

# *A imputação de votos nas relações de domínio e de grupo: o sentido do novo n.º 3 do artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários*

PROF.ª DOUTORA ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA

SUMÁRIO: 1. Colocação da questão e razão de ordem. 2. O sentido tradicional da imputação de votos nas “relações de domínio ou de grupo” (artigos 20.º e 21.º/1, 2 e 4): a) O conceito material de “acionista” e o princípio geral de equiparação entre titularidade direta e indireta; b) Relações de domínio ou de grupo em geral (artigo 21.º/1, 2 e 4); c) A imputação com base na potencialidade e não efetividade de determinação do sentido dos votos; d) Imputação de todas as participações diretas ou indiretas independentemente da demonstração de integração económica ou de uma concertação efetiva entre empresas controladas; e) A irrelevância da forma jurídica e nacionalidade do controlador. 3. O sentido do novo artigo 21.º/3 do CVM: imputação à “pessoa que exerce influência dominante” mas rejeição da imputação (horizontal) dos votos às sociedades sujeitas a controlo comum. 4. Conclusão.

## **1. Colocação da questão e razão de ordem**

O Decreto-Lei n.º 77/2017, de 30 de junho veio introduzir um novo n.º 3 no artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM), esclarecendo o conceito de relação de domínio para efeitos da imputação de direitos de voto em sociedade aberta. Nos termos da nova norma, “para efeitos do disposto nos números anteriores, e sem prejuízo da imputação de direitos de voto à pessoa que exerça influência dominante, as relações de domínio existentes entre a mesma pessoa singular ou coletiva e mais do que uma sociedade são consideradas isoladamente”.

O preâmbulo do Decreto-Lei n.º 77/2017 apresenta da seguinte forma a alteração do artigo 21.º:

*RDS X (2018), 1, 9-27*

“[...] a redução da dependência das empresas face ao crédito bancário e a dinamização do mercado de capitais, incluindo os mercados de instrumentos financeiros, como fonte alternativa de financiamento, aconselham a que se aproveite a oportunidade desta intervenção legislativa no âmbito do Código dos Valores Mobiliários para esclarecer os deveres jurídicos que oneram as sociedades integradas numa relação de domínio, para efeitos da aplicação de determinados requisitos de transparência e das regras relativas ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição a que estão sujeitos os titulares de participações qualificadas em sociedades abertas cujas ações tenham sido admitidas à negociação num mercado regulamentado situado ou a funcionar num Estado-Membro da União Europeia.

O Código dos Valores Mobiliários, na sua redação atual, corre o risco de falta de clareza e de, assim, contribuir para afastar potenciais investidores. Esta medida favorece a captação de investimento direto estrangeiro, designadamente, entidades infraestaduais estrangeiras com as suas próprias estratégias de internacionalização e de investimento”.

Perante este (intrigante) preâmbulo, procura-se, no presente escrito, determinar quais as alterações materialmente introduzidas no artigo 21.º e apurar se estas ditaram, afinal, uma modificação dos termos da imputação de direitos de voto, nomeadamente para efeitos de comunicação de participações qualificadas e de OPA obrigatória (artigos 16.º e 187.º do CVM, respetivamente). Mais se procura apurar em que termos poderá resultar da nova norma um fator de atração de investimento estrangeiro.

Para tanto, começaremos por recordar as regras gerais de imputação dos votos, lembrando que das mesmas resulta o princípio geral de que as participações são imputáveis em cadeia – e em termos cumulativos – até ao seu titular último. De acordo com este princípio, o cômputo dos votos do participante/acionista é feito através da soma de todas as suas participações diretas e/ou indiretas, independentemente de o sujeito a quem se imputa ser ou não ele próprio acionista. Assim se obsta aos efeitos negativos da frequente dissociação entre o titular dos votos e o sujeito que materialmente domina o seu exercício, i.e., que pode determinar o seu sentido. Resulta, na verdade, do nosso sistema jurídico que, para efeitos de imputação, importa, sempre, a *susceptibilidade de influência* e não o efetivo exercício dessa influência, cuja verificação ou prova não se exige, em coerência com a *ratio* de atribuição dos votos a quem tem o poder. Releva, por outro lado, a mera *potencialidade do controlo, com desconsideração da natureza e das características do sujeito que o exerce. O perigo típico em causa está, em todos os casos, presente.*

Uma vez que a medida da influência se afere pela medida dos votos que *globalmente* o mesmo sujeito controla, direta ou indiretamente, resulta das normas aplicáveis que todos os votos lhe são globalmente imputados. Mostraremos que em lugar normativo algum se exige uma concertação *efetiva* entre os detentores formais das participações ou se reclama qualquer influência recíproca ou inter-

dependência (*v.g.* orgânica) entre eles ou ainda a sua integração num grupo (de direito ou de facto). Tudo o que se demanda é o controlo (vertical) pelo acionista indireto: este *controla* a globalidade dos votos em causa por ter a *potencialidade* de influenciar o sentido de *todos*.

Distinguiremos, em seguida, entre imputação vertical numa situação de controlo *top-down* – como aquela que está em jogo nas relações de domínio – e a imputação horizontal ou lateral (das sociedades controladas entre si), que naturalmente não só não é possível (mesmo no caso de sociedades-irmãs de um grupo) como certamente não está em jogo quando se imputam votos num contexto de domínio: veremos que os votos são imputados à “pessoa que exerce influência dominante”, não a qualquer das sociedades horizontalmente colocadas. Tornar-se-á, pois, evidente que o artigo 21.º/3 nada altera, não afastando a imputação ao controlador, que tipicamente é também o beneficiário económico último.

A inexistência de relações horizontais entre as sociedades dominadas não afasta, pois, a influência do controlador sobre ambas. A lei portuguesa não faz depender a imputação ao controlador de quaisquer requisitos adicionais: verificando-se um dos fatores de imputação previstos no artigo 21.º/2 a imputação é inevitável, opera em bloco e não admite prova em contrário. O artigo 21.º/3 não altera este panorama. Vejamos.

## **2. O sentido tradicional da imputação de votos nas “relações de domínio ou de grupo” (artigos 20.º e 21.º/1, 2 e 4)**

### **a) O conceito material de “acionista” e o princípio geral de equiparação entre titularidade direta e indireta**

A imputação de direitos de voto no caso de relações de domínio ou de grupo, nos termos conjugados do artigo 20.º/1, *b*) e do artigo 21.º do CVM, constitui uma das principais manifestações do princípio geral de equiparação entre titularidade formal e material. O artigo 20.º do CVM é, na verdade, decorrência de uma ideia central de prevalência da substância sobre a forma na determinação do “acionista”, *rectius* do titular das participações, o que justifica, aliás, a plurifuncionalidade da norma, cujos critérios valem, designadamente, para efeitos de comunicação de participações qualificadas e de OPA obrigatória.

Identifica-se, efetivamente, uma relevância alargada da titularidade material, o que significa que, apesar de frequentemente se entender a regulamentação do mercado de capitais como dotada de carácter conclusivo e fechado a

considerações de tipo geral, a natureza formal e a rigidez deste ramo de Direito<sup>1</sup> não eliminam – nem poderiam eliminar – o relevo da realidade substantiva subjacente. É consideravelmente abrangente, aliás, o elenco das hipóteses de imputação de votos, resultante, em boa parte, de transposição da Diretiva da Transparência<sup>2</sup>. Independentemente do conteúdo concreto das diversas alíneas do artigo 20.º, resulta do mesmo uma ideia geral de atribuição dos votos ao sujeito que efetivamente os controla, que se revela essencial para a realização dos fins da regulamentação correspondente<sup>3</sup>

É por isso que, por exemplo, em sede de comunicação das participações qualificadas, não releva apenas a divulgação dos titulares diretos mas também dos titulares indiretos, nos termos do artigo 16.º, e é igualmente por esse motivo que, em matéria de OPA obrigatória, o artigo 187.º do CVM faz recair o dever de lançamento de oferta pública sobre todo aquele que atinja, direta *ou indiretamente* (segundo os critérios do artigo 20.º), as fasquias de votos mencionadas no preceito<sup>4</sup>.

No limite, é possível o “acionista material”, ou seja, aquele que pode determinar o sentido do voto, não ser sequer “acionista formal”, por não ser titular de qualquer ação. Apesar de o artigo 20.º mencionar “aquele cuja participa-

<sup>1</sup> Cf. AMADEU JOSÉ FERREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, 1997, 33 ss.

<sup>2</sup> Diretiva 2004/109/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado (“Diretiva da Transparência”), alterada pela Diretiva 2013/50/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2013.

<sup>3</sup> Também na legislação societária vigora um princípio geral de equiparação entre “acionista direto” (titular formal) e “acionista indireto” (titular material). O Código das Sociedades Comerciais atende sempre, na verdade, a um conceito substancial. Também o caráter acentuadamente formal da regulamentação jus-societária, na qual “preponderam os processos exteriores, as concordâncias de esquemas e a normalização das condutas” (MENEZES CORDEIRO, *Manual* cit. 238) não afasta a relevância das preocupações substantivas, designadamente quando se trata da imputação de participações Cf., *v.g.*, artigos 447.º e 448.º do CSC, que estabelecem a obrigatoriedade de informar acerca da constituição e extinção de participações qualificadas, atendendo, para efeitos de cômputo da participação, não só à participação do próprio acionista, mas também à dos sujeitos referidos no n.º 2 do artigo 447.º, que com ele se encontram especialmente relacionados e, portanto, numa posição de especial proximidade. (cf. PAULO CÂMARA, em *CSC anotado* cit., art. 447.º, anot. 9). Cf. também o cômputo das participações sociais para efeitos de aferição da existência de uma coligação de sociedades – seja na modalidade de relação de simples participação, de participações recíprocas, de domínio ou de grupo por domínio total (artigos 483.º, 485.º, 486.º, 488.º e 489.º) – que atende não só à titularidade direta, mas também à titularidade indireta.

<sup>4</sup> São razões tipicamente jus-societárias de tutela dos sócios minoritários, num plano patrimonial e extrapatrimonial, que estão em jogo neste preceito. Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *OPA obrigatória e controlo indireto*, RDS IV (2012), 3, 593–661.

ção” ultrapassa determinada fasquia de direito de voto<sup>5</sup>, é irrelevante a reunião simultânea da qualidade de titular formal de ações. Está assente que é possível a imputação a quem não é formalmente acionista. Essa é a única solução conforme com a *ratio* das regras de imputação, que certamente não cumpririam os seus objetivos (com quebra do princípio da igualdade) quando apenas permitissem a imputação àquele que é formalmente acionista e não àquele que não é acionista mas que exerce sobre a sociedade uma influência tão ou mais intensa. De resto, a solução dada à questão da imputação não pode mudar consoante o titular material último seja formalmente acionista (caso em que relevariam participações diretas e indiretas) ou não seja (caso em que não relevariam as participações detidas indiretamente). Há, pois, consenso quanto ao “participante” poder não ser formalmente titular de qualquer direito de voto e não ser, portanto, sócio da sociedade considerada, uma vez que, ainda assim, pode lograr determinar o sentido dos votos e influenciar os desígnios sociais<sup>6</sup>. O artigo 20.º certamente não exige a titularidade direta das ações<sup>7</sup> mas tão-somente o poder de condicionar os votos.

#### **b) *Relações de domínio ou de grupo em geral (artigo 21.º/1, 2 e 4)***

No que para aqui releva, dispõe, como se sabe, o artigo 20.º /1, b), do CVM que, no cômputo das participações, consideram-se, além dos inerentes às ações de que o participante tenha a titularidade ou o usufruto, os direitos de voto detidos por sociedade que com o participante se encontre em relação de domínio ou de grupo. O conceito relevante de “relação de domínio ou de grupo” é o que se encontra no artigo 21.<sup>08</sup>.

Nos termos do n.º 1, “para efeitos deste Código, considera-se relação de domínio a relação existente entre uma pessoa singular ou colectiva e uma sociedade quando, independentemente de o domicílio ou a sede se situar em Portugal ou no estrangeiro, aquela possa exercer sobre esta, directa ou indirectamente, uma influência dominante”. Apela-se, pois, para um conceito indeterminado de “influência dominante”, que surge, em termos sintéticos, como

<sup>5</sup> PAULA COSTA E SILVA, *A imputação dos direitos de voto na oferta pública de aquisição*, em *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, 2007, 243-282 (254).

<sup>6</sup> Cf., v.g., DANIELA FARTO BAPTISTA, *A atuação concertada como fundamento de imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Lisboa, 2016, 222.

<sup>7</sup> Cf. v.g. PAULO CÂMARA, *O dever de lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, CadMVM n.º 7, abr. 2000, 197-268 (221).

<sup>8</sup> Cf. A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de direito dos valores mobiliários*, Coimbra, 2017.

o poder que assiste à sociedade dominante de, imediata ou mediatamente, agir sobre o governo da sociedade dependente, determinando a sua vontade juridicamente relevante<sup>9</sup>, seja pelo poder de diretamente escolher os administradores, seja pelo poder exercido sobre a assembleia geral da controlada e inerente “força persuasiva” quanto ao comportamento dos administradores, ou ainda por meio diverso: *v.g.*, as interconexões de pessoal, *maxime* administradores duplos ou comuns, participações mesmo minoritárias em contexto de dispersão do capital, ou também, naturalmente, a celebração de contratos de subordinação ou domínio<sup>10</sup>. Relevam, pois, todos os meios capazes de atribuir o *poder de influenciar a gestão dos assuntos sociais*.

Nos casos do número 2 não é necessária a prova da influência dominante nem se admite prova em contrário: “existe, *em qualquer caso*, relação de domínio quando uma pessoa singular ou colectiva: a) disponha da maioria dos direitos de voto; b) possa exercer a maioria dos direitos de voto, nos termos de acordo parassocial; c) possa nomear ou destituir a maioria dos titulares dos órgãos de administração ou de fiscalização”.

O sistema é, pois, diferente do do Código das Sociedades Comerciais, que assenta numa cláusula geral de influência dominante (n.º 1) e num conjunto de presunções ilidíveis (n.º 2). *Bem se vê que a intenção da previsão de uma presunção juris et de jure*<sup>11</sup> *foi reforçar a segurança jurídica necessária para a aplicação das normas em causa*. O confronto com o regime societário é relevante, reforçando a importância da imputação. Assim, sempre que uma pessoa singular ou colectiva detenha mais de metade dos votos de uma sociedade há, *inelutavelmente*, imputação.

No que respeita à relação de grupo, dispõe o artigo 21.º/4 que “para efeitos deste Código consideram-se em relação de grupo as sociedades como tal qualificadas pelo Código das Sociedades Comerciais, independentemente de as respectivas sedes se situarem em Portugal ou no estrangeiro”. Sem prejuízo do que de seguida veremos a respeito do âmbito pessoal e espacial das relações em causa, sempre notaremos a menor relevância, para efeitos do CVM, do conceito de relação de grupo, na medida em que não se prevê um regime diferenciado face ao das relações de domínio, além de que a generalidade dos casos

<sup>9</sup> Cf. PAULA COSTA E SILVA, *Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos*, em *Direito dos valores mobiliários*, V, Coimbra, 2004, 325-342 (334).

<sup>10</sup> A respeito da participação social como instrumento de influência dominante, *cf.*, em especial, OSÓRIO DE CASTRO, *Participação no capital das sociedades anónimas e poder de influência*, RDES ano XXXVI, out.-dez. 1994, 333-356.

<sup>11</sup> JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação dos direitos de voto no mercado de capitais*, Lisboa, 2010, 139.

que recaem no âmbito do n.º 4 do artigo 21.º já dariam lugar à imputação por via da qualificação do artigo 21.º/1: é o que sucede quando existe detenção de uma participação totalitária, que implica sempre imputação *ex vi* do artigo 21.º/1 e 2, independentemente da natureza e da sede do sócio dominante<sup>12</sup>. Assim se evitam eventuais dificuldades que resultariam da aparente diferença quanto à relevância da forma jurídica e sede nos n.ºs 1 e 4 do artigo 21.º. Na verdade, apenas as relações de grupo assentes em contrato paritário não são reconduzíveis ao conceito de influência dominante que permite a qualificação como relação de domínio.

**c) *A imputação com base na potencialidade e não efetividade de determinação do sentido dos votos***

Resulta do artigo 21.º que a imputação dos votos a sujeito diferente daquele que é formalmente o seu titular não depende da demonstração de um exercício efetivo de influência sobre os votos, bastando a suscetibilidade ou o risco de essa influência poder ganhar efetividade prática. Na verdade, há unanimidade na doutrina no sentido de que a *concretização material* do poder não é reclamada<sup>13</sup>, como, de resto, é indiscutível à luz do sistema do Código dos Valores Mobiliários, coincidente, neste ponto, com o do Código das Sociedades Comerciais, que também se basta com a *potencialidade* da influência.

Releva, nos termos dos artigos 20.º e 21.º do CVM, um conjunto de situações em que uma pessoa diferente do titular formal poderá influenciar os votos, sendo despidendo se efetivamente o faz ou não: a imputação resulta da simples *hipótese* da influência, mesmo que esta não seja efetiva ou não se concretize. No caso das relações de domínio ou de grupo, tal é especialmente claro: nas primeiras, o artigo 21.º/1 atende ao poder de *influência dominante* (que inclusivamente se presume *juris et de jure* nas situações elencadas no n.º 2); nas segundas, remete-se para o Código das Sociedades Comerciais, que não exige a demonstração de que foi posta em prática a direção económica unitária subjacente ao conceito de grupo. O mesmo vale, também na legislação societária, para o conceito de relação de domínio, contido no artigo 486.º. Vejamos.

O controlo ou domínio exprime, nuclearmente, a *potencialidade* de uma sociedade impor, com intensidade variável, decisões ou comportamentos a outra sociedade (influência dominante), implicando, nessa medida, um poder

<sup>12</sup> Cf. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto*, Coimbra, 2011, 423.

<sup>13</sup> Cf., com mais referências, DANIELA FARTO BAPTISTA, *A atuação cit.*, 520 ss.

direcional sobre a sociedade controlada. A influência dominante traduz a *susceptibilidade* de exercício de uma direção unitária das sociedades controladas que, obtendo eficiência operativa, tenderá a originar um grupo. A eficácia operativa não é, porém, exigida, seja pelo CVM seja pelo CSC<sup>14</sup>.

De resto, o próprio conceito de relação de grupo não pressupõe a demonstração do efetivo exercício da direção económica unitária pela sociedade-mãe: desde que uma sociedade detenha a totalidade do capital social de outra (ou exista contrato de subordinação ou contrato de grupo paritário<sup>15</sup>) existe relação de grupo, aplicando-se o regime correspondente, nomeadamente a responsabilidade da sociedade-mãe por dívidas da sociedade-filha (artigo 501.º do CSC) e a responsabilidade por perdas (artigo 502.º do CSC). Ambas as normas são aplicáveis quer o poder de instrução que resulta do artigo 503.º seja efetivamente exercido quer isso não aconteça: é suficiente a *potencialidade* de serem dadas instruções desvantajosas à sociedade-filha. Aliás, no caso do contrato de subordinação, a responsabilidade por dívidas aplica-se mesmo que o contrato tenha excluído a possibilidade de emissão de instruções desfavoráveis.

Assim, embora não se negue que o controlo não é sempre qualitativamente idêntico e que os perigos que acarreta são diferentes<sup>16</sup>, a verdade é que as regras que o pressupõem aplicam-se sem distinção, tendo em vista a maximização da tutela dos interesses potencialmente atingidos. Nunca no nosso sistema jurídico se exige a demonstração de um efetivo exercício do controlo ou influência dominante, bastando, pois, a *susceptibilidade* de influência para haver imputação. Mesmo que o sujeito nunca tenha interferido na gestão da sociedade que controla e seja efetivamente alheio à determinação do sentido do voto exercido pela sua controlada, há imputação.

Está em jogo, desde logo, a prevalência da segurança jurídica. Além disso, o simples perigo do exercício do poder de controlo é suficiente para que se justifique a imputação à luz da *ratio* dos preceitos considerados, em conjugação, de resto, com o facto de o sujeito controlador surgir tipicamente, e em simultâneo, como beneficiário económico último. Em termos mais simples, entendeu o legislador que, se existe o poder de determinar o sentido do voto, existem os riscos correspondentes, sem que em parte alguma do Código dos Valores

<sup>14</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de grupos de sociedades*, Coimbra, 2016, 41.

<sup>15</sup> Figuras estas que estão tipificadas na lei mas não existem na prática. Cf. PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos atípicos*, 2.ª ed., Coimbra, 2009, 1. Cf. MENEZES CORDEIRO, *Direito europeu das sociedades*, Coimbra, 2005, 785; ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos de sociedades. Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*, 2.ª ed., Coimbra, 2002, 611, nota 1198; ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *CSC anotado cit.*, anot. ao art. 491.º.

<sup>16</sup> Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de sociedades e deveres de lealdade. Por um critério unitário de solução do “conflito do grupo”*, Coimbra, 2012.



Mobiliários ou do Código das Sociedades Comerciais se atribua relevância à efetividade do controlo. As relações de potencial influência representam um *risco* que tem de ser conhecido pelos investidores, controlado e acautelado. A solução é justa, em acréscimo, na medida em que atribui a responsabilidade a quem tem os benefícios, significando apenas conferir eficácia ao binómio *poder-responsabilidade* (fazendo jus à máxima tradicional *keine Herrschung ohne Haftung*).

A relevância da mera potencialidade de influência fica especialmente clara se atentarmos no regime da OPA obrigatória. Nos termos do artigo 187.º/1, do CVM, “aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, directamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das acções e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição”. Em conformidade com o n.º 2, “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*”.

Resulta desta norma que, mesmo quando está em causa um regime tão gravoso para o participante como o da obrigatoriedade de lançamento de oferta pública de aquisição, o respetivo afastamento não pode ser feito com base apenas na demonstração da *não efetividade* do domínio: antes tem de se demonstrar a própria *inexistência do domínio*, ou seja que não existe sequer a *potencialidade de influência*. Não basta demonstrar, pois, o não exercício ou não efetividade do controlo: reclama-se a prova negativa do domínio e da relação de grupo. É aliás por esse motivo que esta possibilidade de prova negativa só existe quanto à primeira fásquia (de um terço dos votos): no caso da segunda (de metade dos votos) o domínio – enquanto *potencialidade* – existe necessariamente<sup>17</sup>. Nestes termos, nem quando está em causa a derrogação do princípio da liberdade da OPA se pergunta pelo domínio efetivo: é sempre suficiente a mera potencialidade.

Em suma, podemos afirmar com segurança que resulta de todo o direito societário e mobiliário a suficiência da *suscetibilidade* de influência sobre o voto, sem necessidade (da prova) do seu exercício efetivo. Os efeitos jurídicos legalmente previstos abdicam, em todos os casos, de um juízo adicional de *efetividade*.

<sup>17</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de direito dos valores mobiliários*, Coimbra, 2011, 654.

d) ***Imputação de todas as participações diretas ou indiretas independentemente da demonstração de integração económica ou de uma concertação efetiva entre empresas controladas***

Tal como não se exige a concretização do poder de influência sobre o voto, também não se demanda a efetivação, pela entidade de cúpula, de uma direção económica unitária das sociedades controladas ou que por outro meio surja uma concertação entre as sociedades controladas, seja com alcance geral ou para os específicos efeitos do exercício do voto na sociedade em causa.

Basta, mais uma vez, a detenção, por exemplo, de mais de metade dos votos dessas sociedades. O poder de influência pode surgir indiretamente através de uma única sociedade mas pode decorrer também da intermediação de mais de uma sociedade, sem que tal implique, naturalmente, qualquer alteração na solução de imputação. São, certamente, cumuláveis todas as participações detidas, quer direta quer indiretamente, independentemente das relações que existam (ou não) entre as diversas sociedades. Ainda que estas sejam independentes entre si, na medida em que todas elas são controladas pelo sujeito em causa, são *todas elas* potenciais instrumentos nas mãos do seu sócio (totalmente) dominante, que tem poder para determinar os votos de cada uma delas.

Não existe, pois, qualquer fundamento para excluir a imputação nos casos em que as sociedades controladas sejam independentes entre si, ou seja, nas situações em que não formem um grupo em sentido económico, por não existir entre elas integração económica. Não releva o exercício efetivo do poder de influência nem a existência ou não de uma direção económica unitária ou uma concertação efetiva entre empresas. Nesse sentido, a imputação não só não depende de uma efetiva intervenção do ente controlador na atividade da sociedade controlada, como também não depende, certamente, (i) da implementação de uma unidade económica entre as várias controladas, (ii) da existência de administradores comuns, (iii) da intervenção recíproca nas decisões de investimento ou (iv) da influência de uma sociedade-irmã sobre a outra (está em jogo, como melhor veremos, uma imputação em sentido ascendente e não horizontal ou lateral). Importa apenas o controlo *top-down* sobre cada uma das empresas.

Diferentes são as situações de domínio conjunto<sup>18</sup>. Em abstrato é também admissível, na realidade, o exercício combinado da influência dominante por duas ou mais sociedades independentes entre si, que isoladamente não dispõem de um poder de controlo, mas que coordenam as respetivas atuações de modo

<sup>18</sup> Sobre este, cf., em especial ENGRÁCIA ANTUNES, *Participações qualificadas e domínio conjunto – A propósito do caso “António Champalimaud – Banco Santander”*, Coimbra, 2000, 74 ss.

a fazer surgir uma situação de controlo *conjunto* ou de *contitularidade da influência dominante*<sup>19</sup>. Neste caso, a prova da concertação é essencial uma vez que é *ela a própria causa do poder de influência adquirido*. Sem prova da concertação não é provado o controlo, que isoladamente não assiste a qualquer das entidades.

Já em casos de domínio simples ou individual existe uma *única entidade* que *por si* dispõe do controlo sobre a totalidade dos votos em causa: é irrelevante, para os efeitos considerados, se esses votos pertencem formalmente a apenas uma ou a mais sociedades. A entidade em causa controla todos os votos e, por consequência, todos lhe são imputados. É assim em todas as situações da legislação mobiliária e é igualmente assim nos termos do Código das Sociedades Comerciais, onde se somam todas as participações diretas e indiretas, única forma de não se frustrar a realização material das regras em jogo<sup>20</sup>.

Por outras palavras, a existência de relações das sociedades controladas entre si ou mesmo a concertação entre estas só poderiam relevar se estivesse em causa a imputação dos votos a essas sociedades. A razão de ser da imputação nos casos em análise não é a concertação, mas sim o poder de isoladamente uma entidade influenciar os votos por força da sua influência sobre cada uma das sociedades. Se *em potência* a faculdade de influenciar se estende a todos os votos, todos lhe são imputados. Mais não releva à luz da lei. Também não importa a teórica possibilidade de votação pelas sociedades em sentido diferente, em virtude de não se aplicar a proibição de fracionamento do voto. Mais uma vez conta, simplesmente, a mera possibilidade de controlo.

#### e) *A irrelevância da forma jurídica e nacionalidade do controlador*

Tendo em conta o apelo do preâmbulo do Decreto-Lei n.º 77/2017 para o objetivo de captação de investimento estrangeiro e, em especial de “entidades infraestaduais estrangeiras”, cumpre notar ainda que vigora, nos artigos 20.º e 21.º do CVM, um “princípio de neutralidade” ou “irrelevância da forma jurídica” do titular material das participações. As necessidades de tutela da socie-

<sup>19</sup> Distinta desta é ainda a situação em que, por via de pactos parassociais respeitantes ao direito de voto, seja atribuído a (apenas) uma sociedade o poder de determinar as decisões fundamentais em matéria societária: haverá, então, controlo singular e não conjunto (sobre os acordos parassociais como instrumento de domínio, cf. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os grupos* cit., 499). Controlo conjunto já existirá, todavia, quando o acordo parassocial se dirija ao exercício coordenado dos direitos de voto das diversas sociedades, em termos que facultem a influência dominante de ambas, em regime de contitularidade.

<sup>20</sup> Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *CSC anotado* cit., 1220 e 1221.

dade e dos minoritários, bem como a tutela dos interesses do mercado no caso do CVM, não se modificam em função do sujeito controlador.

No artigo 21.º/1 do CVM, a lei foi expressa ao clarificar que pode existir uma relação de domínio que tenha como entidade dominante uma “pessoa singular ou coletiva”. Através desta irrestrita imputação das participações, garante-se, com alcance alargado, tanto a transparência, como a proteção dos sócios minoritários (*maxime* em virtude da conseqüente aplicação dos artigos 16.º e 187.º) e evita-se, pois, a falha – frequentemente apontada ao Código das Sociedades Comerciais<sup>21</sup> – que resultaria de excluir a imputação em virtude da forma jurídica assumida pelo ente controlador, que materialmente não modifica a influência obtida pelo mesmo.

No Código das Sociedades Comerciais, é sabido que o legislador restringiu (mal) o âmbito de aplicação pessoal do Título VI do Código das Sociedades Comerciais, limitando significativamente o alcance das suas normas, ao contrário da generalidade dos ordenamentos jurídicos congêneres, onde vigora uma regra geral de “neutralidade” ou “independência” da forma (equivalente à do artigo 21.º do CVM), que melhor permitiria tutelar os interesses em presença. A solução do artigo 481.º/1 funciona, por isso, em prejuízo do escopo garantístico do regime das sociedades coligadas e do próprio princípio da igualdade de tratamento. Na verdade, escrevemos já<sup>22</sup> que esta restrição pessoal não se fundamenta objetivamente numa menor necessidade de regulação do fenómeno do controlo interempresarial nos casos em que o sujeito ativo reveste forma jurídica distinta: os riscos que o regime das sociedades coligadas visa prevenir verificam-se independentemente da forma dos sujeitos envolvidos, de tal modo que esta deveria, em coerência, ser irrelevante. Correta seria, por isso, a solução de proteger a sociedade dominada (sujeito passivo) sem atender ao tipo ou forma adotado pelo sujeito ativo: o regime legal deveria, pois, aplicar-se a qualquer sociedade ou pessoa coletiva e, inclusivamente, à pessoa singular capaz de exercer influência determinante noutra sociedade.

Por isso, é seguramente de louvar a solução do Código dos Valores Mobiliários, que faz relevar o facto objetivo do controlo, com indiferença da natureza jurídica do sujeito que o exerce<sup>23</sup>.

De resto, a limitação do artigo 481.º/1 do Código das Sociedades Comerciais (CSC) assume, no próprio contexto desse Código, carácter isolado: não se

<sup>21</sup> Cf., por todos, ENGRÁCIA ANTUNES, *O âmbito de aplicação do sistema das sociedades coligadas*, em *Estudos em Homenagem à Professora Doutora Isabel de Magalhães Collaço*, vol. II, Coimbra, 2002, 97-116 (98-104).

<sup>22</sup> Cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *CSC anotado* cit., anot. ao art. 481.º.

<sup>23</sup> Cf. também DANIELA FARTO BAPTISTA, *A atuação concertada* cit., 269 ss.

identifica, no CSC, qualquer outro lugar normativo que introduza uma distinção nos direitos e obrigações do sócio em função da sua natureza jurídica<sup>24</sup>.

Por um lado, tal como vigora um princípio de neutralidade da forma, também a nacionalidade dos sujeitos não releva neste âmbito. É o próprio artigo 21.º/1 que o clarifica, ao afirmar que não importa a lei pessoal e o domicílio dos sujeitos, ao mesmo tempo que o artigo 21.º/3, respeitante às relações de grupo, considera irrelevante as sociedades terem as respetivas sedes em Portugal ou no estrangeiro. Está em causa, mais uma vez, a realização das finalidades materiais das regras de imputação.

Apesar das justificadas dúvidas relativas à constitucionalidade do artigo 481.º/2 (à luz do artigo 13.º da Constituição) e à sua compatibilidade com o direito europeu (*maxime*, com a liberdade de estabelecimento), o regime sobre sociedades coligadas do Código das Sociedades Comerciais aplica-se, apenas, quando as diversas sociedades intervenientes tenham, todas elas, sede em Portugal, excluindo-se as relações de coligação internacionais, sem prejuízo da relevância que estas podem apresentar para efeitos de outros preceitos do Código não integrados no Título VI. Altera-se, deste modo, o âmbito aplicativo que decorreria do artigo 3.º do Código: uma vez que as sociedades com sede em Portugal têm como lei pessoal a portuguesa e se regem, conseqüentemente, pelo Código das Sociedades Comerciais, as relações de coligação em que intervm seriam reguladas, em princípio, pelos artigos. 483.º ss., independentemente da sede dos restantes intervenientes<sup>25</sup>. Com efeito, a lei portuguesa é aplicável na definição do complexo de direitos e obrigações dos sócios, sendo a respetiva posição definida uniformemente para todos eles, independentemente da respetiva nacionalidade. A incoerência da solução do artigo 481.º do CSC é unanimemente reconhecida e não deve certamente ser alargada para além do seu já (problemático) âmbito de aplicação: de resto, como dissemos, o artigo 21.º do CVM foi cuidadoso no expresse afastamento da solução.

Por outro lado, mesmo quando o ente jurídico estrangeiro seja um Estado nada se modifica: para além de ser a resposta conforme com o princípio da neu-

<sup>24</sup> Sem prejuízo das regras sobre número mínimo de sócios constantes do artigo 273.º.

<sup>25</sup> O elemento adicional de conexão espacial previsto pelo artigo 481.º/2 discrimina, infundadamente, o regime a aplicar às coligações societárias internas e internacionais, criando até regime mais favorável para as sociedades estrangeiras que atuam em Portugal e desprotegendo, do mesmo passo, as filiais portuguesas. Cf., embora à luz da redação anterior à reforma de 2006, OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito comercial*, vol. IV – *Sociedades comerciais. Parte geral*, Lisboa, 2000, 576; MENEZES CORDEIRO, *Direito europeu cit.*, 785; e, desenvolvidamente, ENGRÁCIA ANTUNES, *O âmbito cit.*, 106 ss., que considera, com razão, esta solução contrária ao direito europeu, por inobservância do princípio da não discriminação em função da nacionalidade, e, porventura, à própria Constituição da República Portuguesa (artigos 13.º/2 e 81.º/1, e).

tralidade resultante do artigo 21.º do CVM (aplicável por remissão do artigo 20.º), valem as mesmas razões de igualdade e de garantia de realização material das finalidades visadas pela previsão estatutária dos tetos de voto.

### 3. O sentido do novo artigo 21.º/3 do CVM: imputação à “pessoa que exerce influência dominante” mas rejeição da imputação (horizontal) dos votos às sociedades sujeitas a controlo comum

À luz de tudo o que até aqui dissemos, não haverá já dúvidas em afirmar que o n.º 3 do artigo 21.º – introduzido pelo Decreto-Lei n.º 77/2017, de 30 de junho – não modifica as conclusões a que chegámos: pelo contrário, confirma a imputação ao controlador verificadas as situações do n.º 2 e esclarece que não existe imputação entre sociedades controladas.

De acordo com esta norma, “para efeitos do disposto nos números anteriores, e sem prejuízo da imputação de direitos de voto à pessoa que exerça influência dominante, as relações de domínio existentes entre a mesma pessoa singular ou coletiva e mais do que uma sociedade são consideradas isoladamente”.

A falta de correspondência entre o preâmbulo do Decreto-Lei n.º 77/2017, atrás transcrito, e o conteúdo normativo da alteração introduzida no CVM é manifesta: (i) não se vê qual a falta de clareza aludida; (ii) não se identifica qualquer esclarecimento quanto aos deveres jurídicos das sociedades em relação de domínio em termos de transparência e OPA obrigatória; (iii) não se vislumbra como uma regra sobre imputação dos votos, cujo conteúdo já estava materialmente contido nos n.ºs 1 e 2, favorece a captação de investimento direto estrangeiro; (iv) muito menos se atinge a particular referência ao desígnio de captar fundos de entidades infraestaduais estrangeiras, que certamente não mereceram (nem poderiam merecer) um tratamento legal diferenciado.

O preâmbulo perde, pois, o seu papel de auxiliar interpretativo<sup>26</sup>, mas certamente não logra obviar ao sentido *material e objetivamente incontroverso do preceito*: o de esclarecer que, em caso de controladores comuns, a imputação é feita em sentido meramente ascendente (de cada uma das sociedades controladas para o seu ente controlador) e não em sentido também horizontal ou lateral (ou

<sup>26</sup> Uma vez que a interpretação da lei parte da letra da norma e procura determinar o seu sentido, nos termos do artigo 9.º do Código Civil, nos casos, como o presente, em que o preâmbulo não tem qualquer correspondência na letra da lei ou no seu espírito, não existe alternativa senão concluir que este deixa de servir sequer como auxiliar interpretativo, já que, como é sabido, é desprovido de qualquer valor normativo.

seja, das sociedades controladas entre si), nem certamente em sentido inverso (da sociedade controladora à controlada).

*Mesmo que exista uma direção económica unitária entre as várias sociedades (e estas sejam “empresas-irmãs” num mesmo grupo) ou existam relações económicas mais ou menos intensas entre elas (e por maioria de razão se não houver), resulta da norma que a imputação não se comunica às sociedades-irmãs. É unilateral, em sentido ascendente. Concretizemos.*

- Nos casos em que, apesar de existir um controlador comum, as sociedades se mantêm independentes entre si (jurídica e economicamente), certamente nem se ponderará a imputação horizontal. Apesar de dependentes do mesmo sócio controlador, a coincidência pessoal do acionista controlador nada muda, não havendo razões para sequer se cogitar a imputação horizontal.
- Quando as sociedades sejam juridicamente independentes entre si (por não haver formalmente entre elas qualquer relação consagrada na lei)<sup>27</sup> mas existam relações económicas ou mesmo uma direção económica unitária (com eventual integração das suas operações económicas, comerciais, financeiras etc.), poderia questionar-se se, além dos votos serem imputados em termos ascendentes, não deveria haver também imputação lateral ou horizontal.

O artigo 21.º/3 vem confirmar a resposta negativa, que já resultava do sistema de imputação do CVM. Para ocorrer a imputação ou (i) existe uma relação de domínio ou de grupo entre as entidades (nomeadamente uma relação de grupo por contrato de grupo paritário) ou (ii) se demonstra outro fator de imputação, *maxime* a concertação entre as sociedades. A influência dominante comum sobre duas ou mais sociedades não permite fundar a imputação lateral dos votos. É assim (como não pode deixar de ser) na generalidade dos ordenamentos jurídicos. Na Alemanha, a título de exemplo, afirma-se expressamente que são imputados os votos das “sociedades controladas” (§ 22 WpHG), em vez de se apelar genericamente à “relação de domínio ou de grupo” – o que imediatamente significa que a imputação é feita, exclusivamente, em sentido ascendente (e não também ascendente ou lateral).

É, afinal de contas, toda a lógica interna do sistema de imputação que está em jogo: este funda-se, mais uma vez, na ideia central de *atribuição dos votos àquele que materialmente os controla e não àquele que tem uma relação de proximidade ou económica com o titular formal.*

<sup>27</sup> A lei não atribui relevância jurídica às relações horizontais no contexto do grupo.

Bem se vê, pois, que – bem diferentemente da proclamação preambular – o novo artigo 21.º/3 se limita a clarificar que a presença de um controlador comum não permite assumir a existência de relações entre as controladas fundamentadoras da imputação de votos de uma à outra ou recíproca entre elas (nesse sentido, devem ser “consideradas isoladamente” as relações de domínio). Tal é decorrência das regras gerais dos artigos 20.º e 21.º/1 e 2. O sistema de imputação é meramente aclarado sem se modificar, por consequência, os deveres que recaem sobre os investidores.

O artigo 21.º/3 do CVM significa, portanto, que os votos de uma controlada não são imputados à outra controlada e vice-versa, *apesar de continuarem a ser imputados “à pessoa que exerce a influência dominante”*. É este o sentido inequívoco do artigo 21.º/3, tal como, aliás, é entendimento já manifestado pela CMVM.

A lei foi cautelosa, ressaltando expressamente que o facto de as relações verticais serem analisadas *isoladamente* (ou seja, *não se comunicando a imputação*) não prejudica a atribuição dos votos à “pessoa que exerce a influência dominante”. Significa isto que se, por exemplo, uma pessoa singular ou coletiva controla a sociedade **A**, os votos de **A** lhe são imputáveis, e se controla a sociedade **B** os votos de **B** também lhe são imputáveis, ou seja, globalmente controla os votos de **A** e de **B**: o seu poder de influência mede-se pela soma dos votos que em conjunto controla (de **A + B**), razão pela qual outra solução frustraria a *ratio* da imputação, nos termos expostos. Trata-se de imputação cumulativa que, como dissemos, nunca ofereceu dúvidas à doutrina.

Retomando as conclusões anteriores:

- (i) Aquele que detém mais de metade dos votos de uma sociedade presume-se – *juris et de jure* – que tem o poder de influência dominante sobre essa sociedade: resulta da lei uma obrigatória imputação, independente da concretização efetiva desse poder de influência (artigos 21.º/1 e 2).
- (ii) Se o sujeito em causa é titular de mais de metade do capital de duas ou mais sociedades, presume-se *juris et de jure* que tem o poder de influência dominante *sobre cada uma dessas sociedades*, sendo mais uma vez obrigatória a imputação, nos termos dos mesmos preceitos. Não é possível não imputar os votos de uma ou outra: a imputação *dos votos de ambas* resulta da lei.
- (iii) A norma não vem prejudicar, pois, a *imputação cumulativa* de votos que resulta das regras dos artigos 20.º e 21.º/1 e 2: sempre que destas regras resulte a imputação, o n.º 3 não a elimina. Certamente que esta regra não pretende determinar que quando um sujeito controla duas



ou mais sociedades os votos não são imputáveis mas já o são quando controla uma apenas. Está em causa, ainda e sempre, imputar os votos nos termos gerais, apenas com a particularidade de existir mais do que uma relação fundadora de imputação.

- (iv) Não se trata, note-se, de imputação conjunta: cada uma das relações é analisada isoladamente e cada uma é fundamento *autónomo* de imputação. A cumulação é imperativa porque só ela traduz o real poder do sujeito na sociedade. Simplesmente, em respeito do artigo 21.º/3, *existem sempre dois juízos autónomos de imputação e nenhum deles exclui certamente o outro*.
- (v) Em suma, as regras de imputação visam atribuir os votos a quem tem o poder de controlo: ora, quem pode controlar duas sociedades pode controlar os votos de ambas. A imputação é obrigatória e necessariamente cumulativa. *Sic et simpliciter*.
- (vi) Em parte alguma a lei adiciona outros requisitos: os votos imputam-se unicamente porque são votos de uma sociedade cuja vontade é controlável (potencialmente, como vimos) por outro sujeito; havendo participação indireta através de diferentes titulares, então todos os votos são imputados porque a vontade relativa a todos eles é controlável e não porque a entidade-cúpula institua uma unidade económica ou direção económica unitária.
- (vii) Não vem, pois, a nova norma adicionar qualquer requisito àqueles que resultam das regras anteriores e muito menos se modifica o sistema geral de imputação no sentido de passar a exigir a demonstração do exercício efetivo do poder de controlo. Para haver controlo sobre os votos para efeitos de imputação não é reclamada, conforme exposto, concertação com a controlada (o sentido do domínio é unilateral e *top-down*) nem se reclama que estas se concertem ou até que se relacionem entre si. Diferente é nos casos de controlo conjunto em que existe uma co-imputação: para efeitos da imputação *ao controlador*, mantém-se certamente a regra da irrelevância da (não) influência de uma sociedade-irmã sobre a outra ou da (não) intervenção na respetiva decisão de investimento, bem como da (não) dependência orgânica entre sociedades. Outra solução seria, de resto, incoerente com a presunção *juris et de jure* de influência.
- (viii) Se sempre existiu unanimidade quanto ao carácter cumulativo da imputação “àquele que exerce o controlo”, não pode a solução ser diferente em caso de entidades públicas estrangeiras, apesar da estranha menção do preâmbulo ao objetivo de captar o investimento de “entidades infraestaduais” estrangeiras, o qual não permite certamente

conceber um regime de exceção para as mesmas, o qual não tem nem poderia ter correspondência na letra da lei nem seguramente no seu espírito.

- (ix) O objetivo de captação de investimento estrangeiro certamente não permite interpretar a norma como consagração de uma permissão de fuga ao regime da comunicação obrigatória ou da OPA obrigatória, o que sucederia caso se entendesse que o fracionamento do investimento por duas ou mais sociedades tornava inimputáveis os votos correspondentes. Tal contrariaria, bom é de ver, o princípio da igualdade, poria em causa o mercado e os investidores, prejudicaria a tutela dos sócios minoritários, além de contradizer o regime europeu aplicável.

#### 4. Conclusão

O preâmbulo do Decreto-Lei n.º 77/2017 não tem correspondência *objetiva* na norma do n.º 3 do artigo 21.º, cujo sentido material e objetivamente incontroverso é o de esclarecer que, em caso de controladores comuns, a imputação é feita em sentido meramente ascendente (de cada uma das sociedades controladas para o seu ente controlador) e não certamente em sentido inverso (da sociedade controladora para a controlada) nem também em sentido horizontal ou lateral (ou seja, das sociedades controladas entre si).

A interpretação da lei toma como referente a letra e atende ao espírito da norma (artigo 9.º do Código Civil), sendo o preâmbulo mero auxiliar interpretativo, o qual perde qualquer função quando não exista correspondência deste com o texto ou com o sentido material da lei.

O que resulta do n.º 3 do artigo 21.º é apenas a clarificação de que a imputação nunca opera em sentido horizontal, mesmo que exista uma direção económica unitária entre as várias sociedades (“empresas-irmãs” do mesmo grupo, com integração económica e financeira, *inter alia*) ou existam entre elas relações económicas porventura até intensas (e por maioria de razão se não houver).

No caso de integração económica das empresas-irmãs sujeitas a um controlo comum poderia, na verdade, questionar-se se, além dos votos serem imputados ao controlador, em sentido ascendente, não deveria haver também imputação lateral ou horizontal. O artigo 21.º/3 vem confirmar a resposta negativa, que já resultava do sistema do CVM: para haver imputação ou existe uma relação de domínio ou de grupo entre as entidades (incluindo, *v.g.*, uma relação de grupo por contrato de grupo paritário) ou se demonstra outro fator de imputação, *maxime* a concertação entre as sociedades.

Nos termos do preceito, a influência dominante comum sobre duas ou mais sociedades não permite, portanto, assumir a existência de relações entre estas fundamentadoras da imputação de votos de uma à outra ou recíproca. É nesse sentido que se determina que devem ser “consideradas isoladamente” as relações de domínio, ressalvando-se expressamente que tal ocorre “sem prejuízo da imputação de direitos de voto à pessoa que exerça influência dominante”.

O sistema de imputação é meramente aclarado sem se modificar, por consequência, os deveres que recaem sobre os investidores.

A norma não prejudica, pois, a imputação cumulativa de votos que resulta das regras dos artigos 20.º e 21.º/1 e 2: em respeito do artigo 21.º/3, existem sempre dois juízos autónomos de imputação e nenhum deles exclui certamente o outro. A cumulação é imperativa porque só ela traduz o real poder do sujeito na sociedade: havendo participação indireta através de diferentes titulares, todos os votos são imputados porque a vontade relativa a todos eles é controlável e não porque a entidade-cúpula institua uma unidade económica ou direção económica unitária, ou ainda porque entre controladas haja concertação.

Se sempre existiu unanimidade quanto ao carácter cumulativo da imputação “àquele que exerça a influência dominante”, nenhuma razão existe, em face da nova redação, para se alterar tal entendimento.

O objetivo de captação de capitais estrangeiros certamente não permite considerar que vigora um regime de exceção para as entidades estrangeiras (*maxime* sob controlo público), apesar da referência do preâmbulo ao objetivo de atrair o investimento de “entidades infraestaduais estrangeiras”.