



JULIANO FERREIRA

**MUDANÇA DE CONTROLO E DEVER DE OPA NO
ÂMBITO DE GRUPOS SOCIETÁRIOS DE
NATUREZA FAMILIAR**

*Dissertação com vista à obtenção
do grau de Mestre em Direito*

Orientador:

Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida

Professor da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa

Abril de 2016

DECLARAÇÃO DE COMPROMISSO ANTI PLÁGIO

Declaro, por minha honra, que a dissertação ora submetida a provas públicas – cujo corpo, incluindo espaços e notas, ocupa um total de 196.069 caracteres (excluindo *Prólogo* e *Epílogo*, com os quais se cifraria em 205.275) – é original, encontrando-se devidamente referenciada a utilização de contribuições ou textos de terceiros.

Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta ética e disciplinar.

Lisboa, 15 de abril de 2016

DEDICATÓRIA

l lhuito por ti mesmo (“O luto por ti mesmo”)

*aguanta sien le pegares
fuogo als dies i déixa que pássen
serenos cumo bolo de páixaro
a la tarchica: nada puodes contra
la nuite a fazé-le selombra als dies
que han de benir; nun béilan*

*las arbles al abraço de l aire? Antoce,
porque nun le dás tiempo a adundiáren
ls delores que te sálen al camino?
nun bóndan ls que cuntigo camínan,
que inda outros de outros buscas?
se todo has de acabar an scuro eiterno,*

*deixa que lhuza hoije l sol
puis puode ser manhana
un defenitibo nada:
que l lhuito
por ti mesmo seia l camino
d’antender cumo guapo cuntinar
puode l mundo apuis de seres pocho.*

Francisco Niebro,
*in Ars Vivendi Ars Moriendi (Âncora
Editora, 2012)*

*Aguenta sem pegares
Fogo aos dias e deixa que eles passem,
Serenos como voo de pássaro
à tardinha: nada podes contra
a noite a fazer sombra aos dias
que hão-de vir: não dançam
as árvores ao abraço do vento? Então,
porque não dás tempo a amolecerem
as dores que te saem ao caminho?
Não bastam os que contigo caminham,
Que ainda de outros procuras?
Se tudo há-de acabar em escuro eterno,
deixa que brilhe hoje o sol,
pois pode ser amanhã
um definitivo nada:
que o luto
por ti mesmo seja o caminho
de entender como belo continuar
pode o mundo ser depois de seres nada.*

AGRADECIMENTOS

A entrega da presente dissertação representa para mim a oportunidade de retribuir, num modesto contributo e numa ínfima parte, tudo quanto aprendi e assim agradecer a todos quantos me permitiram aprender com eles.

Neste particular, cumpre-me agradecer em especial à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, não só pelo financiamento desinteressado do presente Mestrado, mas pelo tanto que ao longo do tempo me proporcionou, a nível pessoal e profissional. E como a *minha* Comissão se confunde com o Mestre Amadeu Ferreira, deixo-lhe publicamente o agradecimento que felizmente pude transmitir ainda em vida. A ele devo a entrada na Comissão e a ele agradeço o primeiro impulso para o início deste projeto. À Dr.^a Gabriela Figueiredo Dias, a quem devo, acima de tudo, a sincera amizade, deixo ainda um sentido agradecimento pelo apoio nos momentos difíceis.

À Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, que, não tendo sido a minha casa de partida, foi, com grande orgulho meu, casa de chegada no termo deste percurso, deixo também o meu agradecimento por todas as condições proporcionadas e pelos conhecimentos transmitidos.

Por fim, e mais importante, o agradecimento sincero ao Senhor Professor Carlos Ferreira de Almeida, pelo pronto e incansável apoio ao longo da elaboração da dissertação. A aceitação da orientação constituiu para mim uma enorme honra, que alguma vez conseguirei retribuir.

À família que me viu nascer e à que eu próprio constituí, deixo não só um agradecimento como a dedicação de toda a minha vida. Em especial, à minha mulher Susana e à minha filha Clarinha.

MODO DE CITAR E OUTRAS CONVENÇÕES

A primeira referência a qualquer obra é apresentada de forma completa, com indicação sequencial do Autor, título, edição (sempre que a obra original a refira), editora e ano, seguindo-se o número da(s) página(s) para que se remete. Nas referências subsequentes mantém-se a identificação do Autor e o título é abreviado, omitindo-se as demais indicações.

Quando em causa esteja a citação de textos disponibilizados *on-line*, indica-se, em acréscimo aos *supra* referidos elementos, a data em que foram consultados e a hiperligação utilizada. Em alguns casos, para evitar que a desatualização das hiperligações torne inviável o referido acesso, optou-se pela referência ao sítio de Internet onde o texto em causa se encontrará disponível. As alterações aos excertos citados, necessárias por razões de contexto ou de sintaxe, são introduzidas entre parênteses retos.

Inclui-se, de seguida, o índice de siglas e abreviaturas usadas e, *a final*, a bibliografia citada, tendo o presente estudo sido redigido nos termos do acordo ortográfico em vigor em Portugal.

O presente texto expressa opiniões estritamente pessoais que não podem ser legitimamente entendidas como manifestação da posição da CMVM sobre as matérias versadas.

LISTA DE ABREVIATURAS

<i>Art.</i>	<i>Artigo</i>
<i>Arts.</i>	<i>Artigos</i>
<i>CCiv.</i>	<i>Código Civil</i>
<i>CódMVM</i>	<i>Código do Mercado de Valores Mobiliários</i>
<i>Cfr.</i>	<i>Confrontar</i>
<i>CMVM</i>	<i>Comissão do Mercado de Valores Mobiliários</i>
<i>CRP</i>	<i>Constituição da República Portuguesa</i>
<i>CSC</i>	<i>Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro, com as alterações mais recentemente introduzidas pela Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro</i>
<i>DSR</i>	<i>Direito das Sociedades em Revista</i>
<i>Diretiva ou Diretiva das OPAs</i>	<i>Diretiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril, relativa às ofertas públicas de aquisição</i>
<i>ESMA</i>	<i>European Securities and Markets Authority</i>
<i>IPO</i>	<i>Initial Public Offer, ou Oferta Pública de Distribuição Inicial</i>
<i>IVM</i>	<i>Instituto dos Valores Mobiliários (www.institutovaloresmobiliarios.pt)</i>
<i>ob. cit.</i>	<i>Obra citada</i>
<i>OPA</i>	<i>Oferta Pública de Aquisição</i>
<i>p.</i>	<i>Página</i>
<i>pp.</i>	<i>Páginas</i>
<i>RDS</i>	<i>Revista de Direito das Sociedades</i>
<i>SSRN</i>	<i>Social Science and Research Network (www.ssrn.com)</i>
<i>ss.</i>	<i>Seguintes</i>
<i>v.g.</i>	<i>Por exemplo</i>

RESUMO

O presente texto versa sobre as consequências jurídicas aplicáveis à transmissão de ações que, no âmbito de processos sucessórios (*mortis causa*), conduzam a uma alteração de controlo sobre determinada sociedade aberta. Em concreto, procura-se dar resposta à questão de saber se, também em tais casos, se deve afirmar constituído o dever jurídico de lançamento de oferta pública de aquisição, ou se há algum fundamento que permita afirmar que o dever não chega a constituir-se, ou que é inexigível o seu cumprimento.

Considerando que as regras sobre imputação de direitos de voto desempenham um relevo fundamental quando em causa esteja a identificação de relações de domínio, procuramos compreender na sua plurifuncionalidade o modo específico como aquelas se concretizarão, por referência à função que a cada momento são chamadas a desempenhar. Tentamos assim apresentar um procedimento coerente para identificação de situações de aquisição de controlo, do qual há de resultar a imposição do dever de OPA.

Centrando a análise nos efeitos da transmissão *mortis causa* de uma participação de controlo, procuramos assimilar, de forma necessariamente breve, a essência do fenómeno sucessório para aferir a legalidade da aplicação da consequência jurídica da imposição do referido dever, em tais circunstâncias.

Por fim, partimos das conclusões obtidas para a análise dos problemas jurídicos colocados pela criação de mecanismos que, visando operacionalizar a transmissão hereditária de participação de controlo, são criados com intuito de evitar a aplicação da consequência jurídica da constituição do dever de OPA.

ABSTRACT

This paper focuses on share deals as part of mortis causa transmission procedures, leading to a change of control in a Portuguese company whose share capital is open to public investment (“sociedade aberta”). Specifically, we foresee to ascertain whether such procedure leads to the triggering of the mandatory bid legal provisions, or if it is somehow conceived as a legal exception determining the unenforceability of such duty.

Considering that the rules on voting rights attribution play a key role when approaching the identification of controlling positions over Portuguese companies whose share capital is open to public investment, we try to understand in its multifunctionality the specific ways in which they ought to be materialized by reference to the specific role that at each moment they are called upon to play. We aim to put forward a coherent procedure for the identification of change of control situations, from which the imposition of the mandatory bid rule will derive.

Focusing our approach on the effects of the transfer of a controlling stake following a mortis causa transaction, we seek to, in a necessarily brief manner, identify the essence of such phenomenon, in order to assess the legality of the obligation to present a bid under such circumstances.

Finally, we depart from the conclusions reached in order to determine the legal consequences of the implementation of certain mechanisms aimed at operationalizing the hereditary transmission of a controlling stake, thus avoiding the triggering of the mandatory bid rule.

PRÓLOGO

I. Ao longo do texto que se segue referimo-nos, indiferenciadamente, a *controle* e *domínio* para qualificar a relação estabelecida entre quem disponha do poder de exercer influência dominante e a sociedade com o capital aberto ao investimento do público que ao mesmo se encontrará sujeita.

Por simplificação e abreviação de texto, referimo-nos a situações de *titularidade de direitos de voto* para aludir a quaisquer circunstâncias de onde decorra a imputação de direitos de voto, ainda que tão só fundada na suscetibilidade de exercer influência sobre o sentido em que aqueles podem vir a ser exercidos e, como tal, não necessariamente ligada a situações de *titularidade* de ações.

Da mesma forma, e por idênticos motivos, referimo-nos ao *dever de OPA* para resumir a situação de quem, por recair numa posição que lhe permite exercer influência dominante, se constitui no dever legal de lançar OPA, divulgando o correspondente anúncio preliminar e diligenciando no sentido de fazer aprovar os subsequentes anúncio de lançamento e prospeto, provendo pela efetiva realização e boa liquidação da oferta.

II. Limitações de espaço poderiam ainda explicar a ausência de um capítulo autónomo dedicado a um estudo rigoroso de direito comparado. Julgamos, porém, que nesta área do direito dos valores mobiliários e, em concreto, no particular aspeto de que nos ocupamos, tal redundaria num contributo porventura relevante em sede de direito a constituir, mas proporcionalmente pouco proveitoso face ao tempo e espaço que acabaríamos por lhe dedicar. Optámos, pois, por centrar o foco da nossa análise no regime legal de que dispomos, sem perceção do qual constituirá mero impulso mediático a discussão do regime legal de que, enquanto comunidade, gostaríamos de dispor.

Tal não significa que não tenham sido analisadas as soluções de direito comparado, em especial no espaço comunitário, tendo daí resultado um especial conforto quanto à posição adotada relativamente a este tema. Tanto quanto

pudemos observar, as transmissões sucessórias merecem na generalidade dos ordenamentos do espaço comunitário específico tratamento legal, erigidas sob a forma de exceção ao dever de OPA, diretamente e em si mesmas, ou indiretamente enquadradas nas circunstâncias de aquisição não onerosa de controlo. E quando assim não seja, serão os próprios modelos de supervisão que habilitarão as Autoridades com competência em matéria de OPAs a conceder discricionariamente dispensas, onde usualmente se enquadrarão as transmissões sucessórias.

Tal circunstância torna a questão sobre que nos debruçamos tendencialmente incontrovertida em tais ordenamentos, subtraindo a letra da lei espaço ao debate doutrinário que não tenha eminentemente em vista uma perspetiva de direito a constituir – é disso bem ilustrativo, de resto, o panorama da Doutrina em Portugal quando, na vigência do Código do Mercado de Valores Mobiliários, se previa exceção expressa para as transmissões sucessórias, suscetíveis assim de afastar a exigibilidade de cumprimento do dever de OPA.

Mas se assim é nos demais ordenamentos, tal não basta para afirmar ser também assim no nosso. As diferenças de regime deverão ser enquadradas no contexto de uma Diretiva de harmonização mínima, que confere um tão amplo espaço de conformação aos Estados Membros que o difícil será encontrar dois cujos regimes jurídicos da OPA obrigatória sejam totalmente coincidentes.

Neste contexto, as diferentes concretizações de princípios comumente aceites são tão vincadas que haveria de redundar em pura desonestidade intelectual pretender fazer valer uma determinada interpretação pela demonstração de ser a que vinga na doutrina ou jurisprudência de determinado Estado Membro.

III. Palavra ainda para a jurisprudência, de cuja escassez resulta a atribuição de uma acrescida relevância às *decisões administrativas* da Autoridade de Supervisão portuguesa. Cumpre, neste ponto, referir que a ausência de significativo número de decisões judiciais que apreciem os atos administrativos da CMVM, relacionados com OPAs, não permita idêfeticamente afirmá-las como resistentes a um tal escrutínio e suficientemente fortes para serem tomadas com a certeza e segurança

que merecem os agentes do mercado. Na maioria dos casos, das decisões da CMVM é tão-só possível afirmar que se trata de decisões não judicialmente contestadas, sem com isso pretender evidenciar os seus méritos ou obnubilar os seus deméritos.

IV. As disposições legais mencionadas ao longo das seguintes páginas, desacompanhadas de referência a fonte específica, pertencem ao Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, na sua 32.^a versão, com a mais recente alteração introduzida pela Lei n.º 148/2015, de nove de setembro.

Este estudo foi atualizado com referência à legislação em vigor e à bibliografia consultada até março de 2016, não tendo sido por isso possível – por não se encontrar transposta à referida data – tomar em consideração a versão final do diploma que há de transpor para o direito nacional, entre outras, as alterações mais recentemente introduzidas pela Diretiva 2013/50/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2013 na Diretiva 2004/109/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro (*Diretiva da Transparência*). O anteprojeto de diploma de transposição da Diretiva 2013/50/EU foi objeto da consulta pública da CMVM n.º 3/2015.

APRESENTAÇÃO DO PLANO E INDICAÇÃO DA SEQUÊNCIA

A reflexão ora empreendida pretende problematizar as consequências jurídicas da transmissão de ações no âmbito de processos sucessórios (*mortis causa*), de onde decorram alterações de controlo na sociedade aberta a que respeitam. Em concreto, procura-se resposta para a questão de saber se, também em tais casos, se deve afirmar na esfera do sucessor o dever de OPA. Para tanto, revela-se a montante necessário clarificar o adequado procedimento de identificação de situações de *alteração de controlo* – indispensável para que o referido dever se tenha por constituído – para, a jusante, aferir da relevância da implementação de determinados mecanismos, sucedâneos da transmissão sucessória, suscetíveis de conduzir a idêntico resultado material.

A exposição divide-se, assim, em três partes.

A *primeira parte* é dedicada à explanação das bases do raciocínio em que assenta a resposta à questão colocada, delimitando-se os pressupostos de cuja verificação depende a constituição do dever de OPA e apresentando-se o método para a sua correta identificação. Considerando que as regras sobre *imputação de direitos de voto* desempenham, neste plano, fundamental relevo, importará distinguir, atento o seu carácter plurifuncional, o modo como se concretizam por referência às *funções* que a cada momento são chamadas a desempenhar (em particular, em sede de *transparência* ou de OPA).

Na *segunda parte*, tomamos como elemento central de análise a transmissão sucessória conducente à aquisição de controlo, partindo da apreensão da natureza jurídica de um tal fenómeno para aferir a legalidade da imposição do dever de OPA, em tais circunstâncias.

Na *terceira parte* – e já perante sugestão de resposta à questão apresentada –, abordam-se os problemas decorrentes do recurso a mecanismos que, assentes na criação de determinadas estruturas contratuais, visam alcançar resultados similares aos inerentes às transmissões sucessórias, com intuito de aferir se das mesmas pode resultar uma *alteração de controlo* que deva originar OPA.

Findo este percurso, teremos traçado um quadro geral que permitirá *i)* identificar os fundamentos e o modo como se relacionam e materializam para que se

possa afirmar constituído o dever de OPA e exigível o seu cumprimento, e *ii*) enquadrar as transmissões sucessórias, independentemente do modo de concretização, na mecânica das alterações de controlo no contexto específico de *sociedade aberta*.

A acompanhar o fio condutor do nosso raciocínio estarão, sempre que possível, referências a casos concretos que visam trazer para o universo da realidade prática o exercício teórico em que fazemos assentar as bases desta nossa reflexão.

**PARTE I – O DEVER DE LANÇAMENTO DE OFERTA PÚBLICA DE
AQUISIÇÃO**

1. Abertura do capital ao investimento do público como fundamento de transfiguração da natureza jurídica da sociedade

I. O recurso pelas sociedades comerciais ao mercado de capitais com intuito de captação de investimento junto de uma base alargada de potenciais investidores, *maxime*, através da abertura do capital à subscrição pelo público, introduz na realidade daquelas pessoas coletivas notas caracterizadoras que passam a diferenciá-las das sociedades que, mantendo a qualidade de *sociedade fechada*¹, optam por outras vias para obtenção de financiamento. O elemento diferenciador que porventura se afigura mais impressivo diz respeito à *composição* e *mutabilidade* das respetivas estruturas acionistas.

Com a concretização da possibilidade de qualquer sujeito adquirir ações, no âmbito de operações de dispersão de capital (ofertas públicas de distribuição de ações) ou através da negociabilidade em mercado regulamentado (através da respetiva admissão à negociação), promove-se o tendencial aumento do número de sócios e criam-se condições para uma mais frequente alteração da estrutura acionista.

A sociedade anónima – qualificada já como tendo o capital aberto à subscrição do público (abreviadamente, *sociedade aberta*) –, encontrar-se-á assim dotada de especificidades suscetíveis de originar problemas para os quais não se encontrará solução satisfatória na regulamentação (societária) preexistente, pensada, no essencial, para uma realidade e um tempo distantes ainda daqueles que viriam a ser os seus².

De resto, o *alargamento da base acionista* que um tal modelo potencia é, em si mesmo, suscetível de dificultar a implementação de um verdadeiro exercício

¹ A esta categoria refere-se o Código dos Valores Mobiliários em apenas dois artigos (110.º/1/b e 392.º/5).

² Disso mesmo é ilustrativa a circunstância de os arts. 306.º a 315.º daquele Código, onde originariamente se regulava de forma estruturada a oferta pública de aquisição de ações (precedido que foi de uma primeira abordagem, ainda tímida, experimentada entre finais dos anos 70 e inícios da década seguinte, pelos Decretos-Lei n.º 371/78, de 30 de novembro e 429/83, de 13 de dezembro), ter sido revogado pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de outubro, tendo passado a constar, em exclusivo, de codificação jus-mobiliária.

conjunto de uma atividade económica, diluindo a vinculação entre os acionistas, atenuando a sua ligação à sociedade e gerando eventuais assimetrias e desfasamentos no acesso à informação, que dificultarão o processo de tomada de decisões.

Por sua vez, a não regulação de eventuais “batalhas” pelo domínio do processo decisório da sociedade aberta poderia igualmente comprometer a viabilidade, em última análise, do seu próprio modelo, culminando na retração do investimento capitalístico neste tipo de estrutura associativa.

Procurando evitar que as potenciais desvantagens deste modelo comprometam a possibilidade de apreensão do benefício da aportação alargada de capitais para prossecução de uma atividade económica, prevê-se hoje um regime jurídico que tem em conta a natureza específica da sociedade aberta e, em concreto, aquilo que melhor a identifica como tal, leia-se, a circunstância de o público em geral passar a constituir o universo de potenciais acionistas. Esse regime visa promover uma tutela de interesses difusos ou dificilmente individualizáveis, mediante a imposição de regras moldadas a um concreto tipo de participação societária *de massas* e cuja salvaguarda compete (também) à CMVM. Trata-se, pois, de um quadro legal que visa conferir fiabilidade a este concreto tipo de sociedade comercial.

De entre as especificidades regulatórias destaca-se, enquanto nota definidora do regime jurídico das sociedades abertas, a exigibilidade de uma *ampla divulgação de informação*³, destinada a um espectro de destinatários tendencialmente alargado: da mesma forma que o seu capital social passa a estar aberto ao investimento do público, também determinados aspetos da sua vida interna passarão a estar, em maior ou menor medida, abertos ao conhecimento do público.

II. É neste contexto que a celebração de negócios jurídicos que tenham como objeto ações de sociedades abertas – e, em particular, a regulação contratual

³ Em particular, *v.* o estudo de FILIPE MATIAS SANTOS, *Divulgação de informação privilegiada*, Almedina, 2011.

incidente sobre um dos concretos direitos que a integram, o *direito de voto* – é suscetível de originar deveres para os respetivos contraentes, e, em certas circunstâncias, para terceiros com eles especialmente relacionados⁴.

Tais deveres respeitam, em primeira linha, à prestação de informação atual, clara, objetiva, completa e lícita sobre a estrutura acionista da sociedade aberta, publicamente disponível para que a ela possam aceder tantos quantos dela precisem para fundamentar as suas decisões de investimento. Do conhecimento público da identidade dos *participantes qualificados* será possível retirar uma multiplicidade de inferências, desde a perceção quanto às relações de força subjacentes à formação da vontade da sociedade, até à previsão de alterações de controlo decorrente do incremento da participação de determinado sujeito.

Em suma, a sociedade que procura na abertura ao público do seu capital a obtenção de determinados benefícios (*de publicidade*), vê ser-lhe aplicáveis, a si e a tantos quantos com ela se relacionam, específicas restrições ou deveres que encontram sentido, em última análise, na premência de conferir viabilidade ao próprio modelo de *sociedade aberta*. É este que justifica a sujeição a um conjunto de regras diferenciadas face às sociedades fechadas, deixando de assentar na aplicabilidade irrestrita dos princípios da autonomia privada e da liberdade contratual e implicando a “renúncia” a um concreto regime jurídico inerente à manutenção da qualidade de *fechada*. Os *benefícios da publicidade* não se alcançarão, assim, sem perda de (pelo menos alguns) *benefícios da privacidade*: se os potenciais acionistas-investidores são o público, pública deverá ser também a informação que se afigure necessária à tomada de decisões de investimento.

III. E se a supressão de *benefícios da privacidade* se apresenta como notória face à exigência de informar sobre a composição da estrutura acionista, mediante

⁴ A sociedade que opta pela abertura do seu capital submete-se a um regime jurídico diferenciado, de onde decorre a imposição de deveres não só a si própria (*v.g.*, divulgar informação privilegiada, art. 248.º), mas também aos seus *administradores* (*v.g.*, comunicar transações de dirigentes, art. 248.º-B), aos seus *acionistas* e mesmo a *terceiros* (*v.g.*, comunicar participação qualificada e lançar OPA, arts. 16.º e 187.º, respetivamente).

identificação, com o detalhe exigido pelo art. 16.º, dos titulares de *participações qualificadas*, mais evidente se revelará ainda quando em causa estejam *alterações de controlo*.

A aquisição do poder de exercer influência dominante sobre uma sociedade anónima de tipo fechado não implica a emergência de proteção de acionistas minoritários através da imposição do dever de OPA. As transmissões de controlo em sociedades fechadas far-se-ão em conformidade com a liberdade e autonomia das partes, no âmbito de um regime exclusivamente *privatístico*. Arredados ficarão, pois, mecanismos de proteção de cariz *publicista*, por não revestirem natureza pública os interesses em presença.

A partir do momento em que a sociedade se projeta para um universo onde pesam em menor medida os interesses exclusivamente privatísticos – por constituir seu interesse a apropriação de um conjunto de benefícios de índole capitalístico(publicista)⁵ –, não mais poderá aquela legitimamente pretender, enquanto a qualidade de *aberta* se mantiver, prevalecer-se do regime jurídico inerente a um estatuto de que voluntariamente abdicou, em nome de interesses que considerou maiores. Decidida a reconfiguração da sociedade fechada em aberta, mudam, ainda que não inelutavelmente⁶, as *regras do jogo*, constituindo disso mesmo manifestação a imposição do *dever de OPA*.

Assim, a sociedade fechada que venha a recorrer à abertura ao público do seu capital social, não poderá legitimamente pretender que uma qualquer subsequente transmissão de controlo haja de continuar a ter as mesmas consequências jurídicas que teria se aquela afinal tivesse mantido a qualidade de *fechada*.

Concluir-se-á que a inevitável sujeição da sociedade a regras especiais, que impõem determinadas restrições a quem adquire posição de domínio, constitui

⁵ Veja-se, de resto, a qualificação das *Entidades de Interesse Público*, promovida pelo Decreto-Lei n.º 225/2008, de 20 de novembro, onde são como tal identificadas, entre outras, as *sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação num mercado regulamentado*.

⁶ Entre nós é possível a *perda da qualidade de sociedade aberta* enquanto manifestação da vontade de *oferente*, da própria *sociedade*, ou como decorrência de decisão de exclusão de negociação, fundada na falta de dispersão pelo público (art. 27.º). Sobre as operações de saída de mercado, categoria genérica onde se integra a perda de qualidade de sociedade aberta, v. PAULO CÂMARA, *As operações de saída do mercado*, in IDET, n.º 2, Almedina, 2004.

decorrência da possibilidade de, por um ato da sua vontade, aceder a vantagens em princípio inacessíveis a sociedades que mantenham a qualidade de *fechadas*, como seja a possibilidade de acesso a fontes mais diversificadas de financiamento junto do público.

2. Sociedade aberta e imputação de direitos de voto: da comunicação de participações qualificadas ao lançamento de oferta pública de aquisição

2.1. A plurifuncionalidade das regras de imputação de direitos de voto

I. A abertura ao investimento do público faz emergir um regime jurídico de feição mobiliária que introduz exigências adicionais face ao regime puramente societário.

Entre outras relevantes especificidades encontra-se o modo de contar os direitos de voto atribuíveis a determinada pessoa, como ponto de partida para a imposição de deveres jurídicos que encontram razão de ser na necessidade de proteção dos investidores e do mercado.

II. O art. 20.º constitui, neste contexto, norma jurídica cujo propósito é o de estabelecer as regras e os critérios para determinação dos direitos de voto que, atentas as relações intersubjetivas em que se integrará o participante, deverão ser-lhe imputados, assim definindo a medida da participação atribuível a determinada pessoa, singular ou coletiva, de direito privado ou público, de forma exclusiva ou concertada⁷.

Aquela norma encerra em si, porém, uma dupla⁸ funcionalidade, ao ser convocável, simultaneamente, para identificar a formação de participação

⁷ A atuação concertada constitui objeto de particular preocupação, fundamentalmente pela sua crescente incidência e tendencial opacidade. Sobre o modo como o legislador nacional procurou resposta para os problemas associados ao fenómeno, v. o nosso *Atuação em concertação entre acionistas – O modelo português de supervisão*, JULIANO FERREIRA, in DSR, ano 6, vol. 12, Almedina, outubro de 2014. Comprovando a atualidade e relevância do tema, tenha-se presente a tese de doutoramento de DANIELA FARTO BAPTISTA, subordinada ao tema *A atuação concertada como imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, defendida em provas públicas a 21 de fevereiro de 2015 (em revisão, com vista à respetiva publicação).

⁸ Sendo possível encontrar Autores que identificam ainda outras funcionalidades, como sucede com JOÃO SOARES DA SILVA, *Algumas observações em torno da tripla funcionalidade da técnica de imputação de votos no código dos valores mobiliários*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 26, abril de 2007. A propósito da «...miríade de previsões legislativas que se refere ao art. 20.º com objectivo diferente» (da imputação de direitos de voto), antes demarcando «normativamente uma zona de influência próxima de uma pessoa», v. PAULO CÂMARA, *O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, abril de 2000, p. 174 e ss.

qualificada – impondo-se, em consequência, o correspondente *dever de informar o mercado* (art. 16.º) – e, ao mesmo tempo, embora não necessariamente nos mesmos termos, para identificar a emergência ou constituição de relação de domínio – impondo-se, em consequência, o correspondente *dever de lançar OPA* (art. 187.º).

A compreensão de todas as dimensões do art. 20.º revela-se, portanto, basilar para a apreensão do regime jurídico caracterizador das sociedades abertas, justificando-se, como tal, uma explicitação do *modus operandi* em que se vem a concretizar, quando em causa esteja a sua convocação para algum daqueles dois referidos propósitos.

A circunstância de naquele mesmo artigo se integrar o universo das relações intersubjetivas tidas simultaneamente como requisito de verificação prévia e indispensável à imposição dos sobreditos deveres de *transparência* e de *OPA* não impede, antes determina, que se atenda à racionalidade imanente própria e teleologicamente diferenciada de cada um dos referidos institutos quando, para aferição do preenchimento dos pressupostos de que depende a aplicação de cada um deles⁹, se venha a convocar os critérios de imputação de direitos de voto¹⁰.

O art. 20.º encerra por isso um conjunto de critérios que, a cada momento, serão convocados para aferir a constituição de deveres jurídicos que assentam ora na *suscetibilidade de influenciar o sentido em que são exercidos os direitos de voto*

⁹ Não cremos que a circunstância de os critérios de imputação de direitos de voto se encontrarem, entre nós, previstos num mesmo artigo (20.º), determine necessariamente que a imputação exista, nos mesmos termos, para ambos os efeitos. De resto, mesmo nos ordenamentos jurídicos, como o alemão, onde os critérios de imputação se encontram em diferentes normas jurídicas (e diplomas legais), consoante esteja em causa o cumprimento de deveres de *transparência* (§21 do *Wertpapierhandelsgesetz*) ou de *lançamento de OPA* (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*), não deixam de, em significativa medida, comungar de redação similar, o que nos leva a concluir que não é no *afinamento* dos critérios de imputação que se encontra o aperfeiçoamento do regime, mas no concreto modo como eles vêm a ser integrados num procedimento de aplicação do direito que procura identificar, de entre o universo de votos potencialmente influenciáveis, aqueles que efetivamente o sejam. A esse método dedicar-nos-emos *infra*, ponto 2.3 desta Parte I.

¹⁰ É o que de resto propõe, à luz do direito alemão, UWE SCHNEIDER, *Acting in concert: Vereinbarung oder Abstimmung über Ausübung von Stimmrechten?*, Vol. 36, n.º 3, 2007, pp. 440 e ss., e o que sustentam SEBASTIAN BARRY, HANNES BRACHT e MATTHIAS CASPER, *Agreements on voting conduct in the election of the supervisory board (Aufsichtsrat) – a case for a mandatory offer? Case Note – The Ruling of the Regional Appellate Court Munich (OLG München) of 27 April 2005 – 7 U 2794/04, ZIP 2005, 856*, in *German Law Journal*, vol. 6, n.º 12, 2005, p. 1814, disponível em: <http://www.germanlawjournal.com/volume-06-no-12/>, com base no facto de diferentes normas legais resultarem de transposição de diferentes Diretivas Comunitárias.

(participação qualificada), ora no *efetivo poder de disposição* sobre votos que confirmam ao participante o poder de exercer influência dominante sobre a sociedade (OPA)¹¹.

III. A imposição do dever de comunicar *participação qualificada* (art. 16.º) encontra razão de ser na necessidade de prestação de informação aos acionistas, aos investidores e ao mercado, sobre o modo como se estabelecem e se alteram as relações de força, atuais e potenciais, na sociedade. Para tanto, convocam-se os critérios do art. 20.º não para identificar quem pode *dispor* do direito de voto, nem tão pouco para aferir se o participante se encontra em relação de domínio com a sociedade mas, tão só – e em obediência a propósitos de transparência¹² –, para identificar publicamente aqueles que têm o poder, ou a mera suscetibilidade de exercer influência sobre direitos de voto.

A operacionalização de um tal regime bastar-se-á, portanto, com uma apreciação essencialmente formal e quantitativa, mediante verificação de quantos direitos de voto hão de ser contados como de determinado participante, consoante o número de circunstâncias relacionais, por referência ao art. 20.º, em que aquele se encontre. Irrelevará, em certa medida, se o participante efetivamente dispõe dos direitos de voto ou se de algum modo pode influenciar o sentido do seu exercício.

IV. Idêntico raciocínio e procedimento já não valerão, porém, quando esteja em causa aferir a constituição do dever de OPA (art. 187.º), pois nesse caso, não obstante a indispensabilidade de verificação do preenchimento de pressupostos formais, tal circunstância não será por si só suficiente para, em face da ultrapassagem (por mera convocação do art. 20.º) dos limites de um terço ou metade dos direitos de voto, se considerar constituído o dever de OPA.

¹¹ Ilustrativa dessa dualidade é hoje a norma constante do art. 20.º/5, onde se atribui relevo à «...*influência, efetiva ou potencial, sobre a sociedade participada*» (sublinhado nosso). Uma vez que ao art. 20.º estão cometidas as finalidades evidenciadas em texto, relevarão no seu âmbito tanto as situações de suscetibilidade de influência sobre o voto, como de efetivo controle do seu sentido.

¹² Identificando os fundamentos da imposição de tais deveres, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto*, Coimbra Editora, 2011, pp. 49 a 68. Para os fundamentos da imposição do dever de lançamento de OPA, que veremos de seguida, v. em particular as pp. 189 a 216.

Neste caso, e porque à mera *suscetibilidade de exercício de influência* se há de substituir o efetivo *poder de disposição* dos direitos de voto, ao mesmíssimo pressuposto formal acresce um outro – *material* –, a *aquisição ou alteração de controlo*, resultante da constituição *ex novo* de relação de domínio, corporizada na efetiva disponibilidade de um tal número de direitos de voto que permita ao participante exercer sobre a sociedade *influência dominante* (art. 21.^o).

A imputação de direitos de voto e a ultrapassagem de determinadas fasquias percentuais encontram-se assim funcionalizadas à identificação de situações de material e efetiva alteração de controlo. Será assim porque o dever de OPA encontra fundamento não já na necessidade de fazer transparecer a estrutura acionista e antecipar potenciais alterações relevantes que na mesma *possam vir a ocorrer*, mas na necessidade de conceder uma via de saída da sociedade aos (agora) acionistas (minoritários), mediante reponderação do seu investimento em face da relevante alteração das condições em que fundaram a sua decisão de entrada, introduzida pela superveniência da relação de domínio. E esta possibilidade de saída, que poderá ou não comportar o pagamento de um *prémio de controlo*¹³, constitui o correspondente dever jurídico que contrabalança os potenciais benefícios decorrentes da constituição de uma relação de domínio¹⁴, no âmbito da qual o participante adquire o poder de impor à sociedade a sua vontade.

¹³ A necessidade de *distribuição do prémio de controlo* é consabidamente apontada como fundamento autónomo da imposição do dever de lançamento de OPA, embora entre nós se deva reconhecer a possibilidade de o dever de OPA se impor mesmo perante a inexistência de qualquer aquisição de ações. É o que sucede, *v.g.*, quando acionistas celebram *acordo parassocial*, resultando a relação de domínio (conjunto) não da aquisição de um bloco de controlo, mas do somatório das posições acionistas, previamente detidas. Sobre os critérios de determinação da contrapartida, em tais circunstâncias, e a sua relevância para efeitos de derrogação do dever de lançamento de OPA, *v. DOMINGOS SALGADO e JULIANO FERREIRA, OPA derogatória - A derrogação do dever de lançamento de OPA com fundamento no prévio lançamento de OPA voluntária: momento em que deve ser apreciada e requisitos de que depende*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2016, no prelo.

¹⁴ Na verdade, o risco de *apropriação privada dos benefícios do controlo* – que pretende traduzir a ideia de que o adquirente de posição de controlo poderá preferir, ao invés de canalizar os resultados da sociedade para a distribuição de dividendos, orientar os fluxos financeiros através de operações de que apenas o mesmo seja direta ou indiretamente beneficiário (através de *transações com partes relacionadas*), assim evitando a partilha do resultado da exploração da empresa com os acionistas minoritários – é suscetível de fundamentar, por si só, a previsão de um tal dever, deixando na esfera de liberdade do acionista minoritário, em função da análise de risco que faça quanto às virtudes do novo controlador, manter a sua posição ou vender as ações e abandonar a sociedade. Analisando este fundamento numa

2.2. O domínio efetivo como pressuposto do dever de OPA

I. A OPA, enquanto dever legal, constitui um instituto dotado de significativa complexidade, sendo indispensável à sua compreensão o aprofundado conhecimento dos respetivos fundamentos e o domínio do seu método de aplicação.

Quando procuramos os fundamentos e buscamos identificar o método, não podemos deixar de recorrer à Diretiva das OPAs, não só pela força jurídica das suas disposições, mas sobretudo pelo carácter explicativo do sentido da regulamentação que por via dela se impõe aos Estados Membros.

Assim, resulta em particular do seu art. 5.º/1 que «[s]empre que uma pessoa singular ou colectiva, (...) venha a deter valores mobiliários de uma sociedade (...) que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confirmam directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade.» (sublinhado nosso).

O fundamento racional de um tal dever reside, nos termos da letra da própria Diretiva, na necessidade de *proteção dos acionistas minoritários* perante a superveniência da constituição de uma posição de controlo. E se a referência à ultrapassagem de *determinadas fasquias percentuais de direitos de voto* tem levado a maioria dos Estados Membros a adotar exclusivamente uma perspetiva formal e quantitativa de controlo – assumindo (ou ficcionando) que ele existe quando as fasquias são ultrapassadas¹⁵ –, a verdade é que a mesma pode conduzir a resultados

perspetiva crítica, v. EDDY WYMEERSCH, *A new look at the debate about the takeover directive* (março de 2012), Ghent University, Financial Law Institute Working Paper nr. 2012-05. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1988927> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1988927>, mais recentemente consultado em março de 2016. V., ainda, MIGUEL CANCELA DE ABREU, *Private benefits of control – Do aproveitamento pessoal do controlo societário*, in DSR, ano 8, vol. 15, Almedina, março de 2016.

Tenha-se ainda presente, a este propósito, o considerando décimo segundo do preâmbulo do Código dos Valores Mobiliários, onde se refere que «[o] regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias assenta na ideia geral de que os benefícios da aquisição de domínio sobre uma sociedade aberta devem ser partilhados pelos accionistas minoritários» (sublinhado nosso).

¹⁵ Uma análise comparativa sobre os modos de concretização do conceito de controlo – onde se colocam em confronto as perspetivas *quantitativa* e *qualitativa* –, pode ser encontrado em UMAKANTH

contraditórios com o espírito da Diretiva e com o sentido da regulação do instituto da OPA obrigatória, impondo o dever em casos em que não exista (ainda) poder de exercício de influência dominante, e deixando de o impor em casos em que efetivamente exista.

Daí entendermos que o método para identificar o nascimento de tal posição, fundante da afirmação daquele dever, não pode deixar de assentar numa apreciação *qualitativa*, apenas acessível, porém, mediante convocação de critérios quantitativos, assentes na ideia de que, no âmbito de uma sociedade comercial, exercerá maior influência quem puder dispor de um maior número de direitos de voto e/ou quem puder determinar a composição maioritária dos órgãos sociais.

A previsão de determinadas fasquias percentuais encontra-se assim funcionalizada (e subordinada) à identificação de situações em que se constitui uma relação de domínio, manifestada na disposição de um poder de, através do exercício do direito de voto, controlar os mecanismos de formação da vontade da sociedade. Não é senão isto o que resulta do art. 5.º/3 da Diretiva, onde se prevê que «[a] percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade, para efeitos do n.º 1, bem como a fórmula do respectivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-Membro em que se situa a sua sede social» (sublinhado nosso). Entre nós, as fasquias que concorrem para a imposição do dever são *um terço* ou *metade* dos direitos de voto, ultrapassadas na sequência de imputação de direitos de voto nos termos do art. 20.^{o16}.

VAROTTIL, *Comparative Takeover Regulation and the Concept of 'Control'*, novembro de 2015, in *Singapore Journal of Legal Studies*, p. 208 (<http://ssrn.com/abstract=2695703>). De acordo com a perspetiva *quantitativa*, a ultrapassagem das fasquias predeterminadas conduz ao preenchimento do conceito de controlo e à imposição do dever de lançamento de OPA mesmo que o sujeito assim obrigado demonstre não ter qualquer poder de exercer influência dominante sobre a sociedade (afigurando-se em tais sistemas decisivo o rol de exceções ao referido dever); De acordo com a perspetiva *qualitativa*, poder-se-ia ver obrigado ao referido dever aquele que, não tendo ultrapassado qualquer fasquia, fosse tido como dispondo, ainda que temporária ou conjunturalmente, do poder *de facto* de exercer influência dominante sobre a sociedade. Pelos motivos expostos em texto, somos em crer que o modelo português encontra um balanço adequado entre as duas perspetivas, assim promovendo a conciliação entre as exigências de segurança jurídica com as exigências de justiça inerentes à imposição do dever apenas a quem tenha efetivamente adquirido o poder de controlar.

¹⁶ Não havendo embora consenso quanto ao concreto método para se alcançar tal resultado, é hoje pacífico que a convocação de critérios de imputação não pode deixar de atender ao âmbito específico de aplicação para o qual vem a ser convocado, variando a sua concretização em função, desde logo, da

A previsão de duas fasquias percentuais é, de resto, revelador de que o legislador nacional procurou, enfrentando as limitações típicas de um qualquer critério formal, aproximar-se o mais possível do fundamento material que está na razão de ser do instituto da OPA obrigatória. Por essa via, terá tentado dotar o aplicador do direito das ferramentas necessárias à identificação das situações em que efetivamente existe um poder de exercer influência dominante, mesmo antes de quantitativamente alcançado um número de votos cuja disposição por si só permita, estruturalmente, controlar o sentido das decisões da sociedade que hajam de ser tomadas por *maioria simples*.

A previsão de fasquias percentuais, ainda que estabelecidas como elemento indispensável à excecutoriedade do método, constituirá apenas meio para alcançar um fim, não relevando por si só sem um conteúdo significativo, que se encontra apenas na sua conjugação com um pressuposto material, o de por essa ultrapassagem ser possível concluir dispor alguém do poder de influir decisivamente nos destinos da sociedade. E é aí – e já não na simples ultrapassagem de fasquias – que se situará o facto gerador da necessidade de proteção dos acionistas minoritários, a promover pela imposição do dever de OPA.

II. O regime legal português da OPA obrigatória não pode, atento aquele postulado, ser interpretado senão à luz das disposições comunitárias e dos princípios estruturantes em que as mesmas assentam. A ausência de referência expressa na norma de direito nacional à efetividade da aquisição de controlo como

razão de ser subjacente a cada um desses regimes. Nesse sentido, PAULA COSTA E SILVA, *A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição*, in *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Almedina, 2007, p. 246, e CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, em *OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, IVM, 2013, pp. 7 e 8, quando acrescenta, a este propósito, que, no que respeita à imputação de direitos de voto, «...a perspectiva deve ser dinâmica, diferenciando a imputação para efeito de cumprimento dos deveres de comunicação (artigo 16^o) e para efeito de OPA obrigatória. A imputação *prima facie* não impede necessariamente, para efeitos de OPA obrigatória, a faculdade de ilidir a presunção através da demonstração de que o fator de imputação, considerado em abstrato, não confere, em concreto, efetivo poder, de direito ou de facto, no exercício do voto, nem possibilidade de o influenciar». Acrescenta ainda este Autor que «[n]a delimitação do dever de lançamento de OPA geral e dos seus pressupostos, o intérprete e o aplicador do direito não devem pois aceitar acriticamente os critérios de imputação, podendo interrogar-se sobre as finalidades do dever de lançamento e em especial por que razão direitos de voto são imputados a quem não é titular de ações».

pressuposto da constituição do dever de OPA – dizendo-se no art. 187.º, tão-só, que «[a]quele 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...» – não só é colmatada pela necessidade de interpretação conforme com a Diretiva, como é a que resulta de exigências de coerência interna do sistema. É o próprio n.º 2 do mesmo art. 187.º que dá forma de letra a um pressuposto que o n.º 1 apenas tem como imanente, ao determinar a inexigibilidade de «...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» (sublinhado nosso). A previsão legal da admissibilidade de realização de *prova negativa de domínio* vem por isso atribuir relevo a um pressuposto material indispensável à constituição e exigibilidade de cumprimento do dever de OPA, de onde não poderá senão extrair-se a *inexigibilidade de lançamento de OPA quando não tenha ocorrido qualquer alteração de controlo*¹⁷.

Aquela disposição, finalmente complementada pelo n.º 3 – onde se prevê que, quem tenha feito tal prova, fica obrigado «[a] lançar oferta pública de aquisição geral logo que adquira uma posição que lhe permita exercer influência dominante sobre a sociedade visada» (sublinhado nosso) –, vem deixar claro que, no âmbito da OPA obrigatória, a ultrapassagem das fasquias percentuais releva se, e na medida em que, uma

¹⁷ Em certas circunstâncias, a inexistência de alteração de controlo é (erradamente) percecionada como exceção ao dever de OPA. Veja-se, por exemplo, o tratamento que lhe é dado ao nível comunitário, pela própria COMISSÃO EUROPEIA (quando, ao analisar as exceções ao referido dever, inclui no elenco das variadas formas que adquirem no direito interno dos Estados Membros «[s]ituações em que não há uma mudança efetiva de controlo: por exemplo, quando a mudança de controlo é temporária ou a aquisição ocorre no seio do mesmo grupo económico ou de um grupo que «atua em concertação». Estas derrogações não afetam o objetivo da Diretiva de proteger os acionistas minoritários em situações de mudança de controlo;», in Relatório da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões sobre a aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição, (disponível em http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0347&qid=143997664_5186&from=PT)p. 8). Cremos que tal perceção não se afigura a mais correta, não devendo confundir-se as circunstâncias sem as quais determinados deveres não se podem considerar constituídos (os pressupostos) com as circunstâncias que determinam o afastamento da exigibilidade de cumprimento de um dever efetivamente constituído. A inexistência de efetiva alteração de controlo obsta à constituição do dever de OPA, ao invés de determinar a inexigibilidade do seu cumprimento (como tipicamente sucede com as *derrogações*).

participação qualificada constituída mediante invocação dos critérios de imputação de votos do art. 20.º confira ao participante o poder de exercer *influência dominante* sobre a sociedade.

De resto, é o próprio preâmbulo do Código dos Valores Mobiliários que, no seu considerando décimo segundo, expressamente menciona o «*critério do domínio efectivo*» para justificar que, com a entrada em vigor do novo Código, «...passaram a ser considerados apenas os direitos de voto efectivos no cômputo da posição de domínio do potencial oferente».

A comprová-lo está ainda o diferente modo de cálculo da participação qualificada em função do universo de ações que integram o denominador, consoante em causa esteja o cumprimento de deveres de comunicação de participação qualificada – caso em que, de acordo com o art. 16.º/3/b, «[o]s direitos de voto são calculados com base na totalidade das ações com direitos de voto, não relevando para o cálculo a suspensão do respetivo exercício»¹⁸ –, ou o cumprimento do dever de OPA, caso em que, *a contrario*, os direitos de voto se não de afinal aferir por referência apenas às ações cujo direito de voto não se encontre suspenso. Significa isto que, para efeitos de verificação de existência de posição de domínio, interessará unicamente medir o peso relativo de cada participação de entre todas aquelas que comportem direito de voto plenamente exercitável¹⁹.

E, como se tal não bastasse, a ideia de que o critério do domínio efetivo é o único que pode hoje sustentar todo o regime da OPA obrigatória – contra um qualquer conceito de domínio exclusivamente formal, assente na imputação

¹⁸ Esta diferenciação face ao modo de cálculo para efeitos de OPA, introduzida pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de outubro, é explicada no seu preâmbulo tomando como paradigma a (ir)relevância das ações próprias. Aí se explicita que «[a] comunicação de participações qualificadas beneficia de alguma simplificação, na medida em que o participante deixa de estar obrigado a informar sobre a percentagem de direitos de voto calculada tendo presente as ações próprias da sociedade - informação de que pode não dispor em termos actualizados».

¹⁹ Como refere RUI PEREIRA DIAS, *A responsabilidade por exercício de influência sobre a administração de sociedades anónimas – uma análise de direito material e direito de conflitos*, Almedina, 2007, p. 78, «...as participações próprias terão que ser excluídas do denominador composto pelo capital social nominal da sociedade participada, para que sobre ele se possa colocar, como numerador, o capital social nominal votante detido por um sócio, e assim se obtenha o valor operativo na determinação do seu poder de influência [sob a forma de poder de voto]».

irrestrita de direitos de voto com a abrangência com que é feita por exigências de transparência – é, final e decisivamente, reforçada pela norma que estabelece a sanção para o incumprimento do dever de OPA: o art. 192.º/1 prevê que «[o] *incumprimento do dever de lançamento de oferta pública de aquisição determina a imediata inibição dos direitos de voto e a dividendos inerentes às acções [q]ue excedam o limite a partir do qual o lançamento seria devido*». É da natureza das coisas que uma tal inibição, que constitui simultaneamente penalização e medida preventiva contra a consumação do exercício de posição de controlo não legitimada pela satisfação do dever de OPA, incida única e exclusivamente sobre quem disponha do poder de, direta ou indiretamente, determinar o sentido em que são exercidos direitos de voto²⁰, pois nenhum sentido cobraria suspender votos a quem deles não possa dispor.

Daí que se deva concluir que «[o] *artigo 187.º do Código dos Valores Mobiliários, diferentemente do artigo 490.º do Código das Sociedades Comerciais, refere o domínio, não pelo número ou percentagem de acções detidas, mas antes pelo voting power*»²¹.

III. Da conjugação dos referidos elementos resulta assim que o sentido do dever de que cuidamos se encontrará apenas quando a ultrapassagem de fasquias percentuais significar constituição de relação de domínio, tal como definida pelo art.

²⁰ De resto, a inibição de direitos de voto provoca automaticamente o aumento proporcional do peso relativo das participações detidas pelos demais acionistas, podendo daí resultar que alguém passa a estar investido, ainda que de forma passiva (sem nada ter feito para alcançar tal resultado), em posição de exercer influência dominante sobre determinada sociedade aberta.

Em tal caso, e porque a imposição do dever de OPA a esse terceiro constituiria uma espécie de “*benefício do infrator*” – quem incumpriu o dever de lançar OPA e, em consequência, vê parte dos seus direitos de voto inibidos, não deverá beneficiar da possibilidade de venda no âmbito de OPA que apenas surge na esfera de terceiro em virtude das consequências daquele incumprimento –, o legislador entendeu derrogar a exigibilidade do seu cumprimento, em tais circunstâncias. É o que resulta do art. 187.º/5. Cremos, porém, que esta solução deixa desprotegidos os acionistas minoritários, afirmando-se por isso desconforme com a Diretiva. Por esta via assiste-se ao surgimento de posição de controlo, ainda que adquirida de forma passiva, sem que o novo controlador a legitime mediante o lançamento de OPA. *De iure constituendo* cumprirá, pois, assegurar que o dever de OPA não é afastado, determinando-se que quem não cumpriu com um tal dever esteja impedido de alienar as suas ações, assim se evitando aquele efeito.

²¹ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Concertação de accionistas, exoneração e opa obrigatória em sociedades abertas*, in DSR, ano 2, vol. 3, Almedina, março 2010, p. 30.

21.º. Aí se estabelece que, «[p]ara efeitos deste Código²², 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».

Julgamos que não poderia deixar de ser assim. De contrário, impor-se-ia um dever de OPA a quem não controlasse efetivamente direitos de voto, é dizer, a quem não estivesse afinal em posição de exercer influência dominante²³. Aqui chegados, temos por seguro que a aquisição de um *domínio efetivo* constitui, na verdade, 'o' pressuposto do dever de OPA. Deve este ser entendido, na sequência do método que passaremos a descrever, como a circunstância em que se encontrará determinado sujeito quando, dispondo de um poder de voto – assente no preenchimento de critérios de imputação previstos no art. 20.º – em medida superior a *um terço* ou *metade* dos votos exercitáveis em sociedade aberta, tenha a *possibilidade*²⁴ de sobre ela exercer influência dominante.

2.3. O método de identificação de alterações de controlo

I. Uma vez que o domínio se consubstanciará no *controlo de direitos de voto*, e que esta faculdade em muito excede a mera titularidade de ações²⁵, o legislador

²² Configurando-se assim este preceito como *especial* face aos preceitos correspondentes do Código das Sociedades Comerciais, como nota CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *O Código dos Valores Mobiliários e o sistema jurídico*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, abril de 2000, pp. 41 e 42.

²³ Realçando este ponto, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória...*, cit., pp. 409 e 410, conclui que «[a]ceitar que a titularidade de ações implica uma imediata imputação de direitos de voto ao acionista para efeito de opa obrigatória pode levar, paradoxalmente, a ter que admitir que alguém não controla o exercício dos direitos de voto inerentes às suas ações, mas pode dominar a sociedade.»

²⁴ Será em princípio irrelevante que o titular do controlo manifeste ser sua vontade não o exercer (*v.g.*, “renunciando” ao exercício do direito de voto), afirmando-se o dever com a mera *possibilidade* do seu exercício. Os casos de aquisição efetiva de controlo na sequência de circunstâncias *fortuitas, indesejadas, temporárias* ou *conjunturais* merecem, neste contexto, tratamento diferenciado, permitindo-se o afastamento da exigibilidade de cumprimento do dever de OPA apenas e só quando o controlador se comprometa a por termo à situação de onde o mesmo decorre (art. 190.º).

²⁵ Podendo inclusivamente decorrer de qualquer situação de controlo do sentido dos votos, inerentes a ações de que não se é o titular. Assim sucede, por exemplo, com o credor pignoratício a quem tenha sido atribuído, no âmbito da prestação de garantias, o exercício do direito de voto inerente às ações que

começa por relevar, para efeitos de aferição da emergência de uma (nova) relação de domínio, todas as circunstâncias relacionais conducentes à imputação de direitos de voto. Assim se justifica a remissão do art. 187.º/1 para o art. 20.º/1²⁶.

Concluído este primeiro passo, o resultado de tal exercício haverá de ditar, *apenas*, a identificação da medida da *participação qualificada* atribuível ao participante, enquanto conjunto de direitos de voto cujo sentido é, tão-só, suscetível de ser por si influenciado²⁷.

Mas se tal procedimento é suficiente para sustentar a imposição, por exemplo, do dever de comunicar (16.º/1/b) e divulgar (17.º) aumento ou redução de *participação qualificada* – pois a prossecução de propósitos de *transparência* não exige demonstração de efetivo controlo dos direitos de voto, bastando-se com a mera *suscetibilidade*²⁸ de exercício de influência sobre a determinação do seu sentido –, não será ainda suficiente para impor, por si só, o dever de OPA.

Adicionalmente, e em obediência à própria razão de ser inerente (ou *imane*nte²⁹) ao regime da OPA obrigatória, revelar-se-á necessário determinar *quais os direitos de voto que o participante pode efetivamente controlar*, para, em última análise, aferir se esse número de direitos de voto lhe permite ou não, por referência às fasquias previstas no art. 187.º/1, exercer influência dominante sobre a sociedade.

daquele sejam objeto, ou com aquele a quem são atribuídos poderes para administração de organismos de investimento coletivo, quando no património destes se incluam ações.

²⁶ Iniciando-se o percurso traçado pelo legislador e que permitirá «atingir o controlo real e efetivo de uma sociedade aberta», como refere PAULA COSTA E SILVA, *A imputação de direitos de voto...*, cit., p. 407.

²⁷ Como refere CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, a propósito do art. 20.º, «o sentido e a finalidade deste concreto preceito são manifestamente o de imputar ao participante os direitos de voto cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou influenciável, já no uso de alguma faculdade jurídica, já num plano puramente fáctico», em *A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, abril de 2000, p. 167 (sublinhado nosso).

²⁸ Não constitui função do art. 20.º identificar o que se deve entender por relações de domínio (função essa cometida ao art. 21.º), mas o de «...imputar direitos de voto a uma pessoa pelo perigo, abstractamente considerado, de esta influenciar o exercício do direito de voto...», PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª Edição, Almedina, 2011, pp. 522 a 524. Nesse sentido, a identificação de relações de domínio, questão que constitui o âmago do art. 187.º, não dispensará a convocação do art. 21.º, nem o precioso auxílio das presunções legais (inilidíveis) incluídas no seu n.º 2.

²⁹ Expressão usada por CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória...*, cit., pp. 10 e 11, quando refere que «[a] alteração do domínio efetivo constitui um limite imanente do dever de lançamento de OPA. Não tem, por isso, de [ser] considerado como exceção a esse dever, que deve ser excluído sempre que do fator de imputação não resulte, em concreto, alteração do domínio efetivo».

É por isso que, em obediência à teleologia do regime da OPA obrigatória, entendemos ser de peneirar, na abrangência da *participação qualificada*, o concreto número de direitos de voto controláveis pelo participante, os únicos que afinal concorrerão para a formação de uma *posição de controle*. E esta existirá quando, aferidos os votos efetivamente suscetíveis de ser controlados pelo participante, seja superada a fasquia de *um terço* ou *metade* dos direitos de voto, havendo de se concluir que aqueles lhe atribuem o poder de exercer influência dominante sobre a sociedade³⁰.

Isso mesmo tem vindo a ser realçado pela Doutrina, decorridos que estão cerca de 16 anos de vigência do atual Código dos Valores Mobiliários. Perante a concreta feição com que aqueles têm vindo a ser moldados pela prática – e atenta a manifesta incoerência que resulta da sua aplicação indiferenciada para efeitos de transparência ou para efeitos de OPA³¹ – tem vindo a gerar-se um amplo consenso³² em torno da necessidade de não determinar a medida da participação de

³⁰ A efetividade da aquisição do controle apenas não originará a exigibilidade de cumprimento do dever de OPA caso se verifique alguma das circunstâncias legitimadoras específicas, legalmente previstas no art. 189.º.

³¹ Se entendêssemos que os critérios de imputação assentam exclusivamente na mera *susceptibilidade* de exercício de influência, haveria de se impor o dever de OPA em casos em que o participante não dispõe ainda do controle. Se, ao invés, entendermos que assentam exclusivamente no *efetivo controle* de direitos de voto, haverá uma multiplicidade de relações que deveriam ser comunicadas antecipadamente ao mercado e que deixarão de o ser, por terem implícita a mera susceptibilidade de influência, eventual e futura. Assim sucederá com os acordos relativos à transmissibilidade de ações, que passariam a ser apenas conhecidos se e quando viesse a ocorrer a efetiva transmissão das ações, não permitindo que os acionistas atuais se posicionem no presente, conhecendo a possibilidade de alterações futuras.

³² De que constitui voz dissonante CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, que sustentava já, em *A imputação...*, cit., pp. 177 e 178, que o dever de OPA pode assentar «...na *detenção de posições jurídicas formais, fazendo descaso do facto de as mesmas serem exercidas (ou até de poderem sê-lo), e abstraindo ainda de que, por via delas, seja ou não viável uma influência dominante sobre a sociedade em causa*». Mais recentemente, reconhecendo ser hoje em dia «[I]argamente dominante a opinião que recusa uma interpretação literal e uniforme dos critérios de imputação dos votos nos termos do artigo 20.º do CVM (para os quais remete o art. 187.º, n.º 1), e que conclui que, para efeitos do dever de lançamento de OPA, as diversas alíneas daquele preceito devem apenas ser consideradas se, e na medida em que, à imputação de direitos de voto corresponda uma situação de efetivo domínio ou controle da sociedade visada. A CMVM afina pelo mesmo diapasão», vem esclarecer não perfilhar tal opinião. No mesmo sentido, JOÃO SOARES DA SILVA, *Algumas observações...*, cit., pp. 44 e 45, quando refere que o dever de OPA «...pode certamente prescindir (é o intuito primário da técnica escolhida) da demonstração da existência de controle dos votos em causa, ou mesmo até da efetiva existência desse controle...».

determinado sujeito, para efeitos de aplicação do regime da *OPA obrigatória*, nos mesmos termos em que a mesma se afere para meros efeitos de *transparência*³³.

Não obstante esse consenso, não foi ainda possível alcançar acordo quanto à técnica interpretativa mais adequada para promover a aludida *diferenciação*, perante a remissão que os arts. 16.º e 187.º operam para o mesmo art. 20.º. Enquanto alguns Autores professam a diferente natureza jurídica dos critérios de imputação consoante o âmbito ao qual se vão aplicar – sustentando tratar-se de presunções inilidíveis, para efeitos de transparência, mas ilidíveis para efeitos de OPA³⁴ –, outros procuram sustentar a necessidade de *interpretação restritiva* da remissão que o art. 187.º promove para o art. 20.º, assim adequando a letra à *ratio* da norma que resulta da conjugação daqueles dois artigos, no âmbito do regime da OPA obrigatória³⁵. Há ainda quem professe uma terceira alternativa, assente na

³³ Assim, VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, em *A natureza transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários*, in Estudos comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, Almedina, 2008, p. 509, quando afirma que «...*não devem ser computados como imputáveis para efeitos do art. 187.º todos os votos que o serão para efeitos do artigo 16.º do mesmo Código, atenta a circunstância de ser manifesta a disparidade de razões, e interesses, subjacentes a uma e outra disposições*».

No mesmo sentido, PAULA COSTA E SILVA, *A imputação de direitos de voto...*, cit., p. 245: «[o]ra, não pode aceitar-se como pressuposto tão evidente que não careça de demonstração que haja coincidência necessária entre as circunstâncias que determinam a imputação para efeito de constituição da obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição e a imputação relevante para outros efeitos, nomeadamente para efeitos de constituição de deveres de informação».

Reforçando esta ideia, JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto...*, cit., p. 288, ao referir que «[q]uando, e apenas na medida em que, as situações típicas prefiguradas nas diferentes alíneas do n.º 1 do artigo 20.º do CVM traduzam uma efectiva disponibilidade, jurídico-negocialmente legitimada, dos direitos de voto da titularidade de terceiros elas podem configurar uma situação de controlo para efeitos do artigo 187.º e segs. do CVM».

³⁴ CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória...*, cit., p. 11, quando refere que «[p]ara a atribuição do dever de comunicação, os índices a partir dos quais se presume a imputação são inilidíveis, mas já são ilidíveis para o efeito de computar a participação geradora do dever de lançamento de OPA».

³⁵ Nesse sentido, DIOGO TAVARES, *Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA*, in DSR, ano 7, vol. 13, Almedina, março de 2015, p. 273, que chega a tal resultado por via de interpretação restritiva do art. 20.º, fundada na ideia de que «...*contrariamente ao que sucede no âmbito dos deveres de transparência, no contexto do dever de lançamento de OPA a imputação de direitos de voto por aplicação de alguma das alíneas do n.º 1 do artigo 20.º do Cód.VM não poderá ocorrer se estiver em causa uma mera suscetibilidade de exercício de influência sobre os mesmos, que não esteja na exclusiva discricionariedade do participante (...). Essa interpretação restritiva resulta de a letra do artigo 20.º do Cód.VM não corresponder à sua ratio, verificando-se que o legislador se expressou de forma genérica, quando na realidade se queria referir a determinada categoria de casos*». Em idêntico sentido, para o direito alemão, v. KARSTEN MARKWARDT, “*Diskussionsbericht zu den Referaten „Acting in Concert“ von Casper und Pentz*”, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2003, p. 1492 e ss.

admissibilidade de realização de *prova negativa de domínio*, mesmo quando em causa esteja a ultrapassagem da fasquia de metade dos direitos de voto³⁶.

Independentemente das críticas que a cada uma delas se possa apontar³⁷, é inegável o valioso contributo que apresentam quando deixam a nu a falência da pretensa unicidade do art. 20.º como critério indiscriminado de imputação de direitos de voto.

Somos por isso em crer que a identificação de posições de controlo haverá de se determinar, num primeiro momento, mediante identificação da *participação qualificada* do participante, por recurso ao art. 20.º³⁸, para, num segundo momento, submeter a participação qualificada ao *teste do domínio* (do art. 21.º). Só assim será possível diferenciar os direitos de voto que sejam efetivamente controláveis pelo participante daqueles relativamente aos quais a influência é apenas potencial, assim verificando se aquele se encontra ou não em posição de exercer *influência dominante* sobre a sociedade, por referência ao poder de disposição de direitos de voto em medida superior a *um terço* ou *metade* dos direitos de voto.

³⁶ JOSÉ FAZENDA MARTINS, *Operações sobre instrumentos derivados, imputação de direitos de voto e contrapartida da oferta pública de aquisição*, in Estudos em memória do Professor Doutor Paulo Sendin, Universidade Católica Editora, 2012, pp. 150 a 156. Cremos ir igualmente nesse sentido o pensamento de DANIELA FARTO BAPTISTA, no âmbito da defesa da tese de doutoramento subordinada ao tema *A Atuação Concertada como Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*.

³⁷ A *prova negativa de domínio* para quem ultrapasse, por recurso a uma leitura irrestrita do art. 20.º, a fasquia de metade dos direitos de voto, encontra na letra do art. 187.º/2 obstáculo inultrapassável (pois se o legislador pretendesse admiti-la em qualquer circunstância, não se referiria expressamente à ultrapassagem exclusiva da fasquia de *um terço*).

Por sua vez, qualquer interpretação que vise limitar, *ab initio*, a possibilidade de convocação de determinadas fasquias do art. 20.º, prestando-se às críticas evidenciadas por JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Universidade Católica, 2010, pp. 286 a 290, redundará ainda na afirmação pelo intérprete de um modelo que o legislador expressamente rejeitou, ao afastar a coexistência de *duas normas* onde repousariam critérios de imputação para efeitos de transparência, por um lado, e para efeitos de OPA, por outro (à semelhança do modelo alemão). Tal repartição destruiria a «...unicidade sistemática do Código dos Valores Mobiliários e implicaria, simultaneamente, um retrocesso em direcção à lógica constante do Código do Mercado de Valores Mobiliários, de 1991, a qual foi, justamente, substituída pela actual», mal se compreendendo que «...o legislador para efeitos da divulgação de aquisição ou alienação de participação qualificada, considerasse uma situação de facto como fundamento de imputação dos direitos de voto e, simultaneamente, para efeitos do cálculo da mesma participação qualificada na aferição do dever de lançamento de OPA, considerasse o oposto». Assim se lê no Relatório Final da Consulta Pública n.º 11/2005 sobre o Anteprojecto de Diploma de Transposição da Directiva das OPA, disponível em www.cmvm.pt, p. 2.

³⁸ Não deixando, portanto, de convocar todos os critérios de imputação naquele contidos.

II. Uma vez feito este teste³⁹, concluir-se-á que os direitos de voto efetivamente controláveis pelo participante poderão ser i) em medida inferior a um terço, ii) em medida superior a um terço mas inferior a metade, ou iii) em medida superior a metade dos direitos de voto.

Se a participação é inferior a um terço (hipótese i.), não se deverá ter por constituída ainda qualquer relação de domínio, não se verificando preenchido, neste caso, o pressuposto *quantitativo* de que depende a constituição do dever de OPA. Esta conclusão obtém-se não no âmbito de realização de *prova negativa de domínio* (187.º/2), mas em momento lógico e cronologicamente anterior, mediante verificação apriorística de que a participação atribuível a determinada pessoa, reveladora da medida da influência real e efetiva sobre concretos direitos de voto, não ultrapassa sequer a percentagem indiciária mínima de controlo, legalmente prevista⁴⁰.

Se a participação, assim determinada, vem a ser superior a metade dos direitos de voto (hipótese iii.) presume-se, de forma inilidível, que há relação de domínio. Tal cenário reconduzir-se-á ao art. 21.º/2/a, de onde resulta que «[e]xiste, em qualquer caso, relação de domínio quando uma pessoa singular ou colectiva [d]isponha da maioria dos direitos de voto» (sublinhado nosso)⁴¹. O dever de OPA impõe-se, em tal circunstância, perante a impossibilidade de demonstração de que quem efetivamente *dispõe* de mais de 50% dos direitos de voto não domina a sociedade.

³⁹ Que tem em conta não só os critérios de imputação de direitos de voto, e a maior ou menor intensidade do seu controlo pelo participante, mas ainda todas as circunstâncias que permitam concluir que aquele se encontra em posição de determinar o seu sentido. Tratar-se-á de depurar do universo da participação qualificada os direitos de voto imputáveis ao participante mas que este não pode controlar no presente (*v.g.*, os inerentes a ações por si detidas mas dadas em garantia, quando se tenha atribuído o direito de voto ao credor, art. 20.º/1/f).

⁴⁰ Recordando, uma vez mais, a referência – da maior relevância para a percepção do regime da OPA obrigatória –, incluída no preâmbulo do Código dos Valores Mobiliários, onde se apela ao «*critério do domínio efetivo*» como condição essencial para a constituição daquele dever, JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Ofertas públicas de aquisição (regime europeu e português)*, in Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Jorge de Figueiredo Dias, Vol. IV, Coimbra Editora, 2010, p. 989.

⁴¹ Foi apenas neste contexto e com este alcance que o legislador nacional estabeleceu, de forma inilidível, que a *disposição* («*faculdade tradicionalmente carregada de significado*», VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, *Delimitação dos votos relevantes...*, cit., p. 733) de mais de metade dos direitos de voto configura uma situação de *domínio*, tendo claramente como pano de fundo do seu raciocínio o quórum supletivo legal para a generalidade das deliberações.

Se, por fim, a participação, assim determinada, é superior a um terço mas inferior a metade dos direitos de voto (*hipótese ii.*), a relação de domínio assentará agora numa presunção *ilidível*. Impor-se-á, como posição de princípio, o dever de OPA⁴², admitindo-se que o participante prove perante a CMVM que, não obstante *controlar efetivamente* mais de um terço dos direitos de voto – e menos de metade –, não tem o poder de exercer influência dominante sobre a sociedade⁴³.

É assim para estes casos – e só para estes – que valerá a *prova negativa de domínio, i.e.*, para quem *controle efetivamente* direitos de voto em medida superior a um terço mas inferior a metade e esteja em condições, ainda assim, de demonstrar não deter o poder de exercer influência dominante sobre a sociedade. A prova a fazer não é, pois, a de que ao participante devem afinal ser imputados menos votos do que aqueles que resultam do art. 20.º, mas a de que os votos que efetivamente controla não lhe permitem exercer influência dominante sobre a sociedade.

A entender-se de outro modo, aquela que tem propensão para ser um verdadeira e efetiva prova negativa de (impossibilidade de) exercício de domínio, redundaria afinal numa espécie de *prova negativa de imputação de direitos de voto*⁴⁴. Exercício que tenderia a contrariar o resultado da convocação do art. 20.º e, por isso,

⁴² Como refere JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Suspensão do dever de lançamento de OPA*, in *Estudos Jurídicos [Pareceres]*, Almedina, 2001, p. 15, no que respeita à fasquia de um terço, a verdade é que «...no moderno fenómeno societário de grande dispersão do capital social, o controlo ou domínio de uma sociedade frequentemente se atinge abaixo dos 50% do seu capital, as mais das vezes entre 30 a 35% dos votos...». No mesmo sentido, RUI PEREIRA DIAS, *A responsabilidade por exercício de influência...*, cit., pp. 71 a 86, quando refere que «...por “participação maioritária no capital”, poderá entender-se, não necessariamente uma participação superior a 50% do capital nominal votante – tratar-se-ia então de uma participação absolutamente maioritária – mas também uma participação social que constitua uma maioria relativa, suficiente, em face do padrão comportamental dos restantes sócios habitualmente presentes em assembleia geral, para a impor a expressão de uma vontade».

⁴³ V.g., por coexistir acionista(s) com poder de voto mais elevado.

⁴⁴ De tal sorte que o titular de ações (em medida superior a um terço) dadas em usufruto, quando para o usufrutuário tenham sido transmitidos os direitos de voto, haveria ainda assim de ir junto da CMVM “revelar” o motivo pelo qual não lhe poderia ser imputada a possibilidade de exercício de influência dominante sobre a sociedade, no âmbito de uma prova negativa de domínio, quando tal resultaria necessariamente evidente do comunicado de participação qualificada, do qual deve constar indicação do facto jurídico de onde decorre a imputação, competindo ao participante, para que a informação por si prestada cumpra os requisitos do art. 7.º, incluir qualquer informação que repute relevante para dar a conhecer ao mercado a efetiva situação em que se encontra no que diz respeito à influência sobre determinado conjunto de votos.

frontalmente contrária ao modelo implementado pelo legislador nacional, assente na remissão para aquele artigo.

Nestes termos, a *prova negativa de domínio* apenas pode aproveitar a quem *disponha* (leia-se, a quem tenha o poder de determinar o sentido) de mais de um terço mas menos de metade dos direitos de voto, mas já não a quem *disponha* de direitos de voto em medida superior a esta segunda fasquia⁴⁵.

III. Apresentado o racional subjacente à metodologia proposta – a relação de domínio que inequivocamente está associada a um poder de voto superior a metade, apenas se pode presumir quando aquele poder se situe entre um terço e metade⁴⁶ –, ilustremos com situações concretas, ainda que hipotéticas.

Imagine-se o caso de titular de 15% do capital social de determinada sociedade aberta, que dispõe, nos seus estatutos, que «*não são contados os votos emitidos por um só acionista, por si e também como representante de outro ou outros, e por pessoas que com ele se encontrem em qualquer uma das relações previstas no n.º 1 do artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários e que excedam, no seu conjunto, vinte por cento da totalidade dos votos correspondentes ao capital social*»⁴⁷. Se aquele acionista vier a adquirir ações, reforçando a sua participação para 40%, nenhuma dúvida restará

⁴⁵ O que significa que o titular de ações a que correspondem mais de metade dos direitos de voto poderá ainda demonstrar ser outrem quem controla o seu sentido, *v.g.*, em virtude da celebração de acordo por via do qual se comprometa a seguir instruções da contraparte. Nesse caso, não se dará por preenchido, na sua esfera, o critério previsto no art. 21.º/2/a, mas do terceiro, com arrimo no art. 21.º/2/b, em virtude do poder de «*exercer a maioria dos direitos de voto, nos termos de acordo parassocial*». Para um exemplo de compromisso de atuar de acordo com indicações de terceiro (e da imputação unidirecional subjacente à mesma), tenha-se presente a imputação de direitos de voto na sociedade Galp Energia, SGPS, S.A. entre as entidades ENI S.p.A e Amorim Energia, B.V. (*v.* comunicado divulgado em <http://web3.cvm.pt/sdi/emitentes/docs/PQ46170.pdf>).

⁴⁶ Assim se procurando, em nome da segurança jurídica, evitar a aferição que haveria de ser casuisticamente feita se, tomando o exemplo adiantado por VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, *Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e de exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição*, in Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Volume I, Almedina, 2011, p. 742 (nota 49), as maiorias deliberativas estatutariamente previstas se fixassem acima dos 50%.

⁴⁷ Citamos, para efeitos exemplificativos, a cláusula 12.º/4/b dos estatutos do Banco BPI, S.A., em vigor em março de 2016.

de que, para efeitos de transparência, o mercado deverá ficar a conhecer a medida da sua participação qualificada (40%).

Tal não obsta à conclusão de que o seu concreto poder de voto não será superior a 20%, não ultrapassando, como tal, a fasquia de um terço dos *direitos de voto exercitáveis*, a partir da qual se deveria presumir ter aquele acionista o poder de exercer influência dominante. Nenhum sentido útil colherá exigir-lhe prova negativa de domínio, quando é público e notório que em circunstância alguma podem ser exercidos mais do que 20% dos direitos de voto naquela concreta sociedade aberta. Os votos acima da fasquia estatutária ter-se-ão por tendencialmente irrelevantes para aferir a medida do *poder de voto* do seu titular, para efeitos de OPA, porquanto tolhidos da sua natural habilidade enquanto instrumento de controlo, não constituem mecanismo onde arrear o exercício de influência dominante pelo titular dos direitos de voto “afetados”⁴⁸.

E o mesmo se conclua se o acionista em questão vier a reforçar a sua posição, tonando-se titular de ações correspondentes a *mais de metade* do capital social da sociedade em causa. Enquanto a limitação estatutária se mantiver, o poder de voto do acionista não ultrapassará o teto definido naqueles termos⁴⁹.

⁴⁸ Apenas os direitos de voto que possam efetivamente ser exercidos – e na concreta medida em que o sejam – relevarão para determinação de posição de controlo. Daí que a titularidade de ações preferenciais sem voto apenas releve, neste âmbito, quando, por efeito do não pagamento do dividendo prioritário, aquelas hajam de recuperar o direito de voto (art. 342.º/3 CSC). Foi de resto o que sucedeu com as ações preferenciais sem voto da sociedade aberta Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, S.A., relativamente às quais passou a poder ser exercido o direito de voto, com o não pagamento do dividendo prioritário (tal como comunicado a 23 de abril de 2014, <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR49764.pdf>). Em consequência, passou a ser imputado à pessoa coletiva Estado Português (em virtude das participações detidas pela Parpública – Participações Públicas (SGPS), S.A. e pela Caixa Geral de Depósitos, S.A.) mais de um terço dos direitos de voto exercitáveis, assim se constituindo o dever de OPA. Tal dever veio a ser suspenso (art. 190.º), na sequência da alteração estatutária por via da qual se introduziu um teto de voto (como resulta do comunicado de 22 de agosto de 2014 <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR51863.pdf>).

Em sentido diverso, entendendo que à existência de tetos de voto não pode ser associado um tal efeito, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A imputação...*, cit., p. 182, argumentando, porém, num sentido com que especialmente não concordamos: «[a] razão disto foi já indicada: o que releva para os fins do art. 21º, n.º 2, al. a), do CVM, é a detenção formal dos votos, não a possibilidade de que o participante (ou outrem) se prevaieça deles».

⁴⁹ Devendo contudo ter-se presente que, atendendo ao efeito de diminuição do universo de direitos de voto que podem ser exercidos em assembleia geral, o concreto poder de voto do referido acionista tenderá a aumentar, podendo vir a alcançar uma posição que lhe garanta, efetivamente, a possibilidade de exercício de influência dominante.

Tal raciocínio afigura-se-nos igualmente aplicável, com as devidas adaptações, ao caso em que o titular de ações representativas de 20% do capital social de determinada sociedade aberta, celebra com outrem contrato de *opção de compra* tendo por objeto ações representativas de um lote adicional de 15% (sendo tal opção exercível ao fim de três anos, contados da celebração do contrato).

Por aplicação dos critérios de imputação do art. 20.º, a participação qualificada do titular da opção corresponde, hoje, a 35% (20% em virtude de *titularidade* [20.º/1]; e 15%, em virtude da *opção de compra* [20.º/1/e]). Não obstante passar a ser titular de uma participação qualificada superior a um terço, é inevitável concluir que apenas poderá, hoje⁵⁰, *dispor* de direitos de voto na medida de 20% das ações por si detidas, representando aquela participação, *para efeitos de OPA*, uma posição mensurada em *poder de voto* que não almejaria sequer alcançar a fasquia de *um terço*. E essa situação não se alteraria significativamente se, no exemplo citado, ao objeto da opção de compra adicionássemos um lote de 20% de ações, caso em que a uma participação de 55% corresponderia um *poder de voto* de apenas 20%.

IV. Cremos que o método ora descrito constitui a via mais adequada para, em função da teleologia de cada um dos institutos para os quais são convocados os critérios de imputação do art. 20.º, se cumprirem em cada caso os propósitos da lei, respeitando a sua finalidade. Através dele, garante-se que a imposição de concretos deveres é decisivamente determinada pelo motivo subjacente à imputação de direitos de voto, num caso de suscetibilidade de exercício de influência, no outro o efetivo controlo de direitos de voto, ao mesmo tempo que se permite evitar resultados inoportáveis na nossa ordem jurídico-constitucional⁵¹ – que decorreriam da imposição do dever de OPA com fundamento na imputação (acrítica ou irrestrita) de direitos de voto, quando à mesma não esteja subjacente uma

⁵⁰ Como refere VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, *Delimitação dos votos relevantes...*, cit., p. 738, «...a única influência dominante relevante é a influência presente, não relevando direitos de aquisição de influência futura, por muito dominante que esta seja. Nestes casos, será no momento em que se venha a concretizar efectivamente a aquisição de tal posição que a constituição e a exigibilidade do dever de lançamento de OPA deve ser tratada».

⁵¹ Para os quais, de resto, chama a atenção VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, *Delimitação dos votos relevante...*, cit., pp. 748 a 753.

situação de controlo efetivo – e dispensar discussões jurídicas sobre a natureza dos critérios de imputação (em particular no que respeita à sua qualificação como ficções ou presunções, ilidíveis ou inilidíveis).

PARTE II - AQUISIÇÃO DE CONTROLO POR VIA SUCESSÓRIA

1. Enquadramento

I. Analisado o procedimento de identificação de situações de mudança de controlo, haverá que nele integrar as transmissões que tenham origem em processos sucessórios.

Considerando como paradigmático o caso de constituição do dever de OPA enquanto consequência da aquisição da *titularidade de ações*¹ que proporcionem ao seu titular a ultrapassagem da fasquia de mais de *um terço* ou mais de *metade* dos votos exercitáveis, pergunta-se em que medida é que a *natureza* do processo aquisitivo relevará para obstar à constituição ou à exigibilidade de cumprimento daquele dever, quando em causa esteja a *transmissão de ações no âmbito de fenómenos sucessórios*.

II. Tendo abordado a temática das exceções ao dever de OPA em estudo anterior², cumpre analisar, à luz do regime jurídico português vigente, se tais fenómenos são suscetíveis de originar, *a priori*, situações de mudança de controlo e, em caso afirmativo, se a natureza específica daquele concreto modo transmissivo é, hoje, suscetível de afastar *a posteriori* a exigibilidade do seu cumprimento.

¹ Transcendendo o critério de imputação decorrente da titularidade de ações e realçando os fenómenos de dissociação entre a titularidade de ações e o controlo do sentido do voto, *v.* HENRY HU e BERNARD BLACK, *Empty voting and hidden ownership: taxonomy, implications, and reforms*, e *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership* (2006, revistos em 2008), disponíveis em http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=128331.

² JULIANO FERREIRA, *Exceções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição*, in DSR, ano 3, vol. 6, Almedina, outubro de 2011.

2. O fenómeno sucessório como causa de alteração de controlo

I. A morte constitui um facto que, em muitas circunstâncias, adquire relevância jurídica. Não obstante cessar, em conformidade com o art. 68.º CCiv, a personalidade jurídica do defunto (*de cuius*), i.e., a sua aptidão para ser sujeito de relações jurídicas, tal circunstância não impede «...que haja bens da personalidade física e moral (...) que continuam a influir no curso social e que, por isso mesmo, perduram no mundo das relações jurídicas e como tais são autonomamente protegidos”³.

E se assim é com certos bens da personalidade, que continuam merecedores de tutela jurídica mesmo após a morte, o mesmo sucede com o conjunto de bens e relações que, com a morte do *de cuius*, passam a integrar uma massa patrimonial hereditária (a *herança jacente*), tornando-se suscetíveis de transmissão para um conjunto determinável de potenciais sucessores (os *herdeiros* ou *legatários*).

A morte abre assim espaço ao fenómeno da *vocação sucessória*, que se cumpre através da identificação dos sujeitos que, de entre o universo de potenciais sucessores, são efetivamente chamados a aceitar ou repudiar a transmissão dos bens ou das relações jurídicas que integram a herança jacente.

Não competindo nesta sede senão o sucinto enunciar das suas principais características, revela-se porém útil evidenciar a natureza jurídica do fenómeno sucessório de forma a determinar a sua relevância para efeitos de (não) constituição do dever de OPA e de (in)exigibilidade do seu cumprimento.

Diz-se sucessão o chamamento de uma ou mais pessoas à titularidade das relações jurídicas patrimoniais de uma pessoa falecida e conseqüente devolução dos bens que a esta pertenciam (art. 2024.º CCiv).

É em face desta noção legal que se coloca a questão de saber se «...o conceito de sucessão tem ou não autonomia face ao de aquisição derivada translativa, em que o

³ CAPÊLO DE SOUSA, *O direito geral de personalidade*, Coimbra Editora, 1995, p. 189.

direito adquirido é também o mesmo que já pertencia ao seu anterior titular, e se, conseqüentemente, o sucessor se confunde ou não com o adquirente transmissário»⁴.

Uma vez que o dever de OPA tem necessariamente como pressuposto a ocorrência de uma *alteração de controlo*, há que clarificar se, atenta a natureza jurídica e os efeitos do fenómeno sucessório transmissivo de ações, se poderá concluir resultar afinal do mesmo uma situação de inalterabilidade da realidade existente antes do falecimento do *de cuius*. Em tal caso, dar-se-ia *ab initio* por não preenchido o pressuposto material em que assenta a constituição do dever de OPA.

II. Historicamente, a sucessão começou por ser entendida não como transmissão de bens ou direitos – a transmissão de direitos era, de resto, uma ideia que repugnava aos romanos⁵ – mas como uma verdadeira *successio*, o que implicava a sua configuração não como ato transmissivo mas como *subingresso* do sucessor na posição jurídica anteriormente ocupada pelo *de cuius*⁶.

De acordo com esta configuração originária do fenómeno sucessório, não eram os objetos titulados pelo *de cuius*, nem o conjunto de direitos sobre eles incidentes, que se transmitiam por morte para a esfera jurídica dos sucessores, sendo ao invés estes que substituíam aquele na posição jurídica por si anteriormente ocupada.

De acordo com esta perspetiva⁷, o sucessor do titular de uma participação de controlo ingressaria na sua posição jurídica, assumindo todas as relações de que aquele fosse até então titular, sem que tivesse de cumprir com qualquer dever de OPA, pois que tal dever não se encontraria no conjunto de situações jurídicas passivas que integravam a sua esfera jurídica. A ausência de qualquer transmissão de ações permitiria então sustentar a manutenção (inalterada) das relações de poder

⁴ Questão formulada já por CAPÊLO DE SOUSA, *Lições de direito das sucessões*, vol. I, 2000, Coimbra Editora, 4.ª ed. revista e atualizada, p. 18.

⁵ V. PEREIRA COELHO, *Direito das sucessões*, Universidade de Coimbra, 1992, p. 22 e ss.

⁶ O mesmo sucedia, de resto, relativamente a diversas formas de transmissão de direitos *inter vivos*, exemplificadas em CAPÊLO DE SOUSA, *Lições de Direito...*, cit., pp. 19 e 20, como sucedia com a *adrogatio*, a *conventium in manum* e a perda do *status libertatis*.

⁷ Sustentada, nos dias de hoje, por MANUEL REQUICHA FERREIRA, *O dever de lançamento de OPA...*, cit., p. 32.

até então existentes, não havendo na continuidade assim afirmada espaço para sustentar qualquer alteração de controlo, justificativa da imposição do dever de OPA.

Sucedem que, superada a inicial *aversão* à ideia de transmissão de direitos⁸, a sucessão passou a ser perspectivada já não como subingresso de um sucessor na posição jurídica do *de cuius*, mas como verdadeira *transmissão* de bens e direitos deste para aquele⁹. A comprovar a evolução do *subingresso* para a *transmissão* está a emergência da figura jurídica do *legatário*, enquanto sucessor na transmissão de apenas certos e determinados bens, com exclusão dos demais, com plena autonomia face à figura do herdeiro, sucessor a título universal.

III. A teoria do fenómeno sucessório como *subingresso* é, de resto, inadequada para afastar a constituição do dever de OPA¹⁰, uma vez que posta ao serviço da demonstração da inexistência de alterações *objetivas* (ou *quantitativas*) de controlo, olvidará a relevância, seguramente mais significativa, das alterações *subjetivas* de controlo.

Ainda que a participação de controlo, assumida pelo sucessor, seja objetiva e quantitativamente a mesma que repousava já na esfera jurídica do *de cuius*, é

⁸ Sobre a evolução dos modelos sucessórios, v. CAPÊLO DE SOUSA, *Lições de Direito...*, cit. pp. 87 a 113.

⁹ Como bem refere CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos IV*, Almedina, 2014, p. 97, a propósito de contratos transmissivos, «[a] *transmissão operada (...) tem geralmente a natureza de sucessão, porque o transmissário substitui o transmitente, ficando quele investido, sem alterações, na posição jurídica do transmitente, não só em relação ao objeto transferido como em relação de direitos menores, ónus e exceções que recaiam sobre a situação jurídica transmitida*».

¹⁰ Note-se, aliás, que em determinados ordenamentos jurídicos onde expressamente se afasta o dever de OPA no caso de *transmissões sucessórias*, não só não se contesta que destes processos decorre uma efetiva transmissão (e, associada, uma alteração de controlo), como o fundamento invocado para justificar a derrogação é usualmente a *natureza não onerosa* da transmissão. V., para o direito italiano, FEDERICO MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, Giappichelli Editore, Torino, 2014, pp. 142 e 143.

Entre nós, o carácter *não oneroso* da transmissão que leva à aquisição de controlo – que determina a tendencial inexistência de prémio de controlo a repartir pelos demais acionistas – não permite afastar a constituição e exigibilidade de cumprimento do dever, mas antes que a contrapartida a pagar se há de aferir por referência ao *preço de mercado* (art. 188.º/1/b).

inegável que, em virtude do falecimento, passa a ser diferente pessoa¹¹ a dispor do poder de exercer influência dominante sobre a sociedade¹². Estaria por isso sempre em causa – mesmo que admitíssemos a sucessão como *subingresso* –, a existência de uma *alteração subjetiva de controlo*, relevante em si mesma para afirmação do dever de OPA, pela simples circunstância de tal poder passar a residir na esfera de quem, não o detendo antes, não poderia encontrar-se legitimado¹³ para o seu exercício.

¹¹ Diferentemente sucederá se a posição de controlo for, *ab initio*, exercida por um *núcleo familiar*. A abertura do capital ao investimento do público, precedida de divulgação clara sobre a natureza *familiar* do controlo a exercer sobre a sociedade permitirá aos investidores aferir, em momento prévio à aquisição da qualidade de acionista, se aceitam sujeitar-se a uma posição de subordinação perante um controlo familiar. Caso aceitem, investindo, não lhes será posteriormente legítimo invocar ter ocorrido qualquer alteração de controlo, mesmo perante alterações na composição da família ditadas por morte de membros que a compunham se, em última análise, o controlo (man)tiver natureza *familiar*.

Uma vez que o investimento numa tal sociedade tende a apresentar vantagens «...para a família controladora, não seguramente para os sócios minoritários...» (ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *OPA obrigatória...*, cit., p. 649), a estes deverá ser prestada toda a informação para que tomem decisões de investimento informadas e conscientes, desde logo sobre o controlo a que ficarão sujeitos. Como exemplo de um controlo de *natureza familiar*, veja-se o caso da Semapa - Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, S.A., relativamente à qual um tal controlo se afirmava existir no seio de um grupo familiar, resultado «...da assumida coordenação de exercício de direitos de voto...» por uma série de sociedades, o que determinava «...uma imputação recíproca dos direitos de votos detidos pelo conjunto destas sociedades na Semapa a cada uma delas...» (v. Relatório de Governo da Sociedade (2014), em <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/RGS49805.pdf>).

Creemos que, neste enquadramento, não pode prevalecer o argumento, avançado por MANUEL REQUICHA FERREIRA, *O dever de lançamento de OPA...*, cit., p. 28, assente na ideia de que a transmissão sucessória *entre elementos de uma mesma família* não configura *alteração de controlo* se o sucessor tiver sido previamente integrado no “giro comercial”, no âmbito da preparação em vida do processo de sucessão do titular originário do controlo. A segurança jurídica não se compadece com a maior ou menor previsibilidade do resultado de um processo sucessório, pelo que o *controlo legitimado* não pode ser senão aquele que resulte do prospeto referente à abertura do capital da sociedade. A circunstância de o sucessor poder estar já envolvido na definição da estratégia e de, por isso, ser mais ou menos expectável que, com o falecimento do *de cuius*, aquele venha a assumir o giro comercial, há de apenas adquirir relevo no âmbito da decisão que os acionistas minoritários venham a tomar perante o efetivo cumprimento do dever de OPA, não vendendo as suas ações se lhes parecer inócua a alteração de controlo em causa.

¹² Não nos parece assim razoável afirmar, como faz KLAUS HOPT, *European takeover reform of 2012/2013 - time to re-examine the mandatory bid*, in *European Business Organization Law Review*, 2, p. 181 (disponível em <http://ssrn.com/abstract=2553998>), que as exceções legalmente previstas em outros ordenamentos para os casos de transmissões sucessórias se enquadrem no subgrupo das situações em que *não existe verdadeira alteração de controlo*.

Da mesma forma, cremos não ser igualmente correto enquadrar tais transmissões no lote das aquisições involuntárias, com PAULO CÂMARA, *O dever de lançamento...*, cit., p. 221, pois que dependerão sempre de um ato de aceitação, manifestado pelo sucessor.

¹³ Referindo que «...quem lança uma oferta forçada pretende, com esse gesto, legitimar a posteriori o domínio já atingido», PAULO CÂMARA, *Manual...*, cit. p. 619. No mesmo sentido, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória...*, cit., p. 241 e ss.

IV. Por outro lado, a tese do subingresso afigurar-se-ia desajustada aos casos em que a posição de controlo não resultasse do bloco de ações transmitidas *mortis causa*, mas da sua agregação a ações detidas (*rectius*, a direitos de voto controlados) já pelo sucessor.

Imagine-se que o *de cuius* não detinha participação de controlo (embora titular de um lote significativo de ações) e que o sucessor, também ele acionista, vem a assumir a titularidade das ações por aquele detidas. Da agregação das ações vem a constituir-se, *pela primeira vez e exclusivamente na esfera jurídica do sucessor*, uma *posição de controlo*.

Ora, assumindo o sucessor, numa lógica de subingresso, a posição jurídica do *de cuius*, não haveria de encontrar aí qualquer dever de OPA, mas também não se vislumbraria aí qualquer posição de controlo. Ela emergiria como facto novo, não podendo alegar-se ser mera continuação da anterior posição de controlo, para assim afastar a constituição do dever de OPA. Já não poderá o sucessor arrogar-se beneficiário da mesma legitimação de que beneficiava o *de cuius*, pelo simples facto de que este não dispunha de posição de controlo.

Se a ideia de subingresso, que repudiamos, poderia sustentar a não constituição do dever quando a posição de controlo existisse já na esfera do *de cuius*, já não permite alcançar similar resultado quando tal posição resulte do aludido somatório dos direitos de voto. Tornar-se-ia portanto incongruente afirmar num caso, e recusar no outro, a constituição do dever de OPA, quando a posição em que fica investido o sucessor é materialmente a mesma, porquanto adquire o poder, de que anteriormente não dispunha, de exercer influência dominante sobre a sociedade.

V. Por fim, a conceção do fenómeno sucessório como processo do qual decorre a *transmissão* das ações é a única que permite justificar a feição que a figura da OPA obrigatória obteve no Código do Mercado de Valores Mobiliários.

A previsão expressa de uma exceção ao dever contemplando os casos de transmissão de ações *por herança ou legado*, atuante *a posteriori* como forma de obstar

à exigibilidade de cumprimento de um dever efetivamente constituído, permite-nos concluir que, por um lado, daqueles processos é possível extrair situações de alteração de controlo, e que o fenómeno sucessório de que cuidamos não podia deixar de ser perspetivado como modo de efetiva *transmissão* de ações¹⁴. Se assim não fosse – se, por hipótese, o legislador percecionasse o fenómeno sucessório como *subingresso* –, haveria de se concluir pela não ocorrência de qualquer alteração de controlo, dando-se por não constituído o dever de OPA e dispensando-se norma legal destinada a afastar um dever que, afinal, não se tinha constituído.

Em suma, deve hoje concluir-se que a aquisição de controlo por via de transmissão *mortis causa* não é, como nunca foi, fundamento para invocar, *a priori*, a falência de algum pressuposto de que depende a constituição do dever de OPA¹⁵.

Restará por isso determinar se, à semelhança do que resultava no direito anterior, é ou não possível afastar, *a posteriori*, a exigibilidade de cumprimento daquele dever.

É o que veremos de seguida.

¹⁴ Tratamento, de resto, que continuou a merecer no atual Código, onde, a propósito das formalidades para transmissão de valores mobiliários titulados, expressamente se regula a «*transmissão por morte*» de tais valores mobiliários (arts. 101.º/3 e 102.º/3).

¹⁵ De resto, como bem nota JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Suspensão do dever...*, cit., p. 22, «...nem o artigo 187.º nem o artigo 190.º qualificam o facto constitutivo do dever de lançamento. Nem um nem outro exigem, por exemplo, que a participação desencadeadora de OPA deva ter sido adquirida a título oneroso e inter vivos. O importante, o decisivo, pois, é que a participação em sociedade aberta ultrapasse, directa ou indirectamente, um terço ou metade dos direitos de voto (art. 187.º, n.º 1) independentemente de obtida a título oneroso ou a título gratuito, inter vivos ou mortis causa.» (sublinhado nosso).

3. As transmissões sucessórias no contexto das exceções ao dever de OPA

3.1. Panorâmica de direito nacional

I. Na vigência do Código do Mercado de Valores Mobiliários, a obtenção de mais de metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social de determinada *sociedade de subscrição pública*, implicava a obrigatoriedade de lançar oferta geral de aquisição (arts. 527.º/1/b e art. 528.º/2 CódMVM). Tal dever, porém, não se aplicava quando, entre outras circunstâncias, na sua origem estivesse a *aquisição de valores mobiliários por herança ou legado* (art. 528.º-A/1/a do CódMVM).

Perante a assertividade da letra do referido preceito, não restava dúvida quanto ao facto de aquele concreto modo aquisitivo – *herança* ou *legado* –, ter sido relevado pelo legislador (de 1991) como *exceção ao dever de lançamento de oferta*, erigido primeiro como causa de *dispensa*, depois (a partir de 1995) como fundamento de *derrogação*¹⁶.

Tal situação viria a alterar-se decisivamente com a entrada em vigor do atual Código, que deixou de considerar relevante, enquanto circunstância que excepciona aquele dever, a aquisição de controlo na sequência de transmissões sucessórias.

Representando *continuidade* no que à emergência do dever diz respeito – as transmissões sucessórias geravam antes, e continuam a gerar agora, a constituição do dever de OPA –, o atual Código representa também *ruptura* quanto à previsão daquele concreto modo transmissivo de ações como fundante do afastamento de um dever efetivamente constituído.

II. O diferente tratamento que os dois Códigos atribuem a uma mesma matéria resultará de uma distinta conceção quanto aos interesses que merecem prevalência no “*conflito*” gerado por uma alteração de controlo, refletida na

¹⁶ Por se entender que o dever de OPA não deveria repousar em «razões estranhas à sociedade emitente e ao seu domínio», JOSÉ MIGUEL JÚDICE, MARIA LUÍSA ANTAS, ANTÓNIO ARTUR FERREIRA e JORGE BRITO PEREIRA, *Ofertas públicas de aquisição - legislação comentada*, Semanário Económico, 1992, p. 48.

introdução de mecanismos que permitirão considerar ainda os interesses do sucessor, obrigado ao lançamento de OPA.

Na verdade, se no direito anterior se atendia exclusivamente aos interesses do sucessor, desonerando-o do dever sem que aos minoritários fosse garantido qualquer tipo de proteção – que não a circunstância de conhecerem antecipadamente que, perante uma transmissão sucessória, não deveriam esperar qualquer oportunidade de saída em OPA –, hoje idêntico “*conflito*” é abordado com um ânimo distinto, o de procurar conciliar, na medida possível, o interesse das *partes*. Aos acionistas minoritários, que vêm emergir uma nova posição de controlo, é garantida a possibilidade de saída mediante venda das ações ao novo controlador, exceto se o sucessor, adquirente de controlo para cujo exercício não se encontra legitimado, colocar termo à situação de onde resulta o dever, mediante recurso à *suspensão* (art. 190.º)¹⁷. Para o efeito, deverá este obrigar-se, em comunicação escrita dirigida à CMVM imediatamente após a ocorrência do facto constitutivo, a pôr termo à situação nos 120 dias subsequentes, assim fazendo cessar a relação de domínio em que se constituía¹⁸.

Com este “novo” enquadramento não só se promove a proteção dos acionistas minoritários, como se atende à circunstância em que se encontrará o adquirente do controlo, que poderá não querer (ou não ter capacidade para) suportar os encargos associados à necessidade de legitimar a sua posição, no que não deverá resultar para si em qualquer *penalização*.

O que julgamos porém ser inadmissível é que, à luz desta realidade e contra este equilíbrio encontrado pelo legislador nacional, se pretenda hoje afastar o dever de OPA, como se o art. 528.º-A/1/a CódMVM estivesse em vigor e fosse plenamente aplicável.

¹⁷ Afirmando que a suspensão do dever de OPA «...se mostra vocacionado para casos de aquisição por herança ou legado...», PAULO CÂMARA, *O dever de lançamento...*, cit., p. 263.

¹⁸ Como refere JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Suspensão do dever...*, cit., p. 25, «...na aquisição de domínio conjuntural (temporário, transitório), denunciado e comunicado à CMVM em tão curto espaço de tempo (...) não chega a verificar-se, aos olhos da nova lei (art. 190.º), uma efectiva e real mudança de controlo (...) susceptível de justificar a abertura da referida porta de saída...» aos acionistas minoritários.

III. A conclusão a que chegamos suporta-se na diferente perspetiva que julgamos ter sido adotada pelo legislador e não na ideia simplista de que, se a norma que continha a exceção foi suprimida, não restará senão entender que o legislador terá pretendido que o dever inelutavelmente se afirmasse. De resto, ao abrigo do direito anterior várias eram as circunstâncias que excecionavam a constituição do dever de OPA, sendo que nem todas foram mantidas no atual Código. E não poderá legitimamente sustentar-se que, em todos os casos em que tal aconteceu, a intenção tenha sido a de dar por exigível o cumprimento do dever assim constituído.

Assim sucede, *v.g.*, com a exceção que constava do anterior art. 528.º-A/1/e CódMVM, de onde resultava que o dever de OPA não se aplica(va) quando a ultrapassagem das fasquias relevantes resultasse «[d]a aquisição por uma sociedade de valores detidos por outra sociedade que com ela se encontre em relação e domínio ou de grupo ou que seja dominada por uma terceira sociedade que domine igualmente a sociedade adquirente».

Perante a inexistência de idêntica exceção no atual Código, poderíamos ser levados a considerar que as transações *intra-grupo* passavam agora a gerar aquele dever¹⁹. Mas, quando devidamente enquadrada a questão à luz dos desenvolvimentos do regime das OPAs – devidas não só às melhorias e simplificação introduzidas pelo Código atualmente em vigor, mas também pelos relevantes contributos de direito comunitário –, haveremos afinal de concluir que a manutenção daquela exceção, no atual quadro legal, seria, para além de inútil, contraditória com o edifício jurídico em que se suporta a OPA obrigatória. É que as exceções apenas adquirem sentido quando permitem afastar um dever que se tenha efetivamente constituído. Sendo as transações *intra-grupo* insuscetíveis, por natureza, de promover alterações de controlo (contanto que não impliquem modificações na respetiva *cúpula*, ao nível da qual continue a situar-se o poder de

¹⁹ Nesse sentido, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Opa obrigatória e controlo indireto*, in RDS, Ano IV (2012) – n.º 3, Almedina, pp. 659 e 660, em virtude de entender que tais transações representam sempre uma «transformação do perfil de risco» e que é esta transformação que faz emergir a necessidade de proteção dos acionistas minoritários.

exercer influência dominante), não chega a constituir-se o dever para afastamento do qual fosse de apelar a uma tal exceção²⁰.

Com a supressão desta exceção, o legislador afirmou tão-só a sua inutilidade dentro do “novo” quadro em que se insere a OPA obrigatória, por não poder o intérprete chegar senão a essa solução, mesmo sem apoio em exceção legalmente prevista²¹.

A comparação acrítica de situações que, partilhando de idêntico tratamento formal, encerram em si um oposto fundamento racional, levam a afirmar idênticas conclusões quando não há afinal identidade de razões²².

É inegável que as transações *intra-grupo* e as aquisições sucessórias constituíam fundamento para afastar o dever de OPA e tal deixou de suceder com o atual Código. Porém, ao contrário das transmissões *intra-grupo*, que manterão inalterado o beneficiário último da participação, as transmissões sucessórias, que vimos de analisar, conduzirão à constituição de uma *nova posição de domínio*.

Por isso, se as transações *intra-grupo* não deverão originar, inclusivamente à luz da prática da CMVM²³, a constituição do dever de OPA, o mesmo não se pode

²⁰ Como bem refere PAULO MOTA PINTO, em parecer citado por CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *O dever de OPA no quadro das transmissões intra-grupo*, inédito (no prelo), «...a eventual aplicação da exceção taxativa só pode ser discutida no pressuposto de que antes a regra geral, em momento lógico prévio, atuou no caso concreto, impondo pela sua previsão e teleologia uma vinculação a um dever de lançamento de OPA obrigatória (...). Ou por outras palavras: não vale a pena, nem faz sentido, discutir a exceção se e quando é logo a regra geral que nem sequer se aplica ao caso...».

²¹ Não surpreende, pois, que quem continue a raciocinar no quadro de um *conceito puramente formal* de controlo sinta dificuldades em justificar o afastamento do dever nos casos de transmissões *intra-grupo*, sobretudo quando em causa esteja a transferência de participação superior a metade dos direitos de voto (no âmbito da qual não procede o recurso à *prova negativa de domínio*). Para o enquadramento da abordagem ao tema por parte de CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, que já desde 1992 (*Os casos de obrigatoriedade do lançamento de uma oferta pública de aquisição*, in *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*, Edifisco, 1992, p. 55 e ss.) se debruça sobre esta matéria, *v. infra*, ponto 3.3. da Parte III, nota 108.

²² Assim, MANUEL REQUICHA FERREIRA, *O dever de lançamento de OPA...*, cit., pp. 25 e 26, quando procura sustentar que se a supressão das transações *intra-grupo* do elenco das exceções legalmente previstas não origina hoje o dever de OPA, também o não deve originar a supressão das aquisições por herança ou legado, ainda que umas e outras tenham igualmente deixado de ser consideradas como exceções àquele dever.

²³ Ao exemplo adiantado por MANUEL REQUICHA FERREIRA, *O dever de lançamento de OPA...*, cit., p. 25 (nota 48) podem juntar-se muitos outros e mais recentes, objeto de divulgação pública (em cumprimento exclusivo de requisitos de transparência, por implicarem alterações na medida das participações qualificadas), no que respeita às sociedades *Sonae SGPS, S.A., Impresa, SGPS, S.A.*,

hoje afirmar no que respeita à aquisição de controlo na sequência de transmissões sucessórias.

3.2. As exceções na Diretiva das OPAs

I. A transposição para o direito interno da Diretiva das OPAs deixou inalterados os artigos referentes às *exceções ao dever de lançamento de OPA*, à semelhança do que sucedeu com a maioria das regras que disciplinavam o regime jurídico das ofertas obrigatórias, por se encontrarem já em concordância com o sentido daquela²⁴.

Tal não obsta à necessidade de interpretação das normas (mesmo que preexistentes) de direito interno em conformidade com a Diretiva, em respeito pelo enquadramento por aquela definido quanto às *regras e exceções* nela previstas, o que adquire particular relevo nos casos em que aos Estados Membros foi concedida margem de discricionariedade na conformação do direito interno.

II. O intuito primordial da Diretiva é o de estabelecer requisitos de harmonização mínima²⁵ quanto às regras por que se devem pautar as OPAs.

As sobejamente conhecidas dificuldades de obtenção de consenso quanto ao texto final da Diretiva²⁶ ajudam a compreender que da mesma resulte *apenas* a

Jerónimo Martins SGPS, S.A., Mota-Engil Engenharia e Construção, S.A. e Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A. Trata-se, em cada um dos mencionados casos, de transmissões intra-grupo realizadas no âmbito de reorganizações societárias, que, tendo conduzido à imputação de *mais de metade* dos direitos de voto a entidade a quem os mesmos não eram antes imputáveis, não originou a imposição do dever de OPA.

²⁴ Tal como sucedeu na Alemanha, Áustria, Bélgica, Chipre, Dinamarca, Eslováquia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Polónia, Reino Unido, República Checa, Roménia e Suécia, conforme se destaca no Relatório elaborado pela Marccus Partners, em colaboração com o Centro de Estudos de Política Europeia (junho de 2012), *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm.

²⁵ No Relatório da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões sobre a aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição, cit., refere-se que «[a] *Diretiva Ofertas Públicas de Aquisição contém orientações mínimas para a realização das ofertas públicas de aquisição...*», p. 2.

²⁶ V. PAULO CÂMARA, *Manual...*, cit., pp. 592 a 594.

identificação de princípios gerais, regras carecidas de concretização a nível nacional e exceções que podem ser adotadas pelos Estados Membros em função do seu contexto interno. Trata-se, como tal, de uma Diretiva que admite uma diversidade tal de concretizações específicas que deixa praticamente incólume a soberania dos Estados Membros, a quem compete, por exemplo, estabelecer os critérios para determinar a emergência de situações de controlo relevantes e definir o específico modo de aplicação, monitorização e sancionamento das exceções à constituição daquele dever.

Não surpreende, pois, que no que respeita à possibilidade de as aquisições sucessórias serem erigidas como fundamento da imposição do dever de OPA ou, ao invés, como causa que afasta a constituição de tal dever (ou determina a inexigibilidade do seu cumprimento), nada se encontre que constitua na Diretiva que constitua uma tomada de posição expressa.

Em termos genéricos, portanto, será apenas de notar o facto de a Diretiva admitir expressamente que, em certas circunstâncias, a aquisição efetiva de controlo não deve conduzir à inevitabilidade do lançamento de OPA²⁷. Assim sucederá, «[s]em prejuízo dos princípios gerais enunciados no n.º 1 do artigo 3.º», sempre que os Estados-Membros estabeleçam «...nas regras por eles aprovadas ou introduzidas em aplicação da presente directiva, derrogações a estas regras, incluindo essas derrogações nas suas regras nacionais, a fim de ter em conta circunstâncias determinadas a nível nacional e/ou conferindo às suas autoridades de supervisão (...) o poder de não aplicar as regras nacionais» (art. 4.º/5 da Diretiva).

III. Para que tais exceções – quaisquer que elas sejam – estejam em conformidade com o disposto no art. 4.º/5 da Diretiva, deverão não só estar previstas «nas suas regras nacionais», fundamentando-se em «circunstâncias

²⁷ Avançando, inclusivamente, com a previsão específica de uma exceção àquele dever – a única prevista expressamente na Diretiva –, dispondo que «[o] dever de lançar uma oferta (...) não é aplicável quando o controlo tiver sido adquirido na sequência de uma oferta voluntária realizada em conformidade com a presente directiva, dirigida a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações.» (art. 5.º/2 da Diretiva). Sobre o tema, v. DOMINGOS SALGADO e JULIANO FERREIRA, *OPA derogatória...*, cit.

determinadas a nível nacional», como também, e mais importante, garantir que os princípios gerais inscritos na Diretiva não são afetados pela sua previsão. Em particular, resulta expressamente do art. 3.º/1/a que, «...nos casos em que uma pessoa adquira o controlo de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos», princípio este que, perante uma efetiva alteração de controlo, deverá ser necessariamente salvaguardado, ainda que por via diversa da imposição do dever de lançamento de OPA.

Em conformidade com a determinação de direito comunitário, uma qualquer exceção ao dever de OPA que tenha como objeto e fundamento a natureza *mortis causa* da transmissão sucessória terá, pois, de encontrar previsão nas regras de direito interno²⁸, fundamento em circunstâncias determinadas a nível nacional e *garantia de que a posição jurídica dos acionistas minoritários é salvaguardada*, ainda que por via diversa da oportunidade de venda que seria proporcionada pelo lançamento de OPA²⁹.

Entre nós, a lista de exceções ao dever de OPA atualmente previstas no Código dos Valores Mobiliários – e mesmo em legislação avulsa³⁰ – não incluem a *aquisição de controlo por via sucessória* entre as suas causas, não havendo por isso um

²⁸ Esta exigência de previsão expressa em normas de direito interno, existente hoje na grande maioria dos países que compõem o espaço comunitário (seja sob a forma de exceção para aquisição de controlo por via de *processos sucessórios*, seja sob cobertura de exceção para *negócios jurídicos gratuitos* – assim sucedendo com a Áustria, Chipre, Dinamarca, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Finlândia, Holanda, Itália, Liechtenstein, Noruega, Polónia e República Checa), torna tendencialmente irrelevante, *de iure constituto*, a invocação das soluções assim adotadas para sustentar idêntica solução no nosso ordenamento. A discussão, a existir, enquadrar-se-á no âmbito das opções de política legislativa a adotar *de iure constituendo*.

²⁹ É de assinalar que, tendo presente a referida exigência, a Comissão Europeia encontra-se a «...investigar melhor de que modo os acionistas minoritários são protegidos quando se aplica uma derrogação nacional», em virtude de se ter revelado necessário «saber melhor até que ponto essas derrogações limitam a proteção dos acionistas minoritários em situações de mudança de controlo e que mecanismos alternativos eventualmente existem na legislação nacional para proteger os acionistas minoritários em tais situações» (p. 10 da versão portuguesa do Relatório da Comissão sobre a aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição, cit.). A justificação da exceção para as transmissões *mortis causa* será “problema” que Portugal não enfrenta, por não constituir hoje uma das exceções que permita afastar a exigibilidade de cumprimento do dever de OPA.

³⁰ É o caso da Lei n.º 63-A/2008, de 24 de novembro (conforme alterada), que estabelece medidas de reforço da solidez financeira das instituições de crédito no âmbito da iniciativa para o reforço da estabilidade financeira e da disponibilização de liquidez nos mercados financeiros (em particular o seu art. 7.º).

mínimo de apoio na letra da lei para a sustentar. Uma qualquer tentativa de interpretar o direito vigente nesse sentido esbarraria na desconformidade com as exigências comunitárias, não só no que ao procedimento diz respeito, mas também no que toca às exigências de garantia e respeito pela proteção da posição jurídica dos acionistas minoritários.

É, de resto, a necessidade de proteção dos acionistas minoritários, na ótica da segurança jurídica, que justifica que qualquer causa em que se possa vir a sustentar o afastamento da exigibilidade de lançamento de OPA, quando uma efetiva alteração de controlo haja ocorrido, deva ser expressa, clara e inequivocamente identificada nas normas de direito interno, para que nenhuma dúvida possam restar quanto aos termos em que alguém pode vir a adquirir o controlo sem que haja de conceder aos acionistas minoritários que àquele ficam sujeitos uma possibilidade de saída por via do lançamento de OPA.

Haverá assim de se concluir que a configuração do regime nacional da OPA obrigatória corresponde a uma estrutura completa, coerente e equilibrada, em plena conformidade com o espírito da Diretiva, *maxime* no que diz respeito às garantias dos acionistas que se convertem em minoritários perante a superveniência de uma alteração de controlo.

Tal não significa, necessariamente, a plena conformidade das soluções descritas com o ordenamento jurídico-constitucional português, cumprindo por isso abordar a questão de seguida, à luz desse enquadramento. Só ultrapassado este derradeiro teste poderemos avistar, com clareza, toda a abrangência do regime português da OPA obrigatória, assim concluindo se o mesmo abrange as transmissões *mortis causa*, ou se nelas encontra limitação inultrapassável.

4. As transmissões sucessórias no contexto jurídico-constitucional português

I. Perante o quadro legal anteriormente descrito, é de concluir que o legislador nacional (de 1999) promoveu uma efetiva reconfiguração dos efeitos jurídicos decorrentes da aquisição de uma posição de controlo por via de transmissão sucessória de ações, abolindo aquela que até então era uma causa excludente da exigibilidade do cumprimento do dever de OPA.

Cumpra pois aferir se esta solução é conforme com os princípios fundamentais do direito constitucional português. Resposta em sentido negativo conduziria ao repúdio dos resultados decorrentes da “nova” realidade normativa, por desrespeito de desígnios normativos hierarquicamente superiores³¹.

O art. 62.º/1 CRP dispõe que «[a] todos é garantido o direito à propriedade privada e à sua transmissão em vida ou por morte, nos termos da Constituição», disposição que não deve deixar de ser lida à luz dos princípios constitucionais, de entre os quais se evidencia o princípio de *tutela das relações familiares*³².

Da conjugação do direito constitucionalmente consagrado à *transmissão por morte da propriedade privada* com o *princípio da sucessão familiar* resulta a imposição de que qualquer legislação que venha a regular a sucessão *mortis causa*, não exclua, por um lado, a transmissibilidade dos bens de que era titular o *de cuius*, nem afaste, por outro, a sua natureza familiar.

Seriam portanto atentatórios da Constituição quaisquer regras que afastassem, *tout court*, a transmissibilidade dos bens do *de cuius* ou que os destinassem, preferencialmente, a indivíduos ou coletividades (particulares ou de natureza pública), em detrimento dos seus familiares.

³¹ Em causa poderia assim estar uma hipotética *inconstitucionalidade por omissão*, em virtude de a ausência de previsão da exceção para os casos em que o controlo fosse adquirido *mortis causa* tornaria o regime da OPA obrigatória não consentâneo com as exigências constitucionais, devendo o legislador ordinário passar a prevê-la para assim repor a conformidade quebrada com a entrada em vigor do atual Código dos Valores Mobiliários.

³² Aliás, «...os arts. 63.º a 72.º e 73.º a 79.º da Constituição prevêm diversos direitos sociais e culturais, para efetivação dos quais muito contribui a aquisição sucessória familiar», podendo, a este propósito, invocar-se a existência de um *princípio constitucional da sucessão familiar*, v. CAPÊLO DE SOUSA, *Lições de Direito...*, cit., p. 123.

Revela-se por isso fundamental ter presente que, à luz dos âmbitos de conformação positivo-constituente e negativo-delimitativa do direito de propriedade e da concreta faculdade da sua transmissão, não obstante a integração sistemática do direito de propriedade privada no título dos direitos e deveres *económicos*, tal circunstância não lhe retirou a sua dimensão fundamental de *liberdade* e de *garantia*, sendo por isso unanimemente reconhecida ao direito de propriedade privada natureza análoga à dos direitos, liberdades e garantias

Consequentemente, o direito de propriedade, na vertente da sua transmissibilidade *mortis causa*, apenas poderá ser restringido por Lei, nos casos expressamente previstos na Constituição, devendo as restrições limitar-se ao necessário para salvaguardar *outros direitos ou interesses constitucionalmente protegidos* (art. 18.º CRP).

II. Aqui chegados, cumpre determinar se a imposição do dever de OPA ao sucessor constitui violação do preceito constitucional de onde decorre ser a todos garantida a possibilidade de transmissão, *por morte*, da propriedade privada.

A *exclusão* do direito de transmissão verificar-se-ia, indubitavelmente, se uma determinada norma impusesse que, no caso de ações representativas de participações de controlo em sociedades abertas – ou que, vindo a acrescer a ações já detidas pelo sucessor, lhe conferissem uma participação de controlo –, as mesmas revertissem, em face da morte do seu titular originário, a favor do Estado ou dos demais acionistas. Com tal destinação afetar-se-ia o núcleo essencial do direito de transmissão *mortis causa*, ínsito naquele preceito constitucional.

Contudo, tal não sucede no caso que tomamos como objeto de análise, à luz do nosso direito positivo. O adquirente (sucessor, *herdeiro* ou *legatário*, familiar ou não do *de cuius*) torna-se, com a aceitação, efetivo titular dos bens objeto da herança ou legado. Tais bens apenas revertssem para o Estado, enquanto sucessor legítimo último (art. 2133.º CCiv), em caso de repúdio dos bens hereditários ou inexistência de sucessores do *de cuius*. A imposição do subsequente dever de OPA não determinará, em nenhuma circunstância, a privação da efetiva titularidade dos bens

objeto da sucessão, como também não a determinará a imposição de quaisquer deveres, *v.g.*, de natureza fiscal (*imposto de selo*). Em nenhum dos referidos casos, portanto, poderá considerar-se que a imposição do cumprimento de deveres jurídicos que têm na transmissão sucessória de bens ou direitos o seu fundamento, representa a ablação do direito de transmissão hereditária.

Note-se, de resto, que um eventual incumprimento do dever de OPA, em que assim se tenha constituído o sucessor, não afeta, de *per se*, a transmissão sucessória, que se manterá válida e eficaz. A invocação de qualquer pretensão indemnizatória ao abrigo do regime da responsabilidade civil³³, ou a reação sancionatória que se venha a materializar na aplicação das medidas acessórias previstas no art. 192.º/1 – entre elas a suspensão, pelo prazo de 5 anos, dos direitos de voto e do direito de receber dividendos inerentes às ações que excedem o limite a partir do qual o lançamento seria devido – não afetarão o negócio transmissivo.

A suspensão dos referidos direitos implica, em primeiro lugar, que eles se mantêm plenamente exercitáveis no que respeita às ações que não excedem aquele limite, o que se justifica pela intenção de não se permitir que determinado sujeito exerça o domínio sem que se encontre legitimado para tal. Em segundo lugar, significa ainda que, não obstante aquela limitação atingir somente as ações que excedam os limites, todas as ações *se mantêm na titularidade do sucessor*. Em terceiro lugar, significa que, para além das limitações a que ficam sujeitas algumas ações, não é afetada a faculdade, constitucionalmente tutelada, da sua transmissão. Ou seja, o titular de ações assim limitadas pode proceder, a qualquer momento, à sua alienação. Uma vez que a limitação se encontra prevista *em função da pessoa (intuitus personae)* que não cumpriu determinado dever, a sua transmissão para a esfera jurídica de alguém não relacionado com o sucessor não afeta a reacquirição da plenitude de exercício dos direitos que se encontravam suspensos ou limitados (art. 192.º/2/b).

³³ Sobre este tema *v.* ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização*, em RDS, Ano III (2011), n.º 4.

Do exposto resulta que, mesmo perante de uma situação de incumprimento do dever de OPA, permanece intangível o direito de transmissão da propriedade, seja *mortis causa*, do *de cuius* para o sucessor, seja *inter vivos*, do sucessor para um terceiro.

III. Poderia contudo entender-se que a imposição daquele dever, por implicar uma significativa *limitação* à transmissibilidade de ações, afetaria, na sua essência, o núcleo intangível do direito de transmissão *mortis causa* das ações. O reconhecimento de que a tais transmissões estaria inerente um tão gravoso dever poderia constituir um incentivo implícito ao repúdio da herança, sempre que o sucessor considere não estar em condições de assumir o seu cumprimento.

Tal conclusão, porém, levar-nos-ia ao excesso de considerar que quaisquer efeitos subsequentes, direta ou indiretamente relacionados com a aceitação da herança, que, devendo ser tomados em consideração pelos sucessores e suscetíveis de contribuir para uma decisão de recusa seriam, afinal, ilegítimos modos condicionantes do direito de transmissão da propriedade, por morte.

Ainda que a existência de ónus, custos, encargos ou deveres jurídicos, associados à transmissão ou ao seu objeto, não deva ser desconsiderada pelo sucessor³⁴ – devendo este, ao invés, ponderar se tem capacidade e disponibilidade para os assumir –, não podem ser em si mesmos entendidos como circunstâncias ilegitimamente limitadoras do direito de transmissão da propriedade, desconformes, como tal, com o preceito constitucional que tomamos como objeto de análise. Em face do conhecimento ou previsibilidade quanto à existência futura de tais ‘*encargos*’, competirá ao sucessor ajuizar se aceita ou rejeita a *herança* ou *legado*³⁵.

³⁴ Pense-se, por exemplo, na transmissão sucessória de um imóvel relativamente ao qual hajam de ser feitas avultadas despesas de conservação, e inerente ao qual se encontrem despesas que não possam deixar de ser realizadas (*v.g.*, despesas de condomínio).

³⁵ Nada obsta, de resto, a que procure antecipadamente aferir da disponibilidade dos principais acionistas para permanecer na sociedade, deles procurando obter vinculações quanto à não-aceitação de OPA (assim delimitando o universo potencial de ações a adquirir). Sobre a natureza e termos de tais vinculações, v. MANUEL REQUICHA FERREIRA, *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*, Almedina, 2015.

Conclui-se, portanto, que a imposição do dever não exclui nem limita desproporcionalmente o direito de transmissão da propriedade das ações de sociedade aberta. E ainda que esta conclusão resulte de um tratamento indiferenciado das ações face a quaisquer outras “res”, não deveremos desconsiderar a natureza específica do direito de propriedade quando o seu objeto são ações – a *propriedade corporativa*³⁶.

A problemática aqui abordada tem, de resto, pontos de contacto com pronúncia prévia do Tribunal Constitucional, que indelevelmente conforma a natureza jurídica do direito de propriedade sobre ações. Referimo-nos ao Acórdão 491/02, que especificamente concluiu pela constitucionalidade do instituto da *aquisição potestativa* (art. 490.º CSC)³⁷.

Da referida decisão judicial emanam importantes contributos, desde logo a conformidade constitucional de normas que, à primeira vista, poderiam ser entendidas como limitações externas ao direito de propriedade sobre ações, mas que deverão antes ser percebidas como modo simultaneamente conformador e caracterizador da mesma enquanto *propriedade corporativa*³⁸, assim conformando o modo pelo qual se hão de realizar as relações entre os sócios e a sociedade. Assim

³⁶ Como se refere no citado Acórdão do Tribunal Constitucional, «...as “partes sociais” são abrangidas pela tutela constitucional da propriedade privada. Mas esta circunstância não significa (...) que o correspondente direito, ou os correspondentes direitos, sejam vistos à imagem e semelhança da proprietas rerum, para avaliar do significado dos “condicionamentos” ou “restrições” de que sejam objecto. Esta avaliação tem de ser feita tendo em conta a especificidade da titularidade desse tipo de direitos, e a partir da sua natureza própria, considerando, designadamente, a específica natureza de direitos corporativos, isto é, de direitos incindivelmente ligados (desde a sua génese até à sua extinção, passando por diversas vicissitudes que os podem atingir) a uma organização ou ente social» (sublinhado nosso).

³⁷ Embora ali fosse tratada a questão da *alienação* forçada, e aqui a da *aquisição* forçada, o problema jurídico não deixa de ser o da constitucionalidade da restrição do direito de propriedade, na sua vertente de direito a não transmitir um objeto cuja titularidade se pretende manter. Assim, e para este efeito, estarão em idêntica circunstância os *sócios livres* (titulares de menos de 10% do capital de determinada sociedade) e o sucessor que adquire o bloco de controlo: os primeiros poderão pretender manter a titularidade das suas ações perante o direito de a sociedade dominante as adquirir, enquanto o segundo poderá pretender manter a titularidade das ações, mesmo não cumprindo o dever de OPA (sem que se veja *forçado* a alienar as suas ações, nos termos do art. 190.º/2).

³⁸ Como tão impressivamente se refere naquele Acórdão, «[n]ão sendo o sentido em que a participação social pode ser considerada como propriedade, à luz do texto constitucional, o mesmo de uma “propriedade real”, cuja conformação está confiada, em primeira mão, à vontade do respectivo titular, mas o de uma “propriedade corporativa”, cujos conteúdo e exercício se encontram necessariamente balizados pelas regras legais e estatutárias próprias da organização corporativa, cumpre notar que é da própria essência ou natureza daquela propriedade um congénito estado de vulnerabilidade face a vicissitudes do funcionamento da sociedade (...)».

sucedem com as *limitações à transmissibilidade de participações sociais*³⁹, com a *amortização de participações sociais*, com a *exclusão* ou a *exoneração de sócios*, com a *dissolução* da sociedade e, segundo cremos, com o *dever de OPA*.

Entender diversamente implicaria desconsiderar o concreto modo de ser da sociedade aberta, afastando injustificadamente uma das notas que vincadamente caracteriza o seu regime jurídico, a saber, a tutela dos acionistas minoritários perante o surgimento de novas posições de controlo, cujo exercício não se encontre legitimado por qualquer modo admissível, independentemente do motivo e do facto em concreto que a tenha originado. Entendemos pois que, à semelhança do que aquele Tribunal entendeu em relação ao art. 490.º CSC, também o regime da OPA obrigatória constitui «...um elemento conformador do alcance da titularidade sobre participações sociais – um elemento definidor dos limites dessa titularidade...».

IV. Se o sucessor não reunir condições para suportar o dever de OPA, a lei concede-lhe alternativas⁴⁰, podendo avançar para a suspensão do dever. O modo mais evidente para alcançar tal resultado será o de promover a venda das ações que excedam o limite constitutivo do dever. Daí resulta nada obstar a que o sucessor adquira *mortis causa* as ações, desde que de seguida aliene o número suficiente para não controlar a sociedade.

Prevendo-se no art. 190.º/2 que o interessado na suspensão deve «...alienar a pessoas que, em relação a ele, não estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º os valores mobiliários bastantes para que os seus direitos de voto se situem abaixo dos limites a que se refere o artigo 187.º», poderíamos ser levados a pensar que a alienação das ações seria indispensável para aquele fim. O direito de transmissão

³⁹ Sobre o tema, v. ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Cláusulas do contrato de sociedade que limitam a transmissibilidade das ações*, Almedina, 2006.

⁴⁰ O que não sucede no caso dos *sócios livres*, no âmbito da aquisição potestativa prevista no art. 490.º CSC. Enquanto na esfera do sucessor se encontrarão as hipóteses teoricamente possíveis de lançar OPA ou por termo à relação de domínio, ainda que por via diversa da venda das ações que se situem para além das fasquias a partir da qual o lançamento seria devido, os *sócios livres* não poderão, no âmbito daquele instituto jurídico, obstar ao resultado de desapossamento das ações de que fossem legítimos titulares.

sucessória seria apenas temporário, pois o sucessor haveria de, a breve trecho, alienar pelo menos parte das ações recebidas.

Cremos, porém, não ser necessariamente esse o sentido do preceito nem aquela a única forma de pôr termo a relação de domínio.

O que se visa ali acautelar é que, caso o interessado na suspensão venha a optar pela venda de ações, da mesma resulta efetivamente o termo da situação que originou a constituição do dever, o que resultaria prejudicado se os transmissários fossem pessoas relativamente às quais o alienante estivesse em posição de exercer de influência sobre os direitos de voto.

Haverá contudo situações em que a alienação de ações não se revela o único modo de pôr termo a uma posição de domínio, e outras em que, pelo facto de o domínio não se consubstanciar na detenção jurídico-formal de ações, essa alienação nem sequer constituir via possível⁴¹ para obter aquele resultado.

Do art. 190.º/1 decorre claramente que o dever de OPA pode ser suspenso se o interessado se obrigar a *por termo à situação*, leia-se, se fizer cessar a relação de domínio que originou a constituição do dever, independentemente do facto jurídico que a originou⁴². Revelar-se-á por isso necessário fazer diminuir o poder de influência na sociedade, para o que será necessário e suficiente reduzir o poder de voto do participante, ao ponto de já não fazer valer uma influência dominante sobre a sociedade.

Nestes termos, se após a constituição de relação de domínio (originada pela transmissão *mortis causa*) vier, *v.g.*, a ser promovido *aumento de capital* de onde resulte a emissão de novas ações, assim se diluindo a participação do acionista

⁴¹ Quando, *v.g.*, o poder de exercer influência dominante assente no *direito de dar instruções* quanto ao sentido em que podem ser exercidos os direitos de voto (art. 20.º/1/c, *in fine*) por pessoa que nem sequer é acionista, a venda de ações pelo obrigado ao lançamento de OPA não constituirá via possível para pôr termo à relação de domínio (pelo simples facto de ele não ser titular de ações).

E o mesmo se diga, *mutatis mutandis*, para o critério de imputação do art. 20.º/1/a, no que respeita à pessoa por conta de quem são detidas as ações, quando ela própria não seja acionista.

⁴² Assim, se a posição de domínio resultar da celebração de *acordo parassocial* (arts. 20.º/1/c e 21.º/2/b), em virtude do qual duas ou mais pessoas passam a atuar concertadamente em relação à sociedade, a cessação de tal acordo permitirá *também* pôr termo à relação de domínio e suspender o dever de OPA. Necessário é que a posição de controlo não tenha ainda sido exercida ou materializada em atos concretos, caso em que não será já possível suspender o dever de OPA.

maioritário aquém das fasquias legais constitutivas do dever – em virtude da sua não participação –, ter-se-á feito cessar a relação de domínio, não cobrando qualquer sentido exigir o cumprimento do dever de OPA.

No mesmo sentido, se vierem a ser introduzidas limitações estatutárias ao número de votos que podem ser exercidos por um acionista, diminuir-se-á o poder de voto do controlador, cerceando-o da possibilidade de exercer influência dominante⁴³.

Nada obstará, portanto, a que o sucessor que adquire uma *posição de controlo* através de transmissões sucessórias e que não pretenda ou não tenha condições para dar cumprimento ao dever de OPA, ao invés de promover a venda de ações, recorra a mecanismos que lhe permitam cessar a relação de domínio, por diminuição do seu concreto poder de voto.

Nessa medida, salvaguardada – como sempre estaria – a validade e eficácia do negócio transmissivo, encontrar-se-á espaço para que o sucessor, no âmbito da suspensão do dever, não se veja inapelavelmente privado do objeto da transmissão sucessória, sem que tal implique a efetiva satisfação do dever de lançar OPA.

V. As considerações com que concluímos o ponto precedente deixam em evidência os vícios em que pode incorrer quem confundir a transmissão de ações com a transmissão de uma *posição de controlo*, perspetivadas aquelas como se de um qualquer *outro objeto* de transmissão sucessória se tratasse.

Quando nos referimos a negócios jurídicos de onde resulta a constituição de relações de domínio, o que verdadeiramente releva para efeitos jus-mobiliários não é a vertente patrimonial da titularidade da ação objeto, mas o *poder* que resulta da possibilidade de controlar direitos de voto.

⁴³ Foi, de resto, o que sucedeu no caso relatado supra, nota de rodapé 48). Tenha-se presente, porém, que a introdução de uma tal cláusula não vale irrestritamente como mecanismo que, em qualquer circunstância, permite afastar o dever de OPA, porquanto o efetivo poder de voto pode ainda assim vir a ser revelador de uma posição de domínio. Alertando para esta circunstância, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Concertação de Accionistas...*, cit., pp. 30 a 40.

A transmissão de participação de controle transcende, por isso, a mera transferência do conjunto unitário de direitos e deveres em que se consubstancia a ação, por dela decorrer a emergência na esfera jurídica do sucessor de um poder que não é intrínseco à ação, antes resultando do controle *de um certo número de direitos de voto*, os suficientes para exercer sobre a sociedade influência dominante.

Em causa estará não a transmissão de ações mas a transferência de uma verdadeira posição de determinação exclusiva da vontade da sociedade, *rectius*, uma *posição de controle*. E porque assim é, deveremos ultrapassar o plano primário da transmissibilidade do direito de propriedade sobre ações, para nos centrarmos nos efeitos da transmissibilidade daquela que é uma verdadeira *faculdade imaterial*, a possibilidade de exercício de influência dominante.

Esta faculdade imaterial, presente na relação entre controlador e sociedade controlada e dependente de uma específica legitimação⁴⁴, não poderá senão ser entendida como faculdade existente *intuitus personae*. É determinada pessoa, e não outra que, pela disposição da maioria de direitos de voto, pode exercer domínio sobre a sociedade participada. É essa pessoa, e não outra, que se encontrará devidamente *legitimada* para o fazer, independentemente da via pela qual obteve essa legitimação.

Verifica-se assim que, se o conjunto das ações-objeto a que corresponde uma *posição de controle* pode (e deve) ser objeto de transmissão sucessória – por se tratar de um objeto perfeitamente apropriável –, o mesmo não sucede necessariamente com a *legitimação* para o seu exercício que, existindo *intuitus personae*, será insuscetível de transmissão voluntária (*inter vivos* ou *mortis causa*).

A *legitimação* para o exercício de controle sobre determinada sociedade, assim entendida, existe em função de quem a obteve e enquadra-se no âmbito de

⁴⁴ Que resultará do conhecimento e aceitação da pessoa que tem a possibilidade de exercer influência dominante sobre a sociedade. Assim sucederá quando os investidores aceitam assumir a posição de acionista minoritário no momento em que entram em sociedade que se abre ao público o seu capital, quando adquirem ações em mercado (conhecendo a existência de um sujeito controlador) ou até mesmo quando, sendo lançada OPA obrigatória para legitimar *a posteriori* posição de controle adquirida, o acionista opte por não vender as suas ações, mantendo-se na sociedade. Decisão esta, de resto, que será necessariamente tomada em face do conhecimento da *identidade* do novo controlador.

intransmissibilidade sucessória de certas relações jurídicas do autor da sucessão, à semelhança do que sucede, *v.g.*, com certos direitos, poderes e deveres jurídicos *pessoais* (*v.g.* poder paternal), os direitos em que na intenção das partes foi predominante o *intuitus personae* e os direitos de carácter pessoal, no caso em que, por se encontrarem de tal forma estruturalmente ligados ao particular modo de ser do *de cuius* ou visam tão primacial e exclusivamente as específicas necessidades deste que se deverão extinguir por sua morte⁴⁵.

Assim, aquele que vier a adquirir, *ex novo*, por negócio jurídico *mortis causa*, ações de determinada sociedade aberta que, agregadas, formem uma participação de onde aquele extrai um poder de *exercer influência dominante*, que não descarta, deverá lançar OPA, independentemente de o alienante se encontrar já previamente legitimado para o seu exercício. Qualquer exceção a esta regra deverá encontrar fundamento, justificação e apoio em norma legal expressa.

⁴⁵ Nesse sentido, CAPÊLO DE SOUSA, *Lições de Direito...*, cit., p. 118. Adiantando como exemplo de direito inereditável o direito de alimentos e a obrigação de os prestar, PEREIRA COELHO, *Direito das Sucessões*, Lições ao Curso de 1973-1974, p. 53.

**PARTE III – TRANSMISSÃO INTERGERACIONAL DO CONTROLO NO
ÂMBITO DE GRUPOS SOCIETÁRIOS DE NATUREZA FAMILIAR**

1. Enquadramento

I. Verificada a essencialidade da ocorrência de uma efetiva *alteração de controlo* como pressuposto sem o qual não se constitui o dever de OPA (*Parte I*), e concluído que os processos sucessórios implicam, pela sua própria natureza, uma alteração subjetiva na titularidade do conjunto de relações jurídicas integrantes da herança jacente – a qual não constitui, hoje e entre nós, fundamento que afaste a constituição ou que excecione a exigibilidade de cumprimento do referido dever quando, em resultado da transmissão sucessória, o sucessor se constitua com a sociedade em relação de domínio (*Parte II*) –, resta determinar as consequências jurídicas da implementação de mecanismos que, pretendendo embora alcançar resultados idênticos aos inerentes às transmissões sucessórias, sejam configurados de forma a procurar obstar à aplicação daquela consequência jurídica. Em algumas circunstâncias, tal poderá implicar a dissimulação da ocorrência de *alterações de controlo* mediante apelo a uma interpretação estritamente formal daquele conceito, pretendendo que o mesmo signifique, tão-só, que adquire controlo quem veja passar a ser-lhe imputável, *ex novo*, mais de um terço ou metade dos direitos de voto, independentemente de tal circunstância lhe facultar ou não o poder de exercer influência dominante sobre a sociedade. O que valeria por dizer – para o que agora nos interessa – que não fica obrigado ao lançamento de OPA aquele que, tendo passado a dispor do poder de exercer influência dominante sobre determinada sociedade aberta, visse já ser-lhe imputável mais de um terço ou metade dos direitos de voto, em momento anterior.

Perante este cenário, é necessário dar a conhecer o fenómeno e clarificar a complexidade das teias relacionais em que se concretiza, de forma a aferir a existência de uma efetiva *alteração de controlo*, perante a qual se afirma a necessidade de proteção dos acionistas minoritários através da imposição do dever de OPA.

II. Em mente temos os casos em que determinado conjunto de sociedades, erigido sob a forma de um grupo piramidal de natureza familiar¹ – e controlado, na sua cúpula, por uma pessoa singular –, é inicialmente estruturado, e/ou posteriormente reestruturado, com intuito de perpetuar na esfera familiar os mecanismos indispensáveis ao exercício de posição de controlo sobre determinada sociedade aberta, procurando assim promover a sua transmissão intergeracional sem que algum dever de OPA haja de ser cumprido.

Perante a prévia existência de um domínio originário, exercido por pessoa singular sobre determinada sociedade aberta que, posteriormente, vem a ser estruturalmente reconfigurado mediante a *interposição de sociedade na cadeia de controlo*, duas são as questões que sucessivamente se colocam.

Em primeiro lugar, resultando a imputação a essa sociedade (interposta) de participação qualificada em medida superior a um terço ou metade dos direitos de voto, deverá considerar-se constituído o dever de OPA na sua esfera jurídica?

Em segundo lugar, e antecipando resposta negativa à primeira questão – porquanto a referida interposição mantenha inalterada a posição de controlo, anteriormente existente – pergunta-se quais os efeitos da supressão da posição de controlo originariamente exercida por pessoa singular na esfera jurídica da sociedade, até então *interposta*, que passe assim a situar-se na cúpula da cadeia de controlo que já antes integrava.

III. Nos pontos seguintes propomo-nos ilustrar e problematizar, mediante recurso a diversos cenários hipotéticos – e tomando como paradigmático o caso em que a referida supressão decorra da *morte* do titular do controlo –, o quadro relacional subjacente àquela realidade (*ponto 2*), para, a partir daí, aferir as

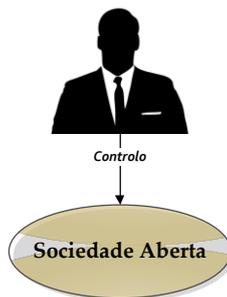
¹ Sobre os instrumentos em que tal controlo se concretiza e sobre a feição de tais estruturas de controlo no mercado italiano dos anos '90, marcado por uma significativa concentração acionista, v. MARCELLO BIANCHI, MAGDA BIANCO e LUCA ENRIQUES, *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, atualizado em janeiro de 2010 e disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=293882> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.293882>.

consequências jurídicas das situações sucintamente descritas em sede da constituição do dever de OPA (*ponto 3*).

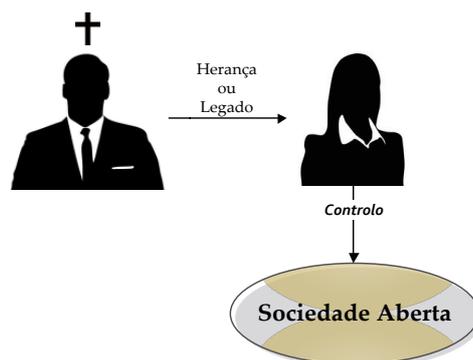
2. A piramidalização dos grupos societários de natureza familiar como antecâmara da transmissão de controle

2.1. O pressuposto da preexistência de participação de controle já legitimada

I. A questão sobre que agora nos debruçamos apenas se coloca na medida em que determinada pessoa singular, legitimada para o exercício de domínio sobre sociedade aberta, venha a transmitir, por via sucessória, um número de ações tal que origine, na esfera jurídica do sucessor, a constituição de uma nova relação de domínio com a mesma sociedade, por passar este a dispor da possibilidade de exercer sobre ela influência dominante.



II. Se, no decurso das operações de partilha, a posição de controle, detida até então pelo *de cuius*, vier a tornar-se prerrogativa de algum sucessor, o dever de OPA constituir-se-ia na sua esfera jurídica, ainda que aquele dispusesse da possibilidade de, nos termos do art. 190.º, suspender o referido dever.

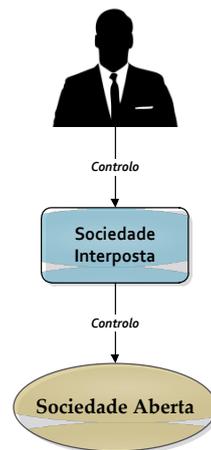


2.2. O intuito de destinação post mortem do controlo da sociedade interposta

I. As estruturas evidenciadas no ponto anterior correspondem, como se percebe, a uma simplificação das relações de domínio, usualmente assentes em estruturas significativamente mais complexas, marcadas por participações recíprocas ou cruzadas, que tornam menos perceptível o modo como o controlo é exercido.

Decompondo, do modo mais simples possível, essas estruturas, verificaremos que elas assentarão na interposição de sociedades, que tenderão a promover um maior ou menor afastamento entre o controlador final – o *ultimate beneficial owner* – e a sociedade aberta, objeto desse controlo.

Se a simples interposição de uma sociedade entre o controlador e a sociedade aberta pode não introduzir alteração relevante no que diz respeito ao sujeito que, em última análise, exerce tal poder – um controlo *diretamente* exercido substituir-se-á por um controlo a exercer *indiretamente* –, ela pode já afirmar-se como fundamental no que diz respeito ao modo como o controlo pode vir a ser posteriormente transmitido a terceiros.

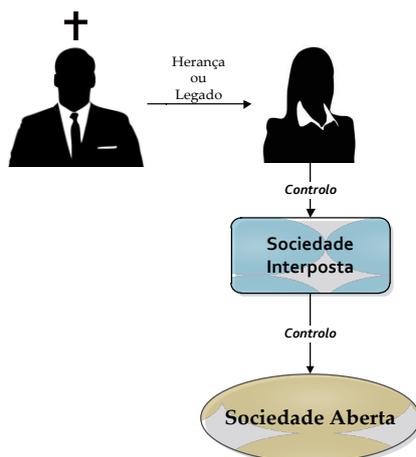


II. A interposição de pessoa coletiva tem como efeito imediato a introdução de um *elo* na cadeia de domínio, podendo contudo deixar inalterada a *relação de forças* até então existente.

O que da (re)organização da cadeia de controlo resultará é uma objetiva dissociação entre o *titular das ações* representativas do capital da sociedade aberta – que passará a ser a sociedade interposta – e o *titular da faculdade imaterial que vimos constituir o poder de exercer influência dominante sobre a sociedade aberta* – que continua a ser a pessoa singular².

Poderia entender-se que a transmissão sucessória, a ocorrer após a referida reestruturação e a ter como objeto imediato não as ações da sociedade aberta mas as ações da *sociedade interposta* seria insuscetível de originar o dever de OPA, na medida em que o sucessor receberia ações de sociedade fechada.

² Aos efeitos desta reestruturação voltaremos adiante, ponto 3.2. (“*Imputação de participação maioritária sem aquisição de domínio*”).



Não recebendo embora, no esquema apresentado, a titularidade jurídica das ações representativas da maioria do capital social da sociedade aberta, a verdade é que, na sequência de negócio jurídico *mortis causa*, o sucessor fica investido na faculdade de exercer sobre aquela, *ainda que por via indireta*, influência dominante.

Uma vez que o dever de OPA assenta, nos termos do art. 187.º, na aquisição, por determinada pessoa, de participação superior a um terço ou metade dos direitos de voto, diretamente «ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º», e que a al. b) do n.º 1 daquele artigo considera atribuíveis, a quem exerça o domínio sobre determinada sociedade, os direitos de voto inerentes às ações de que esta seja titular, conclui-se necessariamente que, não obstante nenhuma transmissão tenha tido por objeto as ações da sociedade aberta, ainda assim se operou uma transmissão do controlo desta.

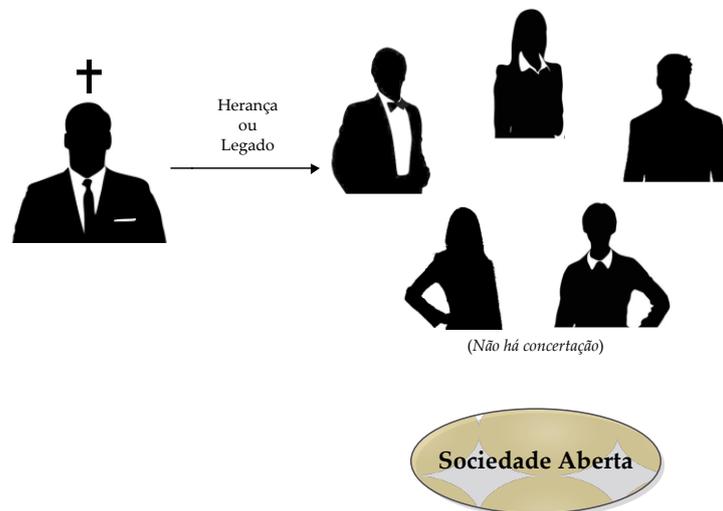
No cenário acabado de descrever, os efeitos de uma tal transmissão (*indireta*) de controlo na esfera jurídica do sucessor não diferem daqueles que resultam da hipótese precedentemente descrita (*supra*, ponto 2.1 § II) E, de resto, ambas as hipóteses (transmissão *direta* ou *indireta*) não diferem significativamente do caso em que o titular originário do controlo aliena, *em vida*, a um terceiro (sucessor ou não) ações representativas da maioria do capital social da *sociedade aberta* (no primeiro caso) ou da *sociedade interposta* (no segundo caso). Em comum a todas as hipóteses está a transmissão para terceiro do poder de, em última análise, exercer influência dominante sobre a sociedade aberta.

III. Os exemplos anteriormente descritos assentam na situação base e mais linear, onde a transmissão sucessória resulta na transferência de ações para *apenas um sucessor* (v.g. um descendente), caso em que a um domínio singular, originariamente exercido e já legitimado, se substituíu um diferente domínio singular, carecido de legitimação por via do lançamento de OPA.

Sendo *vários* os *sucessores* haverá que verificar se, também nessa hipótese, existirá alguma diferença entre a transmissibilidade *direta* e a transmissibilidade *indireta* a que acabámos de aludir.

A transmissibilidade de ações que formam uma participação de controlo para *vários sucessores* enfrenta – quando perspetivada com intuito de perpetuação familiar ou *intergeracional* do domínio de determinada empresa –, a dificuldade específica de, quando repartidas por uma multiplicidade de destinatários, poder redundar na sua desagregação, com a inerente perda do poder *de controlo*.

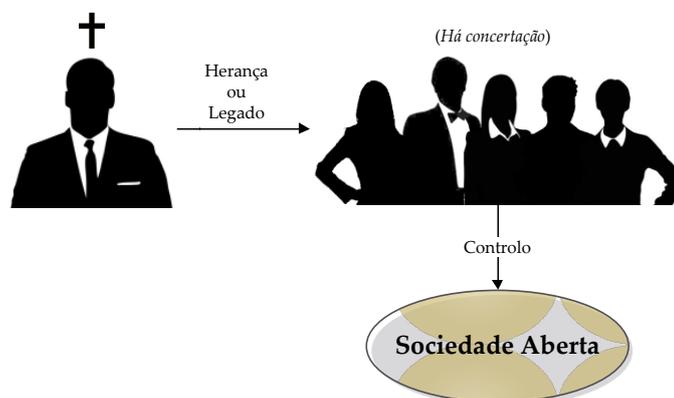
Em tal hipótese, nenhum dever de OPA haverá de se impor, pois nenhum acionista disporá de posição de supremacia perante os demais, não podendo ninguém arrogar-se a qualidade de *minoritário* para clamar proteção da sua posição jurídica.



IV. Sucederá que, as mais das vezes, a intenção do *de cuius* será garantir que, não obstante a multiplicidade de sucessores, a *participação de controlo* objetivamente

existente não se dissolva após a sua morte, cuidando ainda em vida da continuidade da empresa no seio do núcleo familiar.

Para o efeito, é possível o recurso a variados mecanismos que, estabelecendo um conjunto de vínculos e relações de interdependência, habilitam as partes, normalmente membros de uma mesma família, a impedir o acesso de terceiros ao núcleo de controlo. Tais mecanismos, que podem passar, entre outros, por protocolos familiares³, acordos parassociais ou, simplesmente, pelos estatutos das sociedades familiares, poderão abranger o *de cuius*, os sucessores existentes ou futuros e todos aqueles que com estes mantenham ou venham a instituir relações de parentesco ou afinidade.

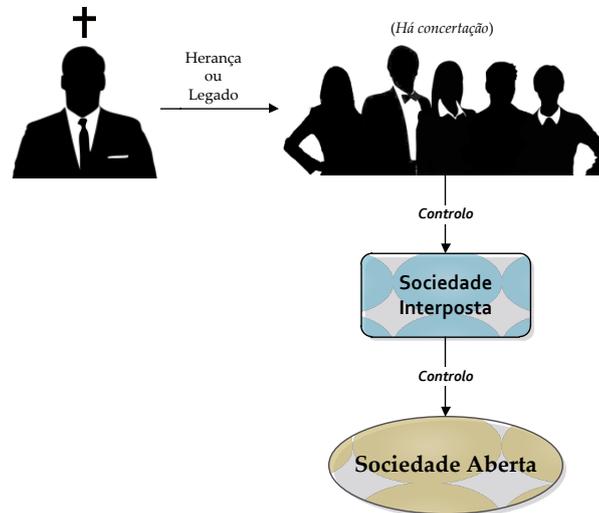


Verificar-se-ia assim que a um domínio singular originário, de exercício já legitimado, suprimido por morte, sobreviria um domínio conjunto (firmado, *v.g.*, num acordo parassocial) carecido de legitimação, assim se constituindo o dever de OPA na esfera dos membros integrantes do núcleo abrangido pelo acordo.

V. Haverá seguidamente que verificar se idêntica conclusão valerá também para os casos em que as ações transmitidas por morte respeitem já ao capital de

³ Para uma aproximação à temática, ainda que tomando como objeto de análise a sociedade por quotas, ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, «Pais, filhos, primos e etc., Lda»: as sociedades por quotas familiares (uma introdução), in DSR, ano 5, vol. 10, Almedina, outubro 2013 e, mais recentemente, *Governança das empresas familiares em Portugal. Algumas notas sobre as sociedades por quotas*, in DSR, ano 8, vol. 15, Almedina, março de 2016.

sociedade interposta que, por sua vez, se encontra em relação de domínio com a sociedade aberta⁴.

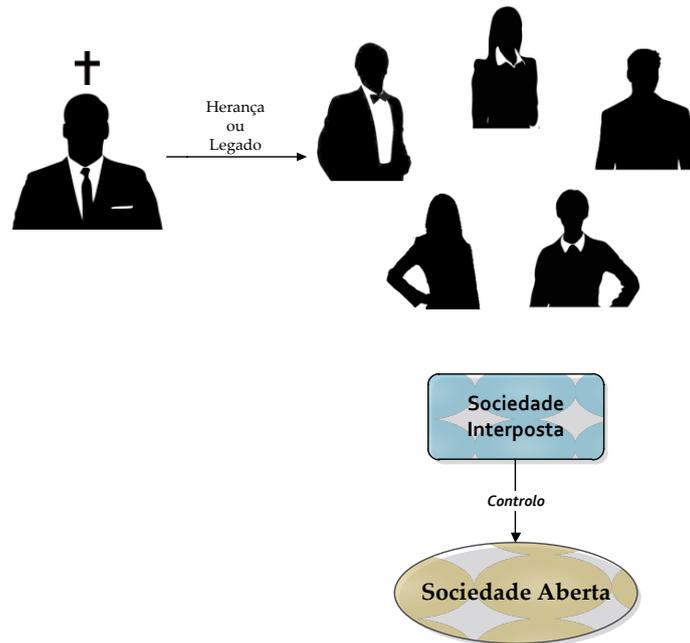


A superveniência de uma pluralidade de sujeitos a um único titular da participação de controlo, como descrito no esquema *supra*, permitir-nos-á concluir que o domínio sobre a sociedade aberta é transferido para os sucessores que, *ex novo*, passam a poder exercê-lo, de forma *conjunta*, embora *indireta* (através da sociedade interposta), operando-se, em consequência, uma alteração *subjéctiva* de controlo.

VI. Poderá contudo suceder que, preexistindo na cadeia de controlo uma sociedade que designámos de *interposta*, nenhum dos sucessores adquira, individual

⁴ Referindo-se à constituição de sociedade interposta como forma de evitar que o controlo de determinada empresa saia do núcleo familiar, FERREIRA LIMA – citado em *A sucessão na empresa familiar: a estrutura de governo e o controlo do capital*, JOÃO CARVALHO DAS NEVES, disponível em <https://www.academia.edu/>, sugere que «...o sócio fundador poderá constituir uma SGPS à qual afecte 51% do capital da sociedade operativa, distribuindo seguidamente o seu património de modo a que o herdeiro que está interessado na continuidade da exploração, detenha a maioria do capital da SGPS. Isto é, o sócio fundador destinará 65% do capital da SGPS ao herdeiro interessado e 17,5% do capital desta sociedade a cada um dos outros dois herdeiros, aos quais caberão ainda os restantes 49% da sociedade operativa (24,5% a cada um)».

ou conjuntamente, o controlo da sociedade aberta, por via da sociedade interposta.



Neste último cenário, em que o controlo não pode ser atribuído a nenhum dos sucessores, poderíamos ser levados a concluir não ter ocorrido qualquer alteração de controlo, não havendo a quem imputar o dever de OPA.

Porém, cremos que esta não pode ser entendida como uma situação de desagregação da posição de controlo, como sucederia se, ao invés de se encontrarem aglomeradas numa só sociedade (interposta), as ações representativas do capital social da sociedade aberta fossem diretamente repartidas, em termos proporcionais, pelos vários sucessores (como vimos suceder *supra*, em 2.2. § III).

Na hipótese que agora analisamos, ao invés do que naquela sucedia, verifica-se que a transmissão sucessória não dissolve a posição de controlo, promovendo a reconfiguração da posição jurídica dos acionistas minoritários da sociedade aberta, que passam assim a estar sujeitos a um novo controlo, aquele que venha agora a ser formado, pela primeira vez, no seio da sociedade que anteriormente se encontrava *interposta* na cadeia de controlo. Sendo, até então, irrelevante a vontade desta quando em confronto com a vontade do *ultimate beneficial owner*, que a dominava, o mesmo não sucederá com a supressão da posição

deste, operada por morte e desacompanhada da sua substituição por outrem que assumira esse lugar.

Importa por isso determinar se esta concreta reconfiguração, constituindo uma efetiva *alteração subjetiva de controle* (pois que habilita que passe a controlar quem antes o não podia fazer), conduz ou não (e, em caso afirmativo, em que momento) à imposição do dever de OPA ao *novo controlador*, protegendo-se a posição jurídica dos acionistas minoritários mediante a atribuição da possibilidade de reponderar a manutenção do seu investimento. É o que analisaremos no ponto seguinte.

3. A interposição de sociedade como modo de dissociação temporal entre imputação de direitos de voto e aquisição de controlo: os seus efeitos

3.1. Enquadramento

I. Descritos que estão vários cenários possíveis de reorganização societária, e antevendo que, entre as suas causas, não será despiciendo encontrar o intuito de promover a transição entre uma situação de controlo instituída, preexistente, e uma situação de controlo a instituir, uma vez suprimida a originária posição de domínio, cumpre aferir a relevância e efeitos jurídicos da interposição de sociedade numa dada cadeia de imputação.

Tomamos assim como objeto de análise a transição entre o cenário descrito *supra*, em 2.1. § I, e o cenário descrito em 2.2. § VI, por via da qual, na sequência de um fenómeno sucessório, o controlo sobre determinada sociedade aberta deixa de estar na esfera de pessoa singular para se passar a situar na esfera de uma sociedade fechada, em cuja estrutura acionista se encontrará uma multiplicidade de pessoas a quem não é imputável, individual ou conjuntamente, uma posição de controlo.

Se, no primeiro momento, haverá que determinar as consequências jurídicas decorrentes da interposição de sociedade, na segunda etapa revelar-se-á necessário aferir os efeitos decorrentes da circunstância de a sociedade anteriormente *interposta* passar a assumir, ela própria e em substituição de pessoa singular, a posição cimeira de uma cadeia de controlo.

Haverá, pois, que compreender o fenómeno da *interposição* de sociedade comercial na cadeia de controlo, sendo neste âmbito particularmente relevante apreender o momento em que se constitui, perceber os motivos subjacentes a essa constituição e extrair as necessárias consequências jurídicas da supressão do *ultimate beneficial owner* originário, identificando, para cada momento relevante, onde se situa o *centro de imputação da vontade juridicamente relevante* a que esteja associado o poder de exercer influência dominante sobre a sociedade. Essencial será que o intérprete não se deixe obnubilar pelo desfasamento temporal em que se poderão

dar por preenchidos os requisitos de que depende a constituição do dever de OPA, não devendo perder-se de vista o método instituído para identificar *alterações de controlo*.

II. Em confronto com o método proposto (*supra*, Parte I, 2.3.) colocaremos uma perspetiva exclusivamente assente em critérios formais ou quantitativos, assim evidenciando os motivos que nos levam a sustentar uma perspetiva que considere igualmente elementos qualitativos e de substância.

De acordo com uma perspetiva *formal*, constituir-se-á no dever de OPA quem, *independentemente de ter ou não adquirido efetivamente a possibilidade de exercer controlo* sobre a sociedade aberta em questão, vê ser-lhe imputável participação qualificada superior a *um terço* (sem lograr fazer prova negativa de domínio) ou *metade* dos direitos de voto (sem que ao caso seja aplicável alguma derrogação). O que então relevaria seria, tão só, a ultrapassagem das fasquias, independentemente da fonte da imputação de direitos de voto e do nexos mais ou menos intenso que a mesma revelaria quanto à suscetibilidade de o participante efetivamente controlar o sentido de certo número de votos.

Partindo da decomposição dos vários momentos relevantes, vejamos quais os resultados que entendemos decorrer da aplicação de ambos os critérios, sem contudo esquecer que uma compreensão integral apenas se almejará mediante um relativo distanciamento em relação a cada um dos específicos estádios de desenvolvimento, perspetivada a questão em termos amplos e abrangentes.

3.2. *Imputação de participação maioritária sem aquisição de domínio*

I. A constituição de sociedade comercial, para a qual determinada pessoa singular venha a transmitir ações correspondentes à maioria do capital social de sociedade aberta, por si direta ou indiretamente detidas, constitui o cenário de *interposição de pessoa coletiva* entre o titular originário do controlo e a sociedade aberta que dele é objeto (cenário descrito em 2.2. § I).

A sociedade interposta adquire, por aquela via, a *titularidade jurídica* das ações, tornando-se *proprietária* das ações-objeto e, em consequência, *acionista* da sociedade aberta, ficando habilitada, em termos jurídico-formais, a exercer os direitos e a cumprir os deveres inerentes àquela qualidade.

Em sede de imputação de direitos de voto, e porque a (aquisição da) titularidade de ações constitui o primeiro dos critérios de *imputação*, previsto no art. 20.º/1, constituir-se-á o dever de a sociedade interposta comunicar ao mercado, para efeitos de *transparência* (art. 16.º), que lhe é imputável participação qualificada *em medida superior a metade dos direitos de voto* no capital de sociedade aberta.

Não sendo admissível recorrer ao art. 187.º/2 para demonstrar não ter a sociedade interposta o domínio da sociedade visada, nem com ela se encontrar em relação de grupo – pois que de tal faculdade dispõe apenas quem ultrapassasse a fasquia de um terço –, uma de duas conclusões seriam de retirar, consoante adotemos uma ou outra das perspetivas em confronto.

II. Adotando uma perspetiva exclusivamente *formal*, concluiríamos que a sociedade interposta fica constituída no dever de OPA por mero efeito da imputação de direitos de voto, *independentemente de não ter adquirido efetivamente a possibilidade de exercer controlo* sobre a sociedade aberta em questão.

O fundamento desta teoria, que PAULA COSTA E SILVA adianta como hipótese interpretativa – mas a que nos parece não aderir necessariamente –, assenta no juízo de que pode muito bem ter sido intenção inconfessada do legislador «*a de impedir que em torno da imputação surjam litígios, cuja apreciação careceria de prova e de resolução por meio de decisão fundamentada*». A invocação de um critério de controlo, formal, rígido e inflexível, assente na mera verificação prévia de imputação a determinado participante de direitos de voto em medida superior às fasquias de um terço ou metade permitiria, porventura, «*impedir a discussão*», facilitando a decisão a tomar pela CMVM, que assim se furtaria a uma «*ponderação casuística da existência de controlo efetivo dos direitos de voto a imputar e da demonstração positiva desse controlo*»⁵.

⁵ PAULA COSTA E SILVA, *A imputação de direitos de voto...*, cit., p. 280.

Nestes termos, existiria controlo não apenas quando alguém, a quem sendo imputáveis direitos de voto em medida superior às referidas fasquias, esteja em condições de exercer sobre determinada sociedade aberta *influência dominante* (art. 21.º/1), mas quando a essa pessoa sejam, *tão só*, imputáveis direitos de voto que determinem uma participação qualificada superior a um terço ou metade dos direitos de voto.

A adoção desta perspetiva formal, respeitando embora exigências de segurança jurídica, poderá afinal revelar-se em perfeita contradição com o fundamento originário da imposição do dever de OPA, porquanto pode conduzir à imposição do referido dever *a quem não tenha ainda adquirido o controlo* – leia-se, a quem, não obstante os resultados da imputação, não se encontre em situação de poder exercer *influência dominante sobre determinada sociedade aberta* (art. 21.º) – e, ao mesmo tempo permitir a eventual desoneração do dever por parte de quem tenha efetivamente ficado investido naquela posição. Teríamos, nestas circunstâncias, um critério para identificação de posições de controlo formalmente inatacável, mas conducente a soluções jurídicas que se quedariam fora do âmbito teleológico do regime da OPA obrigatória e que, por implicarem um pesado “encargo” sobre quem não beneficia de qualquer posição de privilégio, se assumem como evidentemente contrárias à ordem jurídica portuguesa, padecendo de vício de inconstitucionalidade⁶.

Aceitar este resultado como bom significaria, adicionalmente, tomar como aceitável um determinado grau de *esquizofrenia* do regime português da OPA obrigatória, porquanto em convívio com um critério formal e quantitativo teríamos um mecanismo que inegavelmente dele se afasta, para considerar afinal a *suscetibilidade de exercer influência dominante sobre a sociedade* como critério autónomo para imposição do dever de OPA (art. 187.º/2 e 3/b). O critério de identificação de posições de controlo, assente na alegada segurança jurídica, seria apenas aplicável acima de determinada fasquia de imputação de direitos de voto (*metade*), conduzindo à conclusão de que, podendo embora encontrar-se em idêntica

⁶ Como bem evidencia VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, *Delimitação dos votos relevantes...*, cit., pp. 748 a 753.

circunstância de não dispor do poder de exercer controlo sobre determinada sociedade aberta a quem são imputáveis *mais de um terço* e a quem são imputáveis *mais de metade* dos direitos de voto, este último teria necessariamente de cumprir o dever de OPA, por não lhe ser admissível provar perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com esta em relação de grupo.

Segundo cremos, o absurdo desta conclusão não deve tomar-se como um mal necessário, pois que ela representa, afinal, a prova da falência da perspetiva exclusivamente formal como critério para identificação de *i)* alterações de controlo e *ii)* do(s) respetivo(s) obrigado(s) ao cumprimento do dever de OPA. A sua adoção conduziria a tratar de modo diferenciado quem estaria em idêntica situação perante o domínio sobre determinada sociedade aberta, da sua aplicação resultando a imposição de um mecanismo de proteção dos acionistas minoritários (que afinal não o eram), sobre quem nenhum benefício potencial recolheria de uma posição de supremacia de que afinal não dispunha.

De acordo com esta perspetiva, o dever de OPA haveria de se afirmar na esfera da sociedade interposta no momento em que lhe passaram pela primeira vez a ser imputáveis *mais de metade* dos direitos de voto.

Em virtude das fragilidades expostas, cremos que apenas a correta perceção da perspetiva *material* de controlo permitirá afirmar o dever de OPA como verdadeiro mecanismo de proteção dos acionistas minoritários, ao mesmo tempo evitando a sua imposição a pessoa que, não obstante a imputação de direitos de voto que haja de se lhe ser feita para os mais variados propósitos, não se encontra em posição de exercer domínio sobre a sociedade.

III. Na verdade, a sociedade interposta entre o controlador e a sociedade aberta controlada, sendo embora titular de ações que, objetivamente, representam *mais de metade* dos direitos de voto desta, não disporá, ela própria, *do poder de exercer influência dominante* sobre a sociedade aberta.

E isto será assim porque a sociedade interposta tenderá a manifestar, mediante exercício dos direitos de voto, a vontade do acionista que sobre ela exerce controlo, enquanto verdadeiro *beneficiário da participação*.

Em coerência com o que se iniciou por sustentar ser o método de identificação de posições de controlo (supra, Parte I, ponto 2.3.), diga-se agora, perante a situação concreta, que a adoção de uma perspetiva material há de conduzir à conclusão de que, na medida em que a sociedade interposta é, afinal, controlada pelo acionista que *já antes dispunha das ações na sociedade aberta*, mantém-se na esfera deste, e não daquela, o poder de determinar o sentido em que são exercidos os direitos de voto inerentes à participação de controlo.

Em tal cenário, o referido poder haverá de continuar a atribuir-se a quem (já não é acionista, em virtude de manter na sua esfera a possibilidade de sobre ela exercer, indiretamente, *influência dominante* (art. 21.^o).

No caso representado, e contanto que a vontade da sociedade interposta se encontre subjugada à vontade do seu acionista maioritário (ou exclusivo), não lhe poderá em princípio ser atribuída, para efeitos de constituição do dever de OPA, (co)responsabilidade pelo exercício da referida *influência dominante*.

Não obstante o reconhecimento da relevância de situações de *domínio conjunto*, para que o mesmo se afirme há de reconhecer-se autonomia da vontade de cada uma das partes que integram o núcleo de controlo, resultando que a posição de domínio é formada pela concorrência das respetivas vontades⁷.

Neste particular, haverá que ter em consideração que a relação de domínio, relevante para efeitos do Código dos Valores Mobiliários e, como tal, relevante para efeitos de OPA, assenta na indispensabilidade da existência de alguém que

⁷ Assim, não deverão qualificar-se como domínio conjunto as situações «*daquelas empresas cujo capital está paritariamente distribuído por apenas dois sócios mas em que apenas um deles dispõe nela de um poder maioritário de voto – situações em que este último sócio, e apenas ele, se poderá considerar como sendo titular de uma influência dominante na empresa comum*» – o que sucederá «*quando existam divergências entre capital e voto no seio da empresa comum, originadas em virtude de limitações ou privilégios de voto de natureza legal ou estatutária*» –, ou quando, «*em virtude de acordo parassocial concluído entre aqueles sócios, um deles se tenha vinculado a exercer o respetivo direito de voto de acordo com as orientações fixadas pelo outro*», ENGRÁCIA ANTUNES, *Participações qualificadas e domínio conjunto*, Porto, 2000, Pub. Univ. Católica, pp. 78 e 79.

«disponha da maioria dos direitos de voto» (art. 21.º/2/a⁸), não bastando – como em princípio sucederá no caso da sociedade interposta –, que a esta seja imputável uma participação que, vista exclusivamente em termos abstratos e objetivos, se pode dizer (formalmente) *de domínio*, sem que contudo lhe atribua aquele poder.

E porque assim é, casos haverá em que, não obstante a existência inequívoca de imputação de direitos de voto em medida superior a 50% do capital social de sociedade aberta, não se poderá ainda concluir que a mesma atribui ao seu titular o efetivo *poder de disposição* dos correspondentes direitos de voto, dela não resultando, por isso, a possibilidade de exercício da *influência dominante* a que se refere o art. 21.º. Em tais casos, a imputação de 50% dos direitos de voto origina o dever de comunicar ao mercado *participação qualificada* – de cujo comunicado deverá constar informação que permita concluir que os direitos de voto em causa não são efetiva e atualmente controlados pelo participante⁹ – mas não o *dever de lançamento de OPA*.

IV. E tanto assim é que a prática se encarregou, à sociedade, de nos apresentar hipóteses em que a ultrapassagem da fasquia dos 50% não determinou a constituição do dever de OPA, em virtude de se concluir pela inalterabilidade da situação de controlo preexistente.

⁸ Ao contrário do que sustenta MANUEL REQUICHA FERREIRA, *Acordos de aceitação...*, cit., p. 362 – em particular quando refere que «[o] *facto da OPA obrigatória pressupor a existência de uma cessão de controlo não significa que a técnica da imputação de direitos de voto, à qual aquele instituto recorre, se convolve num mecanismo que pressupõe o exercício material e efetivo daquele controlo através, nomeadamente, do controlo do exercício do direito de voto e que, para aferir desse controlo, se lance mão do art. 21.º do Cód.VM*» –, o art. 21.º não pode ser desconsiderado quando em causa esteja a aplicação das regras que disciplinam o regime da OPA obrigatória. De resto, mal se compreenderia que, assentando o dito regime no pressuposto da transmissão ou cessão do controlo, o mesmo fosse afinal alheio à única norma jurídica que prevê, para efeitos do atual Código, o que se deve entender por *relação de domínio*. E ainda que a referência à existência de uma situação de aquisição ou transmissão de controlo não resulte expressa no art. 187.º/1 – ficando-se o legislador pela menção às fasquias percentuais de onde procura extrair a existência de tal situação –, a verdade é que o n.º 2 daquele artigo se refere, de forma inequívoca, às relações de *domínio* ou de *grupo*, cuja concretização se há de precisamente extrair do art. 21.º, no que constitui um contributo interpretativo inestimável quando procuramos afinal a teleologia da imposição do dever de OPA.

⁹ Para o que contribuirá o rigoroso cumprimento dos deveres de identificar a cadeia de imputação (16.º/4) – conquanto da mesma resulte evidente que o titular das ações se encontra sujeito, ele próprio, a um domínio sobre si exercido por outrem – e de identificar o «*facto jurídico em concreto que motiva a imputação*» (art. 2.º/1 do Regulamento da CMVM n.º 5/2008).

Tal sucedeu em casos de reorganização societária intra-grupo, no âmbito das quais – por motivos de fiscalidade, promoção de eficiência ou eliminação de redundâncias –, se promoveram transmissões de ações entre sociedades sujeitas a um domínio comum, assim se redefinindo internamente o titular jurídico-formal das ações representativas de participação de controlo.

Apesar de a participação de controlo passar a estar num novo sujeito, tal não implica qualquer alteração no que respeita à posição e ao poder de que dispunha antes, e continua a dispor depois, o *ultimate beneficial owner*, a quem compete, pela determinação do sentido dos direitos de voto, exercer influência dominante sobre a sociedade.

Nesta circunstância encontram-se, entre outras, as sociedades abertas Sonae SGPS, S.A., Sonaecom SGPS, S.A., Impresa, SGPS, S.A., Jerónimo Martins SGPS, S.A., Mota-Engil Engenharia e Construção, S.A. e Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.¹⁰. Partilham a circunstância de, a determinado momento, as respetivas cadeias de imputação da participação de controlo ter sido reconfigurada, mediante inclusão de uma sociedade a quem antes não era imputável, nos termos do art. 20.º, participação de controlo (em alguns casos, a sociedade interposta foi criada para o efeito), e a quem passa, pela primeira vez, a ser imputável participação em medida superior, na generalidade dos casos, a *metade* dos direitos de voto.

A não imputação do dever de OPA, sem que tal tenha merecido oposição da CMVM, permite-nos concluir que, entre nós, o apuramento das circunstâncias em que aquele dever se deve ter por constituído não desconsidera uma perspetiva *material*, no âmbito da qual necessariamente se atende, com base na ultrapassagem das fasquias a que se refere o art. 187.º/1, ao facto de o participante poder ou não exercer sobre a sociedade aberta «*directa ou indirectamente, uma influência dominante*» (art. 21.º).

A imputação de mais de metade dos direitos de voto é, como não poderia deixar de ser, *condição necessária mas não suficiente* para fundamentar a imposição do

¹⁰ Tal como o demonstram os respetivos comunicados de alteração de participação qualificada, divulgados exclusivamente para efeitos de transparência, em www.cmvm.pt.

dever de OPA, cedendo perante a evidência de à mesma não estar inerente uma efetiva *alteração de controlo*.

V. Constatada a possibilidade de a imputação de participação maioritária se afirmar sem que à mesma corresponda, necessariamente, uma alteração de controlo, cumpre aferir as consequências jurídicas decorrentes da situação diametralmente oposta, em que o participante, a quem já era imputável participação qualificada em medida superior a *metade* dos direitos de voto – sem que se tenha constituído no dever de lançar OPA, nos termos expostos – vem posteriormente a recair numa situação em que *passa a poder* exercer influência dominante sobre a sociedade visada.

A análise desta questão, que abordaremos no próximo e último ponto, constituirá um derradeiro teste ao critério proposto para identificação de situações de mudança de controlo e de onde procuramos retirar a conclusão de que apenas uma conceção material ou substantiva permitirá alcançar soluções consistentes com a razão de ser do regime da OPA obrigatória e compatíveis com a Diretiva das OPAs.

3.3. *Aquisição de domínio sem imputação de participação adicional*

I. O caso paradigmático de aquisição de domínio é aquele em que determinado sujeito, pessoa singular ou coletiva, na sequência de um comportamento ativo, orientado para a obtenção de um resultado desejado, *adquire* ações ou *celebra* acordo que lhe permite determinar (ou codeterminar) o sentido em que poderão ser exercidos os respetivos direitos de voto, em medida superior a um terço ou metade.

A *imputação de direitos de voto* será, em tais circunstâncias, contemporânea do surgimento, na esfera jurídica do adquirente da participação em causa, do *poder de exercer influência dominante* sobre a sociedade, nenhuma dúvida havendo quanto ao momento em que se constitui o dever de OPA.

No entanto, e porque nem sempre haverá simultaneidade entre *imputação* e possibilidade de *exercer influência dominante*, afigura-se necessário determinar o momento relevante – se algum –, para dar por constituído aquele dever.

Vimos já que, se adotássemos uma lógica puramente formal, haveríamos de concluir que, porque a mera interposição de sociedade comercial geraria para esta, *ex novo*, a imputação de mais de metade dos direitos de voto, constituir-se-ia na sua esfera jurídica o dever de OPA¹¹.

Porém, e porque tal representaria impor um tão significativo dever a quem não dispõe (ainda) do controlo, essa solução afirmar-se-ia contrária a regras e princípios de direito Constitucional, contraditória com a Diretiva e não coerente com o regime legal constante dos arts. 187.º/2 e 3¹². Deve, como tal, ser liminarmente recusada.

¹¹ Era de resto essa a solução apresentada por CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Imputação...*, cit., pp. 184 e 185, partidário de uma noção exclusivamente formal de domínio. Ciente de que o problema da interposição de sociedade se agudiza «na situação em que a sociedade detentora da participação na sociedade-alvo vem posteriormente a libertar-se da dependência face ao anterior accionista de controlo, sem incorrer simultaneamente numa situação idêntica face a outro sócio ou grupo de sócios», sustentava que a solução, à luz do atual regime, passa por «...impor o lançamento da OPA no momento inicial da passagem da participação», assim obviando a resultados indesejados e tornando o regime mais eficaz.

¹² Continuando a sustentar uma noção exclusivamente formal de domínio, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO veio recentemente, em *O dever de OPA no quadro das transmissões intra-grupo*, 2016, inédito, no prelo, rever a posição por si anteriormente assumida quanto à problemática das transmissões intra-grupo (e resumida na nota anterior). Motivado pelo caso que toma como mote deste mais recente escrito, vem advogar que a transmissão intra-grupo não deve afinal gerar o dever de OPA para a sociedade transmissária, porquanto da mesma resulta apenas uma *alteração do título de imputação*.

Para chegar a este resultado, ainda dentro da referida conceção exclusivamente formal, sustenta que, no âmbito das *relações de domínio* (art. 20.º/1/b), a imputação gera-se da dominada para a dominante (num sentido *ascendente*), mas também da dominante para toda e qualquer dominada (*i.e.*, num sentido *descendente*). De tal sorte que a transferência de ações entre sociedades irmãs geraria *alteração do título de imputação*, mas nunca OPA.

Esta teoria, assente embora em sólidos alicerces jurídico-formais, encerra em si uma *contradição* (que julgamos insanável), posta de resto em evidência pelo próprio Autor. É que, a entender-se que a imputação de direitos de voto se direciona também em sentido descendente, teria de se concluir estar obrigada a lançar OPA qualquer pequena sociedade que venha, na sequência de uma aquisição, a ser integrada no grupo. Tal situação era de resto descrita pelo referido Autor, em *A imputação...*, cit., p. 185, onde afirmava que, sendo o controlo de uma pequena sociedade adquirido por uma *holding* de um vasto “grupo” empresarial, aquela se teria de «...considerar obrigada a lançar uma OPA sobre as inúmeras sociedades abertas relativamente às quais a holding dispõe de mais de metade dos votos».

Perante a ausência de norma que preveja «...não haver dever de OPA no caso em que os votos de uma pessoa passam a ser imputados pela primeira vez a uma sociedade dela dependente, coisa que ocorre no momento em que a relação de domínio entre ambas se constitui ...», vem agora CARLOS OSÓRIO DE CASTRO a concluir, neste mais recente escrito, ser ainda assim de afastar o dever de OPA pelo simples facto de «...ao longo de

II. Perante a referida dissociação temporal entre imputação de direitos de voto e a constituição de uma nova relação de domínio poderíamos ser levados a concluir pela pura irrelevância da mesma para efeitos de OPA: se a ultrapassagem de alguma das fasquias relevantes é desacompanhada do poder de exercer influência dominante, não se terão por preenchidos os pressupostos de que depende a constituição do dever, pelo que, mesmo que à prévia imputação de direitos de voto venha mais tarde a acrescer a aquisição daquele poder, não será já possível afirmar a sua constituição, por não ter então, neste segundo momento, ocorrido concomitantemente a ultrapassagem de qualquer fasquia a que se refere o art. 187.º/1.

Será fácil concluir que, a admitir-se tal interpretação, o regime da OPA obrigatória seria facilmente contornado pela implementação de mecanismos e esquemas orientados pela dissociação temporal a que começámos por aludir. Os inconvenientes desta solução seriam ainda mais graves do que aqueles que vimos estarem associados ao procedimento formal ou quantitativo, antes descrito, pois que tornariam o regime da OPA obrigatória letra morta: ao titular originário do controlo bastaria então, quando pretendesse promover a sua transferência para terceiro sem espoletar o regime da OPA obrigatória, transferir para aquele as ações a que estivessem inerentes direitos de voto acima das fasquias a que alude o art. 187.º/1, comprometendo-se o transmissário a, durante um determinado período, exercer os direitos de voto em obediência às instruções do primeiro. Com isso, gerar-se-ia imputação de direitos de voto na esfera de ambos, sendo que ao transmissário não

mais de 20 anos nunca a ninguém ocorreu clamar por OPAs em cada ocasião em que uma sociedade passou a ser dependente, directa ou indirectamente, de pessoa que detivesse mais de 50% dos votos em sociedade aberta...».

Tal afirmação, em si mesma incontestável, vem a ser percecionada por aquele Autor como uma incoerência na tese da imputação descendente, tolerada pelos agentes do mercado. Segundo julgamos, porém, o facto de os agentes do mercado não clamarem por OPA nas referidas circunstâncias deve-se não a um qualquer efeito de tolerância, mas à pura e simples rejeição da tese da imputação *descendente* de direitos de voto, a que está inerente uma efetiva mudança de paradigma assente na rejeição de um modelo exclusivamente formal, quantitativo e mecanicista de identificação de relações de domínio para efeitos de OPA. Tal significa afinal que a não imposição do dever de OPA à sociedade que recebe de *sociedade irmã* participação superior a metade dos direitos de voto não se deve à existência de uma mera alteração do título de imputação – pois que não há imputação em sentido descendente nas relações de domínio –, mas à circunstância de não se ter verificado alteração material de controlo, enquanto na cúpula do grupo se mantiver o mesmo controlador.

assistiria, desde logo, o poder de exercer influência dominante, que apenas sobreviria à sua esfera de disponibilidade com o termo do prazo do referido acordo. Nesse momento, porém, nenhuma fatia percentual seria ultrapassada pelo transmissário, embora o controlo se verificasse efetivamente transmitido para quem dele antes não dispunha, e para quem não se encontrava legitimado para o seu exercício.

III. Verificada a falência de duas teses possíveis, cremos restar apenas uma hipótese de atribuir sentido e coerência ao regime da OPA obrigatória, perante a interposição de sociedade e atendendo à dissociação temporal que a mesma promove entre a imputação de direitos de voto e a efetiva aquisição do poder de exercer influência dominante.

*A supressão da pessoa titular do domínio originário (v.g., por morte) faz com que a anterior distinção entre o titular das ações (sociedade interposta e acionista) e o titular da posição de domínio (de cuius) deixe de subsistir*¹³.

É apenas com a morte do titular do domínio – desacompanhada da sua substituição por outra pessoa que assuma idêntica posição –, que aquela passa a poder exercer plenamente e de acordo com os mecanismos de formação e manifestação da sua própria vontade, os direitos inerentes às ações por si detidas, sem sujeição à vontade exógena de um seu acionista de controlo. Só então passará, pois, a *dispor da maioria dos direitos de voto* (art. 21.º/2/a), constituindo-se então – e para efeitos do Código dos Valores Mobiliários – em relação de domínio com a sociedade aberta¹⁴.

E embora aquela sociedade houvesse já informado o mercado – por mero efeito da interposição – sobre a imputação a si mesma de direitos de voto, não

¹³ Recorde-se que era esta distinção que determinava a impossibilidade de impor à sociedade interposta o dever de OPA, por não residir na sua esfera a possibilidade de exercício de influência dominante.

¹⁴ Note-se que a relação de domínio, tal como definida pelo art. 21.º, não se constituía antes, pois à imputação de mais de metade dos direitos de voto não correspondia o poder de exercer influência dominante a que se refere o n.º 1, não se preenchendo igualmente qualquer das previsões do n.º 2 (incluindo a inscrita na al. a, por não corresponder àquela participação o necessário poder de *disposição*).

determinando qualquer alteração na medida da sua participação qualificada¹⁵, verificar-se-á uma inequívoca alteração de controlo.

A sociedade antes interposta passa a assumir a posição cimeira de uma cadeia de controlo¹⁶, surgindo ela própria como o *ultimate beneficial owner* de tal posição¹⁷. Em sequência, o *poder de exercício de influência dominante* sobre a sociedade participada, assim adquirido, vem somar-se à prévia *titularidade* das ações e inerente *imputação* dos correspondentes direitos de voto, verificando-se integralmente preenchidos os requisitos de que depende a constituição do dever de OPA.

É então que se cumula, numa mesma pessoa, *imputação de direitos de voto* (pressuposto *formal*) e *poder de exercício de influência dominante* sobre sociedade aberta (pressuposto *material*), o que determinará, perante a inexistência de legitimação prévia e em face da inaplicabilidade de qualquer exceção legal, a constituição do referido dever.

Note-se, aliás, ser o próprio legislador que manda desatender à imputação de direitos de voto e relevar exclusivamente a *aquisição de posição que permita ao participante exercer influência dominante sobre a sociedade visada*, independentemente da *medida concreta* da sua participação qualificada e mesmo perante o facto de tal poder vir a ser adquirido já depois da primeira imputação de direitos de voto. Assim sucede quando alguém que, tendo ultrapassado a fasquia de um terço dos direitos de voto e provado «*perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com*

¹⁵ Nem sequer uma alteração do título de imputação, pois a titularidade continuaria a ser o título pelo qual tais direitos de voto lhe são imputados.

¹⁶ Ainda que tal decorra de um *non facere*, de uma situação de total passividade, porquanto aquela não compra nem vende ações, não celebra qualquer tipo de acordo nem se coloca em qualquer tipo de relação de onde decorra uma diminuição ou reforço da medida da sua participação qualificada. Trata-se, portanto, de aquisição involuntária de controlo, mas que por esse motivo não obsta à constituição do dever.

¹⁷ O que conduzia CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A imputação...*, cit., pp. 184 e 185, a afirmar que «[n]a vigência do CodMVM, não havia aqui lugar a obrigatoriedade de OPA, fosse no momento em que tal sociedade adquiria a participação (mercê da derrogação introduzida pelo art. 528^o-A, n.º 1, al. e)), fosse na ocasião ulterior em que se tornasse “independente” — não obstante existir, a final, uma modificação do titular do domínio que já não podia qualificar-se como meramente aparente ou formal, a pretexto de que, em última instância, o controlo se mantinha nas mesmas mãos».

À luz do Código dos Valores Mobiliários não poderá deixar de se afirmar essa consequência, pois a autonomização da sociedade interposta faz identificar nela a titular de posição de domínio, sem que seja agora aplicável exceção legal que afaste a exigibilidade de cumprimento do dever.

esta em relação de grupo» (art. 187.º, n.º 2), vier posteriormente a recair numa situação que lhe permita exercer influência dominante sobre a sociedade visada, caso em que o dever de OPA se afigura como exigível¹⁸.

Tal é o que resulta, sem mais, do art. 187.º/3/b, de onde decorre que «[q]uem fizer a prova a que se refere o número anterior fica obrigado (...) a lançar oferta pública de aquisição geral logo que adquira uma posição que lhe permita exercer influência dominante sobre a sociedade visada»¹⁹.

Verifica-se assim ser a própria lei, de forma expressa e inequívoca, a atribuir relevância jurídica à realização *não contemporânea* dos dois pressupostos de verificação cumulativa de que depende a constituição e exigibilidade do dever de OPA, afirmando-o mesmo perante a inexistência de qualquer incremento da participação do sujeito que adquire o controlo²⁰.

A constituição de uma relação de domínio, relevante para efeitos de OPA, ocorrerá, pois, sem necessária alteração na medida da *participação qualificada* imputável ao sujeito controlador, sem que nisso se encontre qualquer contradição lógica ou impedimento jurídico: a imputação dos direitos de voto e a comunicação ao mercado da medida da participação qualificada cumpre, num primeiro momento, o propósito teleológico de promoção da transparência quanto à estrutura acionista de sociedade aberta, informando sobre situação já constituída com potencial impacto *futuro* naquela estrutura, relevante para o posicionamento dos

¹⁸ Assim sucederá, *v.g.*, com o titular de 35% dos direitos de voto que, tendo feito aquela prova mediante demonstração de existir acionista consigo não relacionado, titular de 51% dos direitos de voto, passa a ser o maior acionista na sequência de alienação e dispersão por aquele da participação de 51%.

¹⁹ Cremos que a coerência do nosso sistema jurídico e, em particular, do regime da OPA obrigatória, não admitirá interpretação que não a de idêntico *procedimento* valer em circunstâncias em que, independentemente da fasquia ultrapassada, não chegar o participante a realizar sequer prova negativa de domínio, pelo facto de a mesma não lhe ser exigida (em virtude de não haver dúvidas de que não dispõe, num primeiro momento, do poder de exercer influência dominante sobre a sociedade). Para efeitos de constituição do dever de OPA, relevante será que, em qualquer circunstância, a *aquisição de posição que permita exercer influência dominante sobre a sociedade visada* se afirme perante a imputação (prévia ou contemporânea) de direitos de voto em medida superior a alguma das fasquias a que se refere o art. 187.º/1.

²⁰ Como bem refere JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Ofertas Públicas de Aquisição...*, cit., p. 987, tal dever «pode resultar, quer do aumento da sua participação, quer da diminuição da participação de outro acionista (...), em termos de este deixar de dispor do controlo da sociedade».

demais acionistas no que respeita à manutenção do seu investimento. Com a supressão da posição originária de controlo (e só com essa supressão) introduz-se uma efetiva alteração nas forças internas de poder de influência sobre a sociedade, emergindo nesse momento um *novo* sujeito investido num poder de que antes não dispunha, de exercer influência dominante sobre a sociedade. É essa circunstância que determinará, para efeitos de proteção dos acionistas minoritários, que o novo controlador legitime a sua posição mediante a apresentação de proposta de aquisição das ações detidas pelos demais, a um preço justificado e equitativo.

CONCLUSÕES

1.

Iniciando por salientar a diferença dos interesses que gravitam na esfera de uma *sociedade aberta* e de uma *sociedade fechada*, procurámos daí extrair o fundamento teleológico da imposição do dever de OPA: o recurso à obtenção de capitais junto do público faz emergir a necessidade de mecanismos jurídicos de tutela dos interesses dos investidores, para que, conferindo-lhes adequado grau de segurança, estabilidade e confiança, possam igualmente ser protegidos os interesses da sociedade aberta.

2.

Nesta perspetiva, a sociedade que abre o seu capital ao investimento do público estará voluntariamente a sujeitar-se a um conjunto de regras de proteção dos interesses dos acionistas minoritários, como reverso de junto deles ter obtido os capitais de que considerou necessitar. O dever de OPA passa assim a integrar o complexo de mecanismos jurídicos em que confiam os investidores que respondem afirmativamente ao apelo de investimento lançado pela sociedade (aportando-lhes capitais), salvaguardando que, perante uma alteração superveniente das circunstâncias – em que uma alteração de controlo se concretize –, aqueles terão oportunidade de desinvestir a um preço adequado.

3.

Um dos aspetos que mais vincadamente diferencia *sociedades abertas* e *sociedades fechadas* é o distinto modo de identificação dos direitos de voto que, para variados efeitos, são contados como atribuíveis a determinada pessoa.

As regras de imputação de direitos de voto (constantes do art. 20.º) encontram-se, no âmbito das *sociedades abertas*, funcionalizadas à aferição de deveres de *comunicação de participação qualificada* (art. 16.º) e de *lançamento de OPA obrigatória* (187.º), devendo como tal ser interpretadas, quando em conjugação com as regras que as convocam, em respeito pelos propósitos, teleologia, história ou inserção sistemática dos institutos aos quais se vai aplicar. Aderindo à posição que hoje se afigura como Doutrina dominante – a de entender que os critérios de imputação não

podem valer, nos mesmos termos e com o mesmo sentido, quando em causa esteja a sua aplicação com propósitos tão distintos como sejam a *transparência* e a aferição de *posições de domínio* – procurámos sustentar, no âmbito do regime jurídico da OPA obrigatória, um procedimento interpretativo que, não desconsiderando a confessada intenção do legislador de manter, num único artigo, os critérios de imputação de direitos de voto para (pelo menos) aqueles dois efeitos, ainda assim permitem vir a alcançar resultados que não só se mostram conformes com a razão de ser de cada um dos institutos, como permitirão afastar situações de manifesta inconstitucionalidade, caso houvesse de vingar uma espécie de *interpretação unitária*.

4.

Para aferição dos direitos de voto atribuíveis a determinado sujeito, haverá que recorrer ao art. 20.º. Este, porém, conjugado primariamente com o art. 16.º, dar-nos-á apenas a medida da *participação qualificada*, onde, ao lado de votos efetivamente controlados pelo participante, se incluirão também votos de que ele não dispõe, de que apenas pode vir a dispor, ou até de votos de que nunca virá a dispor.

5.

No âmbito do dever de OPA, o que está em causa é a identificação de situações de domínio sobre determinada sociedade aberta. Tais situações manifestar-se-ão quando, através do controlo de determinado número de direitos de voto, alguém possa sobre a sociedade exercer influência dominante.

6.

Como tal, e porque para efeitos de OPA o que releva é o *poder de voto*, haverá que descortinar, na participação qualificada, os direitos de voto que, por serem efetivamente controlados pelo participante, concorrerão para determinar a conversão daquela *participação qualificada* em *posição de controlo*.

7.

Quando a participação qualificada, assim medida e filtrada, se situe entre um terço e metade dos direitos de voto, presumir-se-á que o participante controla a sociedade, embora este possa elidir aquela presunção, demonstrando não ter o poder de exercer influência dominante. Neste caso, a presumível posição de controlo, a existir, afigurar-se-á necessariamente *conjuntural*, porquanto não fica afastada a possibilidade de um terceiro vir a adquirir participação mais elevada, incluindo em medida superior a metade dos direitos de voto.

8.

Somente quando a participação qualificada, assim medida e filtrada, se situe além de metade dos direitos de voto estaremos em presença de uma posição *estrutural* de domínio, não se admitindo, em coerência com a presunção inilidível do art. 21.º/2/a, prova em contrário.

9.

Os fenómenos sucessórios que promovam a transmissão de ações em número tal que facultem ao sucessor o poder de, mediante o controlo dos inerentes direitos de voto, exercer influência dominante sobre sociedade aberta, são suscetíveis de conduzir a *alterações de controlo*.

10.

Tanto assim é que no anterior Código do Mercado de Valores Mobiliários se previa expressamente uma exceção ao dever de OPA, para os casos de transmissão de ações por herança ou legado.

11.

Hoje, a aquisição de controlo em sequência de processos sucessórios, originando igualmente a constituição do referido dever, não encontra porém exceção legal que obste à exigibilidade do seu cumprimento.

12.

Como resultado, o sucessor que adquire o controlo terá de lançar OPA, ou, em alternativa, recorrer ao mecanismo da suspensão do dever (190.^o), comprometendo-se a por termo à relação de domínio.

13.

Esta conclusão é a única compatível com a Diretiva das OPAs, de onde decorre que quaisquer exceções ao dever quando tenha ocorrido uma alteração de controlo deverão ser *expressamente previstas e especialmente fundamentadas*, assim permitindo aos investidores conhecer previamente o quadro legal em que, ocorrendo alterações de controlo, não lhes será garantida a oportunidade de venda das ações ao novo controlador.

14.

E, segundo cremos, tal resultado também não se afigurará discordante com quaisquer preceitos constitucionais, pois não só não constitui qualquer forma de supressão do direito de transmissão *mortis causa* da titularidade de ações, como não encerra em si mesmo uma qualquer limitação desproporcionada do referido direito de transmissão.

15.

De resto, o direito de propriedade que tenha ações como objeto não pode ser entendido nos mesmos termos em que o é um direito de propriedade incidente sobre qualquer outro objeto, antes devendo ser enquadrado no concreto modo de conformação da *propriedade corporativa*. Nesse âmbito, o dever de OPA não pode ser entendido como uma circunscrição externa e alheia, hétero-imposta, que limita os direitos do acionista, mas antes como elemento integrante do modo de realização do próprio direito de propriedade corporativa.

16.

Mas ainda que assim não se devesse entender, cremos que em tais negócios transmissivos o que verdadeiramente releva não é a transmissão de ações em si

mesma, mas a transferência de uma *faculdade imaterial* que, não integrando o conjunto unitário de direitos e deveres inerentes a cada ação, está antes associado ao controlo de um certo número de direitos de voto que, em concreto, permitem influenciar decisivamente o sentido das deliberações sociais.

17.

Tal faculdade existirá, portanto, não objetivada num determinado conjunto de ações a que seja inerente, mas em função da(s) pessoa(s) que, a cada momento, detenha(m) o número de ações de onde resulte o poder de influência dominante sobre a sociedade, e da concreta legitimidade que tenham pessoalmente obtido para o seu exercício.

Como tal, tratar-se-á de uma faculdade imaterial, existente em função do seu titular (*intuitus personae*), não integrante do objeto ação, e que, não acompanhando com a transmissão, será em si mesmo insuscetível de transmissão sucessória.

18.

Perante esta conclusão, e cientes de que as transmissões sucessórias de controlo não afastam a constituição nem a exigibilidade de cumprimento do dever de OPA, temos assistido a um fenómeno de piramidalização de grupos societários de natureza familiar, como antecâmara da transmissão intergeracional de controlo.

19.

O intuito de destinação *post mortem* do controlo da sociedade aberta começa por se identificar na interposição de sociedade na cadeia de controlo, que ficará dotada dos mecanismos jurídico-formais para, com a supressão do controlador originário (que sobre ela exerce também domínio), assumir ela o poder de exercer influência dominante sobre a sociedade aberta.

Porque a sua introdução na cadeia de controlo tende a deixar, num primeiro momento, inalterada a posição e os poderes de quem já antes dominava a sociedade aberta, a imputação de direitos de voto que para aquela decorra (art. 20.º/1/b) –

mesmo que em medida superior a metade dos direitos de voto na sociedade aberta –, não corresponderá (ainda) à sua identificação como *novus* sujeito ativo de uma *nova* relação de domínio.

20.

É no momento em que a posição originária de controle se suprime (*v.g.*, por morte) que se verificará emergir na esfera desta – exceto se algum dos seus acionistas vier a assumir sobre ela idêntica posição – o *poder de exercer influência dominante* sobre a sociedade aberta, de que antes não dispunha.

21.

A interposição de sociedade promoverá a dissociação temporal entre o momento em que ocorre a *imputação de direitos de voto* – aquando da interposição propriamente dita –, e o momento em que se dá a efetiva *aquisição de controle* – resultado da referida supressão do controlador originário. Tal não deve porém obstar à conclusão de ter ocorrido entre os dois momentos uma *alteração de controle*, devendo ter-se por constituído o dever de OPA em sequência da verificação cumulativa dos dois pressupostos, quantitativo e qualitativo, de que aquele depende.

22.

Subjacente a estas asserções está a adoção de um procedimento de identificação de posições de controle, relevantes para efeitos de OPA, que, ultrapassando um paradigma exclusivamente formal e quantitativo, parte da ultrapassagem de fasquias percentuais, por recurso aos critérios legais de imputação de direitos de voto, para a partir deles depurar as situações de verdadeira disposição dos direitos de voto, suscetíveis de fundamentar *alterações de controle*.

23.

É à luz de um tal procedimento que, perante a aludida dissociação temporal, analisamos os efeitos da *imputação de participação maioritária sem aquisição de domínio* e da subsequente *aquisição de domínio sem imputação de participação adicional* para

concluirmos que no primeiro momento não haverá que impor o dever de OPA à sociedade interposta, em virtude de estar ausente qualquer alteração de controlo; e devendo necessariamente afirmá-lo quando aquela deixe de estar interposta e assuma ela o lugar e os poderes de *ultimate beneficial owner*. E isto será assim mesmo que tenha ocorrido *primeiro* a imputação de direitos de voto, e *depois* a aquisição de posição que permita exercer influência dominante sobre a sociedade visada.

24.

A solução proposta – imposição do dever de OPA à sociedade que venha a somar à prévia imputação de mais de um terço ou metade dos direitos de voto o poder de exercer influência dominante sobre sociedade aberta, e que não pretenda abdicar, via suspensão (art. 190.^o), do exercício efetivo do controlo – afigura-se-nos como a única que permite uma aplicação coerente do método de identificação de posições de controlo, com a feição *substantiva* que julgamos dever ter, em obediência ao postulado na letra dos preceitos e ao espírito que atribuí sentido ao regime da OPA obrigatória. Em causa estará proteger os acionistas minoritários não contra hipotéticas, futuras ou potenciais situações de alteração de controlo, mas em função de concretizações específicas da emergência de tal poder (e dos riscos a ele associados) na esfera jurídica de determinada pessoa.

25.

Sob o pretenso manto da *segurança* jurídica, a adoção de critérios exclusivamente formais para identificar posições de controlo tenderá a afastar-se da razão de ser do regime da OPA obrigatória, para servir os propósitos de quem pretenda afinal garantir um modo seguro de implementar mecanismos jurídico-formais para contornar a aplicação dos deveres em causa, com isso desprotegendo quem passe a estar substancialmente sujeito a uma *nova* relação de domínio e a um *novo* controlador.

EPÍLOGO

I. Quando partimos para este trabalho, inicialmente impulsionados por proveitosas trocas de impressões com o saudoso Mestre Amadeu Ferreira, procurámos isolar-nos de preconceitos e abstrair-nos de conceções formadas. Partimos de mente livre e sem *encomenda*, encontrando na identificação do *problema de direito* o primeiro dos obstáculos a ultrapassar: era necessário convencer a comunidade jurídica de que, à luz do nosso direito positivo, poderia fazer sentido a alegação de que as transmissões sucessórias seriam *insuscetíveis de originar a emergência e a exigibilidade de cumprimento do dever de OPA*. E isto, note-se, mesmo perante a simples verificação de que o atual Código não contém a exceção antes prevista para as aquisições com aquele fundamento. Seria simples, embora pouco avisado, desvalorizar a viabilidade daquela hipótese e dar o tema como um não problema.

Encontrámos conforto para ultrapassar esta dificuldade inicial na verificação de que, partindo de idêntica conclusão, determinados agentes de mercado têm vindo a implementar esquemas com vista à transmissão *mortis causa* de controlo por vias alternativas às transmissões sucessórias, assim procurando evitar a constituição daquele dever.

Tais esquemas, engenhosamente pensados, assentam numa determinada conceção do regime da OPA obrigatória, fora da qual as soluções gizadas não encontram sentido nem coerência. A essa luz, percebemos que o verdadeiro problema jurídico não se encontra nas transmissões sucessórias ou em quaisquer seus sucedâneos, mas verdadeiramente no modo de compreender e aplicar o regime da OPA obrigatória, do qual afinal dependerá não só a solução a aplicar aos casos referidos, como a identificação do procedimento aplicável a qualquer outra situação de alteração de controlo, independentemente do facto jurídico que a determine.

Assim, tomando como mote a problemática das transmissões sucessórias – às quais andam usualmente associadas, pela sensibilidade do tema, fortes crenças e convictas conceções do modelo familiar e sucessório que cada um de nós entende

dever vingar, desde logo na sua própria família –, procurámos transcender o âmbito restrito da sua aplicação para, orientados primacialmente pela razão de ser do regime da OPA obrigatória, identificar o método que entendemos dever ser seguido para desvendar *alterações de controlo*.

II. Em sede de *política legislativa*, entendemos ser salutar questionar se a opção de não diferenciar as aquisições de controlo que tenham origem em *fenómenos sucessórios* corresponde aos melhores interesses do mercado de capitais português.

Se, por um lado, a ausência de tal exceção pode representar um sério desincentivo à criação de estruturas empresariais de natureza familiar, com vocação de perpetuidade intergeracional e de abertura ao mercado de capitais, por outro, a sua previsão poderia ditar, à partida, a ausência de apetência para os investidores suportarem o risco de a condução do negócio poder repentinamente passar para uma geração menos apta a dar-lhe a sequência desejada.

Por variadas circunstâncias, porém, não nos é possível avançar numa perspetiva de *direito a constituir*. Adiantamos apenas que a (re)introdução de uma tal exceção legal não poderia em circunstância alguma evitar uma profunda análise sobre o estágio de desenvolvimento atual do nosso mercado, o grau de (i)maturidade das empresas (em especial as familiares), bem como a transparência, a credibilidade e o nível de profissionalização e excelência das práticas de governo naquelas instituídas. E haveria que, nesse âmbito, ter bem presentes as estruturas complexas e de interdependência entre sociedades pertencentes a um mesmo grupo e os perigos associados à confusão entre as esferas societária e familiar, postos em evidência por casos hoje bem presentes na nossa memória coletiva.

BIBLIOGRAFIA

ABREU, MIGUEL CANCELA DE

- *Private benefits of control – Do aproveitamento pessoal do controlo societário*, DSR, março 2016, ano 8, vol. 15

ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE

- *OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, IVM, 2013
- *O Código dos Valores Mobiliários e o Sistema Jurídico*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, abril de 2000
- *Contratos IV*, Almedina, 2014

ANTUNES, ENGRÁCIA

- *Participações qualificadas e domínio conjunto*, Porto, 2000, Pub. Univ. Católica

BARRY, SEBASTIAN, BRACHT, HANNES e CASPER, MATTHIAS

- *Agreements on voting conduct in the election of the supervisory board (Aufsichtsrat) – a case for a mandatory offer? Case Note – The Ruling of the Regional Appellate Court Munich (OLG München) of 27 April 2005 – 7 U 2794/04, ZIP 2005, 856*, in German Law Journal, vol. 6, n.º 12, 2005, p. 1814, disponível em: <http://www.germanlawjournal.com/volume-06-no-12/>

BIANCHI, MARCELLO, BIANCO, MAGDA e ENRIQUES, LUCA,

- *Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy*, atualizado em janeiro de 2010 e disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=293882>, ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.293882>.

CÂMARA, PAULO

- *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª Edição, Almedina, 2011
- *As operações de saída do mercado*, in IDET, n.º 2, Almedina, 2004
- *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, abril de 2000

CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE

- *O dever de OPA no quadro das transmissões intra-grupo*, 2016, inédito, no prelo
- *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 7, abril de 2000

- *Os casos de obrigatoriedade do lançamento de uma oferta pública de aquisição, in Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários, Edifisco, 1992*

CMVM

- *Relatório Final da Consulta Pública n.º 11/2005 sobre o Anteprojecto de Diploma de Transposição da Directiva das OPA, disponível em www.cmvm.pt*

COELHO, PEREIRA

- *Direito das sucessões, Universidade de Coimbra, 1992*
- *Direito das Sucessões, Lições ao Curso de 1973-1974*

COMISSÃO EUROPEIA

- *Relatório da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões sobre a aplicação da Directiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição (disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0347&qid=1439976645186&from=PT>)*

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES

- *OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização, em RDS, Ano III (2011), n.º 4*

DIAS, RUI PEREIRA

- *Responsabilidade por exercício de influência sobre a administração de sociedades anónimas, uma análise de direito material e direito de conflitos, Almedina, 2007*

FERREIRA, JULIANO

- *Excepções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição, in DSR, ano 3, vol. 6, outubro 2011*
- *Atuação em concertação entre acionistas – O modelo português de supervisão, in DSR, Ano 6 - Volume 12, Almedina, outubro de 2014*
- *OPA derogatória - A derrogação do dever de lançamento de OPA com fundamento no prévio lançamento de OPA voluntária: momento em que deve ser apreciada e requisitos de que depende, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, 2016, no prelo (Co-Autoria com SALGADO, DOMINGOS)*

FERREIRA, MANUEL REQUICHA

- *O dever de lançamento de OPA nos casos de sucessão mortis causa*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VI (2014) – n.º 1, Almedina
- *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*, Almedina, 2015

HOPT, KLAUS

- *European takeover reform of 2012/2013 - time to re-examine the mandatory bid*, in *European Business Organization Law Review* (2014), disponível em <http://ssrn.com/abstract=2553998>

HU, HENRY T.C. e BLACK, BERNARD

- *Empty voting and hidden ownership: taxonomy, implications, and reforms* (2006, revisto em 2008)
- *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership* (2006, revisto em 2008), disponíveis em http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=128331

JÚDICE, JOSÉ MIGUEL, ANTAS, MARIA LUÍSA, FERREIRA, ANTÓNIO ARTUR E PEREIRA, JORGE BRITO

- *Ofertas públicas de aquisição - legislação comentada*, *Semanário Económico*, 1992

MARCCUS PARTNERS

- *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*, disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm (em colaboração com o Centro de Estudos de Política Europeia (junho de 2012))

MARKWARDT, KARSTEN

- *“Diskussionsbericht zu den Referaten „Acting in Concert“ von Casper und Pentz”*, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2003

MARTINS, ALEXANDRE DE SOVERAL

- *Governança das empresas familiares em Portugal. Algumas notas sobre as sociedades por quotas*, in *DSR*, ano 8, vol. 15, Almedina, março de 2016
- *«Pais, filhos, primos e etc., Lda»: as sociedades por quotas familiares (uma introdução)*, in *DSR*, ano 5, vol. 10, Almedina, outubro 2013
- *Cláusulas do Contrato de Sociedade que Limitam a Transmissibilidade das Acções*, Almedina, 2006

MARTINS, JOSÉ FAZENDA

- “Operações sobre instrumentos derivados, imputação de direitos de voto e contrapartida da oferta pública de aquisição, in Estudos em memória do Professor Doutor Paulo Sendin, Universidade Católica Editora, 2012

MUCCIARELLI, FEDERICO

- *Le offerte pubbliche d’acquisto e di scambio*, Giappichelli Editore, Torino, 2014

NEVES, JOÃO CARVALHO DAS

- *A sucessão na empresa familiar: a estrutura de governo e o controlo do capital*, disponível em <https://www.academia.edu/>

NEVES, VÍTOR PEREIRA DAS

- *A natureza transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários*, in Estudos comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, Almedina, 2008
- *Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e de exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição*, in Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, Volume I, Almedina, 2011

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE

- *OPA obrigatória e controlo indireto*, in Revista de Direito das Sociedades, Ano IV (2012) – n.º 3, Almedina

RESENDE, JOÃO MATTAMOUROS

- *A imputação de direitos de voto no mercado de capitais*, Universidade Católica, 2010

SANTOS, HUGO MOREDO

- *Transparência, OPA Obrigatória e imputação de direitos de voto*, Coimbra Editora, 2011

SOUSA, CAPÊLO DE

- *O direito geral de personalidade*, Coimbra Editora, 1995
- *Lições de direito das sucessões*, vol. I, 2000, Coimbra Editora, 4.ª ed. revista e atualizada

SILVA, JOÃO CALVÃO DA

- *Suspensão do dever de lançamento de OPA*, in Estudos Jurídicos [Pareceres], Almedina, 2001

- *Ofertas Públicas de Aquisição (Regime Europeu e Português)*, in Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Jorge de Figueiredo Dias, Vol. IV, Coimbra Editora, 2010

TAVARES, DIOGO

- *Alterações de Controlo em Sociedades Abertas e o Dever de Lançamento de OPA*, in DSR, ano 7, vol. 13, março 2015

SANTOS, FILIPE MATIAS

- *Divulgação de informação privilegiada*, Almedina, 2011

SILVA, JOÃO SOARES DA

- *Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 26, abril de 2007

SILVA, PAULA COSTA E

- *A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição*, in Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira, Almedina, 2007

VAROTTIL, UMAKANTH

- *Comparative Takeover Regulation and the Concept of 'Control'*, novembro de 2015, in *Singapore Journal of Legal Studies*, p. 208, disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2695703>

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE

- *Concertação de Accionistas, Exoneração e OPA Obrigatória em Sociedades Abertas*, in DSR, ano 2, vol. 3, março 2010

VENTURA, RAÚL

- *Ofertas públicas de aquisição e de venda de valores mobiliários*, Separata da Revista da Faculdade de Direito, 1992

WYMEERSCH, EDDY

- *A New Look at the Debate About the Takeover Directive* (março de 2012), Ghent University, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-05. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1988927> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1988927>, mais recentemente consultado em fevereiro de 2016.

SCHNEIDER, UWE

- Acting in concert: Vereinbarung oder Abstimmung über Ausübung von Stimmrechten?, Vol. 36, n.º 3, 2007

DECISÕES JUDICIAIS

- Sentença do Tribunal de Pequena Instância Criminal de Lisboa (2.º Juízo, 1.ª Secção) de 30/11/2010 que confirmou a decisão condenatória da CMVM, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/ContraordenacoesECrimesContraOMercado/Documents/Sentença%20Tâmega.pdf>
- Acórdão do Tribunal Constitucional 491/02

ÍNDICE

<i>DECLARAÇÃO DE COMPROMISSO ANTI PLÁGIO</i>	<i>I</i>
<i>DEDICATÓRIA</i>	<i>ii</i>
<i>AGRADECIMENTOS</i>	<i>iii</i>
<i>MODO DE CITAR E OUTRAS CONVENÇÕES</i>	<i>iv</i>
<i>LISTA DE ABREVIATURAS</i>	<i>v</i>
<i>RESUMO</i>	<i>vi</i>
<i>ABSTRACT</i>	<i>vii</i>
<i>PRÓLOGO</i>	<i>VIII</i>
APRESENTAÇÃO DO PLANO E INDICAÇÃO DA SEQUÊNCIA	1
PARTE I – O DEVER DE LANÇAMENTO DE OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO	5
1. Abertura do capital ao investimento do público como fundamento de transfiguração da natureza jurídica da sociedade	7
2. Sociedade aberta e imputação de direitos de voto: da comunicação de participações qualificadas ao lançamento de oferta pública de aquisição	12
2.1. <i>A plurifuncionalidade das regras de imputação de direitos de voto</i>	12
2.2. <i>O domínio efetivo como pressuposto do dever de OPA</i>	16
2.3. <i>O método de identificação de alterações de controlo</i>	22
PARTE II - AQUISIÇÃO DE CONTROLO POR VIA SUCESSÓRIA	33
1. Enquadramento	35
2. O fenómeno sucessório como causa de alteração de controlo	36
3. As transmissões sucessórias no contexto das exceções ao dever de OPA	42
3.1. <i>Panorâmica de direito nacional</i>	42
3.2. <i>As exceções na Diretiva das OPAs</i>	46
4. As transmissões sucessórias no contexto jurídico-constitucional português	50

PARTE III – TRANSMISSÃO INTERGERACIONAL DO CONTROLO NO ÂMBITO DE GRUPOS SOCIETÁRIOS DE NATUREZA FAMILIAR.....	61
1. Enquadramento.....	63
2. A piramidalização dos grupos societários de natureza familiar como antecâmara da transmissão de controlo.....	66
2.1. <i>O pressuposto da preexistência de participação de controlo já legitimada</i>	<i>66</i>
2.2. <i>O intuito de destinação post mortem do controlo da sociedade interposta</i>	<i>67</i>
3. A interposição de sociedade como modo de dissociação temporal entre imputação de direitos de voto e aquisição de controlo: os seus efeitos	75
3.1. <i>Enquadramento.....</i>	<i>75</i>
3.2. <i>Imputação de participação maioritária sem aquisição de domínio.....</i>	<i>76</i>
3.3. <i>Aquisição de domínio sem imputação de participação adicional</i>	<i>83</i>
CONCLUSÕES	91
EPÍLOGO	101
BIBLIOGRAFIA.....	103
ÍNDICE	111