referência a 20 de Junho de 2014.