



INSTITUTO  
UNIVERSITÁRIO  
DE LISBOA

---

As Ofertas Públicas de Aquisição (OPA's): breves considerações

André dos Santos Pereira Dias Oliveira

Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho

Orientador:

Professor Doutor Luís Vasconcelos Abreu, Professor Auxiliar no  
ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

Outubro, 2023



CIÊNCIAS SOCIAIS  
E HUMANAS

---

Departamento de Economia Política

As Ofertas Públicas de Aquisição (OPA's): breves considerações

André dos Santos Pereira Dias Oliveira

Mestrado em Direito das Empresas e do Trabalho

Orientador:

Professor Doutor Luís Vasconcelos Abreu, Professor Auxiliar no  
ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

Outubro, 2023

## **Agradecimentos**

A realização da presente dissertação não seria possível sem o acompanhamento dos Professores Luís Vasconcelos Abreu e Luís Guilherme Catarino, a quem agradeço a mentoria.

Agradeço também à Dra. Maria João Barbeitos e à Biblioteca da CMVM por me terem facultado acesso a bibliografia pertinente para a conclusão deste trabalho.



## Resumo

A presente dissertação versa sobre a oferta pública de aquisição (OPA), as alterações ao Código dos Valores Mobiliários (C.V.M.) - nomeadamente a supressão da figura da sociedade aberta -, a conformação do Direito dos valores mobiliários e as rendibilidades extranormais geradas durante o processo de OPA.

Reflete-se igualmente sobre a regulação nacional e europeia aplicável às OPA, o relatório da OCDE sobre a captação de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) e o ambiente de incentivo à concentração de empresas presente no PRR e na Estratégia Portugal 2030.

Os princípios de boa governação e os deveres de *compliance* e *full disclosure* são vetores incontornáveis do atual Direito dos valores mobiliários.

O Direito Financeiro é permeável à influência política. O Regulador independente – nacional e comunitário - tem o poder de emitir regulamentos e atos interpretativos importantes para a ponderação dos interesses dos participantes e do mercado e de colmatar as lacunas do legislador.

**Palavras-Chave:** Direito dos valores mobiliários; F&A; OPA; Regulação; Transparência



## Abstract

This paper deals with takeover bids, the changes to the Portuguese Securities Code (C.V.M.) - namely the abolition of the public company figure (*Sociedade Aberta*) -, the conformation of securities law and the extranormal returns generated during the takeover bid process.

It also looks at the national and European regulations applicable to takeover bids, the OECD report on attracting Foreign Direct Investment (FDI) and the incentive environment for the concentration of companies in the PRR and the Portugal 2030 Strategy.

The principles of corporate governance and the duties of compliance and full disclosure are unavoidable vectors of current securities law.

Financial law is permeable to political influence. The independent regulator - national and EU - has the power to issue regulations and no-action letters that are important for weighing up the interests of participants and the market, and to make up for the legislator's shortcomings.

**Keywords:** Securities law; M&A; Takeover bids; Regulation; Transparency



## Índice

Resumo .....	v
Abstract .....	vii
Glossário de Siglas.....	xi
Introdução.....	1
1. A Oferta Pública de Aquisição (OPA).....	3
1.1 Conceito .....	3
1.2 Evolução .....	4
1.3 Processo .....	4
1.4 Medidas anti-OPA .....	7
1.5 Imputação de direitos de voto .....	9
1.6 A OPA concorrente.....	11
1.7 A Aquisição Potestativa (OPA Potestativa).....	13
2 Regime Aplicável .....	15
2.1 Autorregulação.....	15
2.2 Fontes Nacionais (C.R.P., C.V.M., regulamentos).....	15
2.2.1 C.V.M. Revisto pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro .....	16
2.2.1.1 A supressão da figura da Sociedade Aberta.....	18
2.3 Fontes Europeias (Diretivas) .....	21
2.3.1 Diretiva das OPA 2004.....	22
2.3.2 Diretiva da Transparência 2004 .....	24
2.3.3 Diretiva dos Acionistas 2007 – Direitos e Responsabilidades dos acionistas.....	25
3. Os Princípios de <i>Corporate Governance</i> .....	29
4. Abuso de informação privilegiada.....	31
5. O preço justo na Aquisição Potestativa.....	35
6. Prémio de controlo.....	37
6.1 A reação dos mercados de capitais aos anúncios de OPA's em Portugal.....	39
7. Regulação .....	41

7.1 O impacto da regulação no investimento internacional em Portugal .....	41
7.2 Prioridades Estratégicas de Portugal .....	43
7.2.1 O PRR.....	43
7.2.2 Estratégia Portugal 2030 .....	44
8. A regulação mobiliária multinível em Portugal .....	47
Conclusão .....	51
Fontes.....	53
Bibliografia .....	55

## **Glossário de Siglas:**

art. : artigo

al. : alínea

AC: Autoridade da Concorrência

CódMVM: Código do Mercado de Valores Mobiliários

CESR: *The Committee of European Securities Regulators* / Comité Europeu de Reguladores

CMVM: Comissão dos Mercados dos Valores Mobiliários

CP: Código Penal

CRP: Constituição da República Portuguesa

CSC: Código das Sociedades Comerciais

C.V.M.: Código dos Valores Mobiliários

DdA: Diretiva dos Acionistas 2007 (Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de julho de 2007)

DdOPA: Diretiva das OPA's 2004 (Diretiva 2004/25/EC do Parlamento e do Conselho de 21 de abril de 2004)

DdT: Diretiva da Transparência 2004 (Diretiva 2004/109/CE do Parlamento e do Conselho de 15 de dezembro de 2004)

EEE: Espaço Económico Europeu

EM: Estado Membro

ESMA: *European Securities and Markets Authority*/ Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados  
F&A: Fusões e Aquisições

IAS: *International Accounting Standards*/ Métodos Contabilísticos Internacionais

IDE: Investimento Direto Estrangeiro

LC: Lei da Concorrência ( Lei n.º 19 / 2012 de 8 de maio)

NREP: Novo Regulamento Europeu relativo ao Prospeto (Regulamento 2017/1129 da UE de 14 de junho de 2017) PRR: Plano para a recuperação e resiliência

ob. cit. : obra citada

OCDE: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OPA: Oferta Pública de Aquisição

RAM: Regulamento Abuso de Mercado (Regulamento 596/2014 da UE de 16 de abril de 2014)

ss. : seguintes

SGPS: Sociedade Gestora de Participações Sociais

STRI: *OECD Services Trade Restrictiveness Index*/ Índice de Restrição no Comércio em Serviços

UE: União Europeia

WpÜG: *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*

## Introdução

A presente dissertação é elaborada no âmbito do Mestrado em Direito do Trabalho e das Empresas com especialização na área de Direito das Empresas, e versa sobre a temática da oferta pública de aquisição (OPA), internacionalmente conhecida como *takeover*.

O estudo que se inicia visa apresentar, de forma sumária, os principais pontos alusivos à OPA – conceito, fontes, processo, OPA concorrente, OPA potestativa e o abuso de informação privilegiada.

A propósito das fontes da OPA incide-se em detalhe sobre a harmonização europeia e a revisão do C.V.M..

Depois dos principais pontos explora-se alguns temas conexos à OPA que nos suscitaram especial interesse – o prémio de controlo, a reação dos mercados aos anúncios de OPA, a regulação mobiliária, o investimento estrangeiro e as prioridades estratégicas do País.



## 1. A Oferta Pública de Aquisição (OPA)

### 1.1 Conceito<sup>1</sup>

As ofertas públicas de aquisição (OPA's) são propostas dirigidas ao público tendo em vista a aquisição de valores mobiliários<sup>2</sup>.

A oferta pública de aquisição (OPA) – voluntária - configura-se como uma “técnica de concentração do controlo nas mãos do oferente” (Paulo Câmara)<sup>3</sup>, que representa o tratamento paritário entre os destinatários e, em geral, um fator de eficiência.

São estas as virtualidades económicas das OPA's, as quais explicam a subida de preços que a OPA geral normalmente acarreta.

A OPA em sentido restrito é a oferta que pressupõe uma contrapartida em dinheiro, em oposição ao que sucede na oferta pública de troca.

A OPA qualifica-se como geral quando visa o universo das ações e dos valores mobiliários emitidos pela sociedade visada. O respetivo objeto da oferta parcial é mais circunscrito que o da oferta geral. A classificação tem importância, nomeadamente no que às OPA's obrigatórias diz respeito, as quais são necessariamente gerais, por força do disposto no art. 187.º / 1 do Código dos Valores Mobiliários (C.V.M.)<sup>4</sup>.

É obrigatória a OPA cujo lançamento surja em cumprimento de imposição legal (v. art. 187.º C.V.M.), ao contrário da OPA voluntária, cuja decisão do oferente não é condicionada por lei.

A OPA obrigatória tem por função defender os investidores.

O objeto das OPA's obrigatórias é a totalidade das ações e de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição (187.º / 1 / 2ª parte C.V.M.). Nas OPA's voluntárias não há sujeição a requisitos legais quanto ao preço ou número de ações (177.º e 173.º C.V.M., *a contrario*).

---

<sup>1</sup> Paulo Câmara, “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 604-605; A. Barreto Menezes Cordeiro, “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 367; Hugo Moredo Santos “Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto”, 165-174; António Pereira de Almeida, “Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Volume II – Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados”, 293-296

<sup>2</sup> Para o conceito de “valor mobiliário”: António Pereira de Almeida, ob.cit., 10-15

<sup>3</sup> Paulo Câmara: ob. cit., 605-607

<sup>4</sup> “tem o dever de lançar imediatamente oferta pública de aquisição *sobre a totalidade* das ações e de outros valores mobiliários (...)”.

## 1.2 Evolução<sup>5</sup>

A OPA surgiu regulada no Reino Unido no *City Code on Takeovers and Mergers* – emitido pelo *Takeover Panel* - em 1968, após se identificar que as sociedades não estavam a ser eficientemente dirigidas, o que as tornava mais vulneráveis em relação à OPA (*takeover*) hostil, em que existia desacordo entre o oferente e a administração da sociedade visada pela oferta.

Nos Estados Unidos (EUA), a era moderna da regulação federal sobre OPA's (*takeovers*) surgiu no mesmo ano de 1968, quando o Congresso aprovou o *Williams Act* como um aditamento ao *Securities Exchange Act* de 1934.

Em Portugal, a Comissão dos Mercados dos Valores Mobiliários (CMVM) é criada pelo Código do Mercado de Valores Mobiliários (Cód.M.V.M.), aprovado pelo Decreto-Lei n.º142-A/91, de 10 de abril. Do Cód.M.V.M. ao C.V.M., o intuito é “simplificar, flexibilizar, modernizar e internacionalizar”.<sup>6</sup>

A CMVM é uma pessoa coletiva de direito público dotada de autonomia administrativa e financeira, com as atribuições previstas nos termos do art. 353º / 1 / als. a) e b) do C.V.M. e do seu estatuto, aprovado pelo Decreto-Lei n.º5/2015. A CMVM visa a promoção do mercado dos valores mobiliários e de outros instrumentos financeiros, exercendo funções de regulação e supervisão. Apesar da sua autonomia e independência (358.º / al. f) C.V.M.), os seus órgãos são nomeados pelo Governo.

## 1.3 Processo<sup>7</sup>

O processo de OPA inicia-se com a divulgação do anúncio preliminar (175.º - 176.º C.V.M). Segue-se o relatório preparado pelos membros do órgão de administração da sociedade visada (181.º C.V.M.).

Depois, dá-se o registo na CMVM (114.º-115.º, 179.º C.V.M.).

O registo é requerido à CMVM no prazo de 20 dias após publicação do anúncio preliminar (175.º / 2 / al. b) C.V.M.) O prazo para o registo ou a sua recusa é de 8 dias (118.º / 1 C.V.M.). O prazo da oferta varia entre 2 a 10 semanas (183.º C.V.M.) consoante as suas características; a defesa dos interesses dos destinatários e do emitente; e as exigências do funcionamento do mercado (125.º / C.V.M.).

O processo termina com a divulgação de resultados. O resultado é imediatamente apurado e publicado – pelo intermediário financeiro ou por sociedade gestora de mercado regulamentado - através do sistema informático de difusão de informação acessível ao público<sup>8</sup> (127.º / 1 / als. a) e b); 367.º C.V.M.).

<sup>5</sup> Paulo Câmara, ob. cit, 36-55, 270-289, 600-604; A. Barreto Menezes Cordeiro, ob. cit, 54-57; António Pereira de Almeida, ob. cit., 261-262, William Magnuson “*Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach*”, 213

<sup>6</sup> Ponto 1 / parte final, do preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99 de 13 de Novembro, que aprova o C.V.M.

<sup>7</sup> Paulo Câmara, ob. cit., 610-635, 642; A. Barreto Menezes Cordeiro, ob cit., 367-370;; António Pereira de Almeida, ob. cit., 296-308

<sup>8</sup> Disponível em <https://www.cmvm.pt/PIInstitucional/> .

O legislador prevê no art. 367.º / 3 C.V.M. que o acesso ao sistema seja feito a partir do ponto de acesso eletrónico

Na fase preparatória da oferta a entidade oferente está sujeita a deveres de segredo até à publicação do anúncio preliminar (174.º C.V.M.), face ao risco de abuso de informação privilegiada<sup>9</sup> (378.º C.V.M.). A publicação do anúncio preliminar, como visto infra<sup>10</sup>, comporta um potencial considerável para alterar as cotações das sociedades oferente e visada, pelo que a discricção na fase preparatória é necessária, de modo a evitar perturbações precoces no mercado.

O anúncio preliminar não dispensará a publicação de prospeto (176.º-A C.V.M.) – quando se trate de ofertas que requerem prospeto<sup>11</sup> - servindo antes para prevenir assimetrias informativas<sup>12</sup>. Este primeiro anúncio (preliminar) é de cumprimento imediato<sup>13</sup>, o que parece conflitar com o dever de guardar segredo, e o C.V.M. não é claro quanto à conjugação entre um e outro dever. Paulo Câmara<sup>14</sup> defende que o dever de informação não se constitui até estar determinado o preço, à semelhança do que a jurisprudência nos Estados Unidos tem decidido (*price and structure test*)<sup>15</sup>.

Visto que as OPA's representam normalmente uma operação de concentração é necessário proceder a notificação prévia à Autoridade da Concorrência (AC) nos termos do art. 37.º / 1 da Lei n.º19/2012, de 8 de Maio – Lei da Concorrência (LC). A operação é ineficaz sem a decisão de não oposição da AC. (art. 40.º LC).

O anúncio preliminar limita-se aos elementos essenciais prescritos pelo art. 176.º C.V.M.. O seu efeito é o de vincular o oferente a lançar a oferta (175.º / 2 / al. a) C.V.M.), em termos não menos favoráveis que os constantes neste primeiro anúncio, tratando-se de uma proibição legal. No entanto, será pacífico que se proceda, em momento seguinte, a uma melhoria das condições, desde logo no que respeita à contrapartida da oferta. Note-se que após o registo da oferta (128.º C.V.M.) apenas havendo alteração “imprevisível e substancial” das circunstâncias a modificação poderá ser justificada.

Ao anúncio preliminar segue-se o dever de elaborar um relatório sobre a oportunidade e as condições da oferta, a cargo do órgão de administração da sociedade visada (181.º C.V.M.). Trata-se de um “dever de conteúdo triplo” (Paulo Câmara)<sup>16</sup>, devendo os administradores da sociedade visada: (1) preparar o relatório, (2) proceder ao seu envio à CMVM e ao oferente e (3) divulgá-lo publicamente.

---

européu da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA); à data, tal ponto de acesso eletrónico à ESMA ainda não existe.

<sup>9</sup> v. ponto 4

<sup>10</sup> v. ponto 5.1

<sup>11</sup> As OPA's lançadas a sociedades não cotadas não requerem prospeto – v. art. 109.º / 1 /al. a) C.V.M. , arts. 1.º / n.º4 ; 3.º e 25.º do Novo Regulamento Europeu relativo ao Prospeto (Regulamento 2017/1129 da UE de 14 de junho de 2017)

<sup>12</sup> v. pontos 2.3.2 e 4

<sup>13</sup> (175.º / 1) “Logo que tome a decisão de lançamento (...) procedendo *de imediato* à respetiva publicação”.

<sup>14</sup> Paulo Câmara, ob. cit., 613-614

<sup>15</sup> Thomas Lee Hazen “*Treatise on the Law of Securities Regulation*”, St. Paul Minn. (1995), 307-308, apud Paulo Câmara, ob. cit., 614

<sup>16</sup> Paulo Câmara, ob. cit., 618-622

O prazo de 8 dias para a elaboração e envio do relatório conta-se a partir da receção do projeto de prospeto (181.º / 1 C.V.M.). O incumprimento do dever de apresentação e divulgação do relatório é sancionável com contraordenação grave (393.º / 4 / al. d) C.V.M.). Esta peça documental não consubstancia um direito de defesa verbal da administração, sendo sim uma imposição informativa, tutelando o 181.º C.V.M. os investidores e as outras partes interessadas (*stakeholders*)<sup>17</sup>.

O conteúdo mínimo do relatório é prescrito por lei, no art. 181.º / 2 C.V.M. (“contém um parecer autónomo e fundamentado sobre, pelo menos”).

É comum, mesmo que não obrigatório, que o relatório seja precedido de um estudo preparado por um banco de investimento sobre a contrapartida proposta, com base na análise externa de consultores financeiros independentes (*fairness opinions*).

Relativamente ao disposto no art. 180.º / 2 e 3 C.V.M., a propósito das *aquisições realizadas na pendência da oferta*, estas são imputadas no cálculo da quantidade mínima que o adquirente se propõe adquirir e, se efetuadas acima do valor da contrapartida, conduzem à revisão em alta desta para um preço não inferior ao preço mais alto pago naquelas aquisições.

Estas aquisições<sup>18</sup> devem ainda satisfazer exigências de informação, desde logo a comunicação diária à CMVM sobre as transações realizadas pelo oferente e pessoas que estejam com este em alguma das situações do art. 20.º<sup>19</sup> - (180.º / 1 / al. b) C.V.M.).

Quanto à *posição jurídica da sociedade emitente* dos valores mobiliários visados pela oferta, face à situação de potencial grave conflito de interesses em que se encontram os membros dos órgãos de administração da sociedade visada, o legislador opta por uma limitação *a priori* dos poderes de administração, no art. 182.º C.V.M., referindo-se que: (n.º1) “o órgão de administração da sociedade visada não pode praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada”. É a chamada regra da neutralidade (*passivity rule*).

Existe o risco de alguém se aproveitar desta regra da neutralidade e lançar uma OPA para paralisar a administração da sociedade visada. O art. 182.º / 5 C.V.M. vem prever a responsabilidade por danos causados do oferente que lance OPA com tal propósito, mesmo que não seja o seu propósito exclusivo.

Quanto à *sucessão de ofertas*, o oferente fica inibido de lançar uma OPA sobre os valores mobiliários da mesma categoria nos 12 meses seguintes à publicação do resultado, salvo autorização da CMVM para proteção dos interesses da sociedade visada ou dos destinatários da oferta (186.º C.V.M. / 1ª parte).

---

<sup>17</sup> Paulo Câmara, ob. cit., 619-620

<sup>18</sup> (n.º2) “de valores mobiliários da categoria daqueles que são objeto da oferta ou dos que integram a contrapartida, feitas depois da publicação do anúncio preliminar”.

<sup>19</sup> relação de domínio ou de grupo (al. b) ), acordo para o exercício de direitos de voto (al. c) ), etc.

O pedido de registo da OPA pode ser indeferido pela CMVM. Foi o caso da OPA sobre a Benfica SAD. A 8 de maio de 2020, a CMVM indeferiu o pedido de registo da OPA voluntária e parcial anunciada pela Benfica SGPS sobre 6.455.434 ações da Benfica SAD. O regulador fundamentou o indeferimento com base "na existência de um vício que afeta a legalidade da oferta, decorrente da estrutura de financiamento da contrapartida", havendo desrespeito pelo art. 117.º C.V.M. (Legalidade da Oferta). Concluiu-se que os fundos a utilizar para liquidação da contrapartida tinham origem na própria Benfica SAD, o que é proibido pelo art. 322.º / 1 do Código das Sociedades Comerciais (C.S.C.) (Empréstimos e garantias para aquisição de ações próprias).<sup>20</sup> O bem jurídico em causa é a defesa das sociedades, dos acionistas e do património.

#### 1.4 Medidas anti-OPA <sup>21</sup>

É comum usar-se a *ramassage*<sup>22</sup> antes de se lançar a OPA, para se consolidar uma posição acionista no capital da sociedade visada.<sup>23</sup>

A maioria detentora do controlo de uma sociedade (*blockholder*) estará atenta a eventuais manobras anteriores à OPA e tendentes ao domínio e delineará estratégias de oposição.

Para este efeito, a administração da sociedade dispõe de um "observatório" (António Pereira de Almeida<sup>24</sup>) que resulta da estatuição legal do art. 16.º C.V.M., o qual obriga à divulgação de participações que atinjam ou reduzam certos patamares de controlo.

Estes patamares são 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, um terço, metade, dois terços e 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social.

Os estatutos da sociedade podem também sujeitar a transmissão de ações ao consentimento da sociedade, contudo estas ações não serão admitidas à negociação organizada por força do art. 204.º / 1 / al. a) C.V.M.<sup>25</sup> e quem controla a sociedade terá de adquirir ou encontrar quem adquira essas ações destinadas à venda (329.º / 3 / al. c) C.S.C.).

<sup>20</sup> "Uma sociedade não pode conceder empréstimos ou por qualquer forma fornecer fundos ou prestar garantias para que um terceiro subscreva ou por outro meio adquira ações representativas do seu capital."

<sup>21</sup> António Pereira de Almeida, ob. cit., 40-42 321-323; Hugo Moredo Santos, ob. cit., 167-171; João Manuel da Silva Ferreira "Fusões e Aquisições: Determinantes do prémio da oferta no Mercado Europeu", 5-12; Robert Comment & G. William Schwertz "Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures", in *Journal of Financial Economics*, 39, 3-43, 1995; Carolyn Carroll, John M. Griffith & Patricia M. Rudolph, "Hostile-vs-White-knights bidders". in *Managerial and decision economics*, 20, 163-171, 1999; Luca Enriques & Matteo Gatti, "Creeping acquisitions in Europe", in "European Takeover – The Art of Acquisition" 27-38

<sup>22</sup> *Ramassage, compras al goteo, open market purchase / creeping acquisitions* ou "escalada acionária" são expressões sinónimas que designam o ato de compra sistemática de valores mobiliários em bolsa, com vista a alcançar o *toehold* no capital da sociedade visada.

<sup>23</sup> Hugo Moredo Santos, ob. cit., 167-171

<sup>24</sup> ob. cit., 321

<sup>25</sup> (n.º1 / al. a) ) "Podem ser objeto de negociação organizada: valores mobiliários (...) livremente transmissíveis".

As medidas anti-aquisição relativas às Fusões e Aquisições (F&A) são uma prática comum desde os finais da década de 80. Mecanismos como as *poison-pills*, *control share laws* e *white-knights* são formas de anti-aquisição.<sup>26</sup>

As *poison pills* referem-se, nomeadamente, a ativos transacionados sob a forma de dividendos, de forma a que o adquirente não os consiga usar - para firmar a posição de controlo - sem o consentimento do órgão de administração; as *control share laws* são estratégias que limitam o poder de voto dos titulares da posição de controlo (*controlling shareholders*) e os acordos de aquisição entre vários adquirentes (*business combination*)<sup>27</sup>. Já as estratégias com recurso a *white-knights* referem-se ao acordo com “empresas compradoras que funcionam de forma amigável e que normalmente não têm como objetivo a valorização dos ativos”.<sup>28</sup>

São exemplos de medidas anti-OPA a emissão de ações com dividendo privilegiado, mas sem direito a voto (medidas *poison-pills*), ou a limitação estatutária dos direitos de voto que cada acionista pode exercer (medidas *control share laws*). Todavia, estas limitações contrariam o previsto no artigo 11.º da Diretiva das OPA's<sup>29</sup>. No primeiro caso o adquirente não poderá obter o controlo da sociedade, porque não detém direito a voto. No segundo caso o interessado vê-se impedido de obter o controlo da sociedade porque não poderá exercer a totalidade dos direitos de voto correspondentes às ações que vier a adquirir através de OPA; mas se o terceiro interessado atingir 75% do capital social com direito de voto a lei protege-o através da previsão do art. 182.º-A / 2 C.V.M., não lhe sendo aplicáveis as restrições relativas à transmissão de ações ou ao exercício do direito de voto (*breakthrough rule*)<sup>30</sup>.

Quando exista uma maioria coesa que controle a sociedade, sem que detenha a maioria dos votos correspondentes ao capital social, segue-se geralmente a estratégia de vincular as pessoas constitutivas desse grupo através de acordos parassociais ou através da transmissão de ações para uma Sociedade Gestora de Participações Sociais (SGPS) não cotada. Sendo a eficácia dos acordos parassociais apenas *inter partes*, e devendo este tipo de acordos parassociais ser comunicado à CMVM no prazo de três dias após a sua celebração (19.º C.V.M.), a última solução é a mais robusta.

Outra medida à disposição da maioria que controle a sociedade é “blindar” o seu controlo através da introdução de cláusulas estatutárias que imponham maiorias qualificadas superiores às legais para determinadas deliberações, desde logo as alterações dos estatutos ou a nomeação ou destituição de administradores.

---

<sup>26</sup> João Manuel da Silva Ferreira, ob. cit., 7

<sup>27</sup> Robert Comment & G. William Schwertz, ob. cit., 4

<sup>28</sup> Carolyn Carroll, John M. Griffith & Patricia M. Rudolph, ob. cit., 163-171, apud João Manuel da Silva Ferreira, ob. cit., 7

<sup>29</sup> v. ponto 2.3.1

<sup>30</sup> v. ponto 2.3.1

Se essas maiorias não puderem ser alcançadas sem os votos correspondentes a este “núcleo duro” desincentiva-se qualquer pretensão de OPA hostil.

Existem outras estratégias anti-OPA, quer preventivas, quer como recurso *a posteriori*. As medidas anti-OPA – em especial as *poison pills* - são nomeadamente eficazes na defesa dos adquirentes contra as *creeping acquisitions*<sup>31, 32</sup>

As *poison pills* são admitidas nos EUA, desde o caso Moran v. Household International, Inc.<sup>33</sup>. Este caso pôs frente a frente a Household International, Inc. e John Moran, membro do conselho de administração daquela sociedade e também presidente do conselho de administração (*chairman*) do maior acionista da Household International, a D-K-M. . A Household International votou e adotou um plano relativo aos direitos dos acionistas, para proteger a empresa de *takeovers* hostis. Moran opôs-se a este plano, tendo o Supremo Tribunal do Delaware decidido pela regularidade do plano (*poison pill*).

No entanto ao nível da UE entende-se que as estratégias anti-OPA atentam contra o livre funcionamento do mercado, colidindo nomeadamente com o art. 46.º/ 1 da Diretiva 2001/34/CE de 28 de maio de 2001<sup>34</sup>, segundo o qual “As acções devem ser livremente negociáveis”.

### 1.5 Imputação de direitos de voto<sup>35</sup>

À imputação de direitos de voto referem-se o art. 20.º e seguintes do C.V.M..

O C.V.M. consagrou um regime único, usando-se um “único catálogo de situações de imputação de direitos de voto” (Hugo Moredo Santos<sup>36</sup>) - que é integrado no contexto da prestação de deveres de informação sobre prestações qualificadas - tanto para o cômputo de participação qualificada (16.º C.V.M.) como para o lançamento de OPA obrigatória (187.º C.V.M.).

A imposição do dever de lançar OPA implica a existência de um controlo efetivo<sup>37</sup>, o que não se verificará, necessariamente, nos elementos de comunicação, sendo importante que toda a informação passível de influenciar a tomada de decisões seja fornecida ao mercado, em face do princípio da transparência.

Da opção uniformizadora resultam dificuldades interpretativas. Desde logo, se por um lado se percebe que, para o cômputo das participações qualificadas, no âmbito dos deveres de comunicação, deva atender-se, além dos direitos inerentes às ações de que o participante seja titular, aos direitos de

---

<sup>31</sup> Trata-se da construção de uma posição de controlo *de facto* através de compras de ações da bolsa ou de um *blockholder* existente.

<sup>32</sup> Luca Enriques & Matteo Gatti, ob. cit., 31-12

<sup>33</sup> decisão 2d 1346 do Supremo Tribunal do Delaware, de 19 de novembro de 1985

<sup>34</sup> relativa à admissão de valores mobiliários à cotação oficial de uma bolsa de valores e à informação a publicar sobre esses valores

<sup>35</sup> Hugo Moredo Santos, ob. cit., 327-332, 355-504; A. Barreto Menezes Cordeiro, ob. cit., 347-351; António Pereira de Almeida, ob. cit., 130-141

<sup>36</sup> Hugo Moredo Santos, ob. cit., 361-364

<sup>37</sup> Art. 5.º / 1 Diretiva das OPA, “(...) permitindo-lhe dispor do controlo da mesma”.

voto detidos pelos membros dos órgãos de administração e de fiscalização (20.º/1/al. d) C.V.M.), para efeitos da determinação do dever de lançamento de OPA, a contabilização, sem mais, destes votos pode ser desajustada.

Nestes casos, entende Menezes Cordeiro<sup>38</sup> que a aplicação do art. 20.º C.V.M. (via art. 187.º C.V.M.) para efeitos da determinação do dever de lançar OPA faz-se apenas se existir domínio ou controlo efetivo sobre a direção do voto, não sendo de aplicar o dever de comunicação previsto no art. 16.º C.V.M..

Além das situações do cômputo das participações qualificadas, o requisito adicional de existência de um efetivo controlo de facto sobre a direção dos votos relevava em sede de perda da qualidade de sociedade aberta no caso de um acionista passar a deter mais de 90% dos direitos de voto em consequência de OPA, antigo art. 27.º / 1 / a), revogado em função da revisão do C.V.M..

Vejam-se os artigos:

- 20.º/1/ als. a), c), f), g) C.V.M., em que a consideração dos votos irá sempre depender de um controlo efetivo, sob pena de se transmitir ao mercado a falsa impressão de que o participante controla os votos do fiduciário<sup>39</sup>;
- 10.º da Diretiva da Transparência (“que possam adquirir, alienar ou exercer direitos de votos”).

Já que para a estruturação da propriedade acionista relevam tanto a propriedade detida por apenas uma pessoa, como a propriedade de um conjunto de pessoas contratualmente concertadas - máxime 20.º/ 1/ als. b) e h) - quando o legislador delimita em excesso o perímetro de critérios de imputação de direitos de voto pode estar a desincentivar a normal interação entre acionistas.

Confrontado com as formulações distintas relativas à computação dos direitos de voto apresentadas pelo legislador europeu nos arts. 2.º/1/d)<sup>40</sup> e 5.º da Diretiva sobre OPA's e no art. 1.º da Diretiva da Transparência (Ddt), o legislador nacional opta por um regime unificado (20.º C.V.M.), assente em ficções legais, e que está ainda aquém do grau ótimo de harmonização.<sup>41</sup>

---

<sup>38</sup> ob. cit, 349-351

<sup>39</sup> (al. a)) “mas por conta do participante”; (al. c)) com os quais o participante tenha celebrado acordo para o seu exercício”; (al.f)) “se os direitos de voto puderem ser exercidos pelo participante”; (al.g)) “que tenham conferido ao participante poderes discricionários para o seu exercício”.

<sup>40</sup> Alínea relativa à definição de «Pessoas que actuam em concertação».

<sup>41</sup> A. Barreto Menezes Cordeiro, ob. cit., 349-351

## 1.6 A OPA concorrente<sup>42</sup>

A OPA concorrente é a oferta lançada na sequência da apresentação de uma oferta anterior. Menezes Cordeiro<sup>43</sup> pergunta se a regulação das ofertas concorrentes, ou concorrenciais, é ou não prejudicial para os acionistas<sup>44</sup> e para o mercado<sup>45</sup>; ou se a positivação de regimes relativos às ofertas concorrentes é, afinal, favorável à transparência da atividade mobiliária e a uma concorrência mais justa e equitativa.

Entre nós, a matéria vem disciplinada nos artigos. 185.º a 185.º-B do C.V.M. em termos favoráveis aos interesses dos acionistas da sociedade visada, como se nota designadamente pelas estipulações dos artigos 185.º / 3 / al. a) / C.V.M. e 185.-A/ 2 /al. b) C.V.M., segundo os quais a oferta concorrente deve ser superior à antecedente em pelos 2% e as aceitações dos acionistas são revogáveis até ao último dia do período de aceitação, respetivamente.

A concorrência de ofertas existe quando as propostas incidam sobre valores mobiliários da mesma categoria (185.º / 1 C.V.M.).

A oferta concorrente deve incidir pelo menos sobre a mesma quantidade de valores mobiliários, art. 185.º / 3 / al. b) C.V.M. . Se a oferta inicial é uma oferta total, a oferta concorrente deve ser uma oferta total.

A obrigação de melhoria do preço em 2%, vale para todas as ofertas concorrentes, e não apenas para a oferta que se siga à inicial.

Quando surge uma oferta concorrente, o oferente inicial pode:

- retirar a oferta no prazo de 5 dias úteis úteis anteriores ao termo do prazo da oferta anteriormente registada, 185.º-B / 1 /al. a) C.V.M.;
- manter a oferta nos mesmos termos;
- alterar os termos da oferta, designadamente a contrapartida, art. 185.º-B / 1 / al. b) C.V.M., se o fizer até ao final do segundo dia útil anterior ao termo da oferta.

Note-se, ainda, que é possível aos destinatários das OPA's que tenham aceitado a oferta que não reúne condições para a respetiva liquidação declararem a sua aceitação em relação a uma oferta que

---

<sup>42</sup> Hugo Moredo Santos, "Ofertas Concorrentes"; A. Barreto Menezes Cordeiro, ob. cit., 370-372; António Pereira de Almeida, ob. cit., 308-312; Paulo Câmara, ob. cit. 635-641; Jorge Brito Pereira, "Ofertas Públicas de Aquisição concorrentes"

<sup>43</sup> ob. cit., 370-372

<sup>44</sup> perdas onerosas dos futuros acionistas; custos associados ao processo (Easterbrook & Fischel), v. Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, "The Proper Role of a Target's Management in Responding to a tender Offer", 1161-1204, 1174 ss., 94 Harv L Ver, 1981, e "Auctions and Sunk Costs in Tender Offers", 1-21, 35 Stan L Rev, 1982, apud A. Barreto Menezes Cordeiro, ob. cit.,370

<sup>45</sup> desinteresse face à obrigatoriedade de bater as ofertas iniciais, redução de uma supervisão informal dos sujeitos mobiliários (Bebchuk); v. Lucian A. Bebchuk, "The Case for Facilitating Competing Tender Offers", 1028-1056, 95 Harv L Rev, apud A. Barreto Menezes Cordeiro, ob. cit., 371

tenha reunido condições para o efeito, desde que o façam nos dois dias úteis seguintes ao apuramento de resultados, art. 185-A.º /2 / al. c) do C.V.M..

A prática mostra escassas OPA's concorrentes registadas entre nós, apesar do vasto interesse doutrinal que a temática atrai.

Até março de 2021<sup>46</sup> há registo de 5 OPAs concorrentes lançadas ou anunciadas entre nós, a saber as OPAs concorrentes:

- (1991) da Finantia à do Banco Comercial de Macau sobre a Sofinloc;
- (1999) da Lusomundo à da Cofina e do BPI sobre a Investec;
- (2002) da Triângulo-Mor à da SIN sobre a Orey Antunes;
- (2014) da José de Mello Saúde à da Ángeles sobre a Espírito Santo Saúde;
- (2021) da Pluris à da Cofina sobre a Media Capital.

Apesar da limitada relevância prática, a oferta concorrente suscita grande atenção na opinião pública, o que proporciona um “teste de pressão” (António Pereira de Almeida<sup>47</sup>) ao regime vigente. Os processos fora de Portugal mostram isso mesmo, desde logo a disputa entre o Royal Bank of Scotland, o Santander e o Fortis sobre o ABN – AMRO; em Espanha, a disputa pelo controlo da Endesa e da Abertis; no Brasil, a disputa pelo controlo da Eletropaulo Metropolitana.

A Diretiva das OPA não regula o tema da concorrência de ofertas, deixando aos Estados-Membros a tarefa de legislar sobre o tema<sup>48</sup>. Na Alemanha, por exemplo, o § 22 do WpÜG contém apenas 3 regras sobre concorrência de ofertas. Entre nós, o C.V.M. regula a oferta concorrente com o objetivo de assegurar que as OPA's concorrentes que concorram com a oferta inicial sigam o regime especial, prevenindo-se que convivam no sistema ofertas de aquisição que não assegurem condições equitativas (*level playing field*) aos oferentes e requisitos de comparabilidade aos destinatários. Pretende-se afastar partes que tenham o mero intuito de fazer falhar a oferta anunciada ou já lançada<sup>49</sup>.

A OPA concorrente pode entrar em conflito com o regime da OPA obrigatória e gerar problemas de difícil solução.<sup>50</sup> A CMVM no processo de 2021 supramencionado<sup>51</sup>, entendeu que o oferente obrigado ao lançamento de OPA pode ser sujeito em simultâneo às regras de concorrência de ofertas<sup>52</sup>.

Outro ponto do regime prende-se com a *limitação dos poderes da sociedade visada* (182.º C.V.M.). O n.º 3 elenca as exceções aos atos que aquela sociedade não pode praticar. A alínea c), estranhamente, permite à sociedade praticar os atos “destinados à procura de oferentes concorrentes”. Trata-se de

<sup>46</sup> António Pereira de Almeida, ob. cit., 9-12. A recolha apresentada é a do autor; o período de referência tem por base o mês de março de 2021, por ser esse o período de referência da ob. cit.

<sup>47</sup> ob. cit., 10

<sup>48</sup> art. 13.º / al. c) e considerando (22) da DdOPA

<sup>49</sup> v. art 182.º / 5 C.V.M e ponto sobre o processo da OPA

<sup>50</sup> Jorge Brito Pereira, ob. cit., 18.

<sup>51</sup> OPA concorrente da Pluris à da Cofina sobre a Media Capital

<sup>52</sup> Jorge Brito Pereira, ob. cit., 21

uma má formulação legal, pretendendo-se sim afirmar simplesmente que não existe, na esfera da sociedade visada, uma obrigação de princípio de preservação da oferta legal. Assim, a al. c) do n.º3 parece ser desnecessária, pois sempre poderia aquela sociedade praticar os atos destinados à procura de ofertas concorrentes, se tal servisse o interesse da sociedade.

Mas a permissão de procurar oferentes concorrentes traduz-se em muito pouco, pois sempre estará vedada à administração a prática de quaisquer atos que representem um tratamento diferenciado do (potencial) oferente concorrente, como o acesso a informação que não esteja disponível do mercado. Como diz Jorge Brito Pereira<sup>53</sup> daqui resulta muito pouco “traduzindo-se em níveis de informalidade com algum perigo para a integridade do sistema”.

A simples possibilidade de emergência de uma oferta concorrente representa um dos mais relevantes riscos a que um oferente se sujeita.

Até uma OPA ser lançada o adquirente procede como parte da preparação - a uma análise detalhada das condições de sucesso da oferta - que se prolongará por largos meses e que representará custos significativos para a empresa<sup>54</sup>. No entanto, a lei favorece o lançamento de oferta concorrente, por nela ver consequências positivas para os interesses dos acionistas da sociedade visada. Pelo que existem estratégias complexas, pelas quais a oferente prepara a sua posição acionista (*toehold*), tendo em conta que nem sempre as ações livres para compra e venda no mercado (*free float*) permitirá grandes manobras.

As *break-up fees*<sup>55</sup> são uma boa estratégia para a sociedade oferente salvaguardar os seus interesses, permitindo-lhe ser ressarcida pelas despesas suportadas em caso de fracasso da oferta, partilhando-se assim o risco de surgimento de uma oferta concorrente.

### **1.7 A Aquisição Potestativa (OPA Potestativa)<sup>56</sup>**

A aquisição potestativa refere-se ao direito de adquirir as ações remanescentes.

O instituto é de influência comunitária<sup>57</sup> e evidencia uma intenção de que se concentre o poder num único sócio, em contraste com a intenção manifestada pelo legislador nacional no art. 490.º / 1

---

<sup>53</sup> ob. cit., 42

<sup>54</sup> Desde logo com consultoria.

<sup>55</sup> A *break-up fee*, ou *termination fee*, é uma cláusula penal que respeita ao valor da indemnização devida por faltade cumprimento da obrigação principal de concretizar a OPA.

<sup>56</sup> António Pereira de Almeida, ob. cit., 325-333; Ana Cristina Leite de Andrade, “O Duplo requisito legal da aquisição potestativa no âmbito do regime mobiliário”, 45

<sup>57</sup> 15.º/ 2/ al. b) da Diretiva das OPA

do C.S.C., sob a epígrafe «Aquisições tendente ao domínio total» – depreende-se que a intenção, nestecaso, é a formação de um grupo de sociedades.<sup>58</sup>

A solução adotada pelo legislador português face à transposição da Diretiva das OPA reforçou a autonomização do regime mobiliário face ao regime societário em matéria de aquisição potestativa<sup>59</sup>.

A aquisição potestativa surge no art. 194.º-197.º C.V.M. Surge também no art. 490.º do C.S.C.. Às sociedades em geral refere-se o art. 490.º C.S.C.; às sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado referem-se os arts. 194.º-197.º do C.V.M.

Com a revisão do C.V.M. operada pela Lei n.º99-A/2021 eliminou-se o duplo critério percentual de 90% que se aplicava às sociedades sujeitas ao regime do C.V.M.. Anteriormente exigia-se que o adquirente alcançasse 90% do capital social da sociedade visada, mais 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta.

A aquisição potestativa permite ao sócio dominante adquirir as participações sociais dos sócios minoritários («aferradores»), mediante uma justa contrapartida (*squeeze-out*), facultando-lhes a saída da sociedade visada. Resulta de uma decisão da sociedade ou acionista dominante.

Corresponde-lhe o direito simétrico de alienação potestativa, que fica dependente da falta de exercício da aquisição potestativa pelo sócio dominante, ou da insuficiência da contrapartida. A sociedade dominante não é obrigada a desencadear a aquisição potestativa. Mas se não o fizer, fica sujeita às alienações potestativas dos sócios (acionistas) remanescentes.

Na aquisição potestativa estão em causa os princípios da certeza e da igualdade, a proteção das minorias e o direito de propriedade.

A natureza das alienações potestativas em análise alicerça-se na proteção das minorias, como sucede com as OPA's obrigatórias. O atingimento de uma maioria de 90% do capital social "constitui uma alteração qualitativa das relações internas de forças, permitindo um domínio absoluto do sócio dominante"<sup>60</sup> e uma consequente dificuldade da alienação das participações minoritárias.

O direito de propriedade constante do art. 62.º / 1 da Constituição da República Portuguesa (C.R.P.) não é absoluto e o regime constitui um "justo equilíbrio entre direitos constitucionais com idêntica garantia"<sup>61</sup> (desde logo, a iniciativa privada económica, art. 61.º C.R.P.).

---

<sup>58</sup> Ana Cristina Leite de Andrade, ob. cit., 7

<sup>59</sup> Ana Cristina Leite de Andrade, ob. cit., 45

<sup>60</sup> António Pereira de Almeida, ob. cit., 332

<sup>61</sup> António Pereira de Almeida, ob. cit., 333

## 2 Regime Aplicável

O regime aplicável ao Direito dos valores mobiliários a que as ofertas públicas de aquisição dizem respeito caracteriza-se pela instabilidade<sup>62</sup>, pela dispersão das normas e pelo pluralismo de fontes – juntando autorregulação; Constituição, lei e regulamentos; e diretivas comunitárias.

### 2.1 Autorregulação<sup>63</sup>

A autorregulação refere-se à conformação direta de práticas pelos participantes do mercado, individualmente ou através de organismos coletivos.

Foi uma fonte importante do direito mobiliário na Alemanha e no Reino Unido até aos anos 90, sendo hoje uma fonte subsidiária em relação à regulação pública também naqueles países.

Nos EUA continua a ser uma realidade que determinadas funções regulatórias sejam atribuídas a entidades privadas como a FINRA<sup>64</sup>.

Em Portugal a autorregulação está plasmada no art. 372.º C.V.M. Prevê-se que as entidades gestoras possam regular autonomamente as atividades sob a sua alçada.

A autorregulação em Portugal é residual; contudo, refira-se a iniciativa do IPCG<sup>65</sup> de publicar o Código de Governo das Sociedades em 2018 e que é um produto de uma iniciativa autorreguladora.

### 2.2 Fontes Nacionais<sup>66</sup> (C.R.P., C.V.M., regulamentos)

A Constituição da República Portuguesa (C.R.P.) liga o sistema financeiro ao desenvolvimento económico e social (101.º) e contém vários princípios importantes para o Direito dos valores mobiliários, como sejam a abertura e a eficiência dos mercados (81.º / als. e) e f)), a iniciativa económica privada (61.º, 80.º / al. c) e 86.º), o direito à propriedade privada (62.º / al. f) e a integração internacional da economia (100.º / als. a) e i).

Ao nível legal, a principal sede do sistema jurídico-mobiliário é o Código dos Valores Mobiliários (C.V.M.), aprovado pelo Decreto-Lei n.º486/99, de 13 de novembro, e que sucedeu ao Código do Mercado dos Valores Mobiliários (Cód.M.V.M.), aprovado pelo Decreto-Lei 142-A/91 de 10 de abril.

O C.V.M. tem sido objeto de alterações frequentes, devido sobretudo à transposição das Diretivas europeias, destacando-se a reforma operada pela Lei n.º99/2021, de 31 de dezembro.

---

<sup>62</sup> “Alguns estudos recentes ligam esta prolixidade legislativa às influências políticas usualmente sentidas na área financeira” (Paulo Câmara, ob. cit., 55); v. ponto 7.

<sup>63</sup> Paulo Câmara, ob. cit., 254-259

<sup>64</sup> *Financial Industry Regulatory Authority*

<sup>65</sup> Instituto Português de *Corporate Governance*

<sup>66</sup> Paulo Câmara, ob. cit., 55-86

Além do C.V.M. existem normas dispersas pelo Código das Sociedades Comerciais (C.S.C.)<sup>67</sup> e pelo Código Penal (C.P.) que são relevantes para o regime da OPA e para o tema dos crimes de mercado.

O sistema de fontes inclui também os regulamentos da CMVM<sup>68</sup> ou do Ministro das Finanças sob forma de Portaria.

### **2.2.1 C.V.M. Revisto pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro**

O C.V.M. desde a redação original sofreu mais de 50 alterações, dirigidas essencialmente ao acolhimento de Diretivas comunitárias.

A revisão do Código mais impactante nos anos recentes foi a operada pela Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro.

Apresentam-se de seguida as principais alterações, relativas: aos deveres de comunicação; regras de imputação de direitos de voto; supervisão prudencial; qualificação da oferta como pública; revisão dos termos e condições da oferta; aquisição de instrumentos financeiros não representativos do capital social; prova negativa de domínio; contrapartida mínima; OPA concorrente; transações na pendência da oferta; OPA potestativa; relatório do emitente e exclusão voluntária de negociação.

No que toca aos *deveres de comunicação* (16.º, 16.º-B, 20.º e 20.º-A do C.V.M) elimina-se o dever de comunicação relativamente ao limiar de 2%; passa-se a prever que o dever de comunicação de participação qualificada se aplica a quem atinja ou ultrapasse participação de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, um terço, metade, dois terços e 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social. (16.º / 1 / 1ª parte).

Relativamente às *regras de imputação de direitos de voto* e à titularidade indireta (20.º/ 1º C.V.M.) passam a relevar apenas os direitos de voto detidos por sociedade dominada pelo participante ou a este subordinada (al. b)) e os direitos de voto inerentes a ações detidas em garantia pelo participante ou por este administradas, registadas ou depositadas junto dele, nos casos em que os direitos de voto possam ser exercidos pelo participante segundo o seu critério na ausência de instruções específicas do respetivo titular (al. f)).

No âmbito da *supervisão prudencial* (363.º / 5 /al. f) C.V.M.), a CMVM passa a poder inibir o exercício de direitos de voto por parte de acionistas ou titulares de participações qualificadas.

---

<sup>67</sup> Trata-se de normas aplicáveis às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, arts. 77. / 1, 294. /2, 349 /4 / a), etc. (Paulo Câmara, ob. cit., nota de rodapé 164, 67)

<sup>68</sup> Os poderes regulamentares da CMVM estão previstos no C.V.M. (369.º).

Quanto às ofertas públicas, o requisito para a *qualificação de uma oferta como pública* passa a ser, à semelhança do direito europeu, a exigibilidade de prévia divulgação do prospeto (109.º / 1 / al. a) C.V.M.).<sup>69</sup>

Desaparece a exigência de intermediação obrigatória<sup>70</sup>.

A *revisão dos termos e condições da oferta* passa a poder fazer-se genericamente, não estando circunscrita à contrapartida (128.º-A C.V.M.); pode ser usada desde logo para renunciar a cláusula de sucesso ou ampliar o objeto da oferta, o que é vantajoso para os destinatários da oferta. De referir que Paulo Câmara<sup>71</sup> já defendia a possibilidade de existirem modificações que não respeitem à contrapartida com base no art.184.º/2 na redação dada pela Lei n.º35/2018, que dispunha que a oferta revista “não pode conter condições que a tornam menos favorável”, não se extraindo uma proibição clara à revisão em outros aspetos que não a necessária majoração da contrapartida. A questão é resolvida pelo novo art. 128.º-A C.V.M..

A *aquisição de instrumentos financeiros não representativos do capital social* - designadamente de instrumentos financeiros representativos de dívida - passa a poder fazer-se sem sujeição ao regime das OPA. O regime das OPA aplica-se apenas a instrumentos representativos de capital, ao contrário do que estatuiu o art. 173.º / 3 na redação dada pela Lei n.º 35/2018, de 20 de julho, em que se sujeitava a aquisição destes valores mobiliários a OPA, ainda que com dispensa relativa ao cumprimento das regras relativas ao anúncio preliminar, deveres de informação sobre transações efetuadas, deveres do emitente, oferta concorrente e OPA obrigatória.

No âmbito da *prova negativa de domínio* (187.º/2 C.V.M.; 5.º DdOPA), passa a ser possível demonstrar junto da CMVM a inexistência de controlo mesmo que o investidor detenha mais de metade dos direitos de voto da sociedade visada. Na redação anterior o art. 187.º/2 C.V.M. apenas permitia a prova negativa de domínio quando ultrapassado o limite de um terço; a ultrapassagem de metade dos direitos de voto obrigava ao lançamento de OPA<sup>72</sup>.

No âmbito da *contrapartida mínima* aplicável em caso de OPA obrigatória (188.º C.V.M.), passa agora a dar-se relevo a acordos estabelecidos previamente ao lançamento da OPA, ainda que não integralmente consumados.<sup>73</sup>

---

<sup>69</sup> Na redação dada pela Lei n.º 35/2018, a oferta pública era descrita como a oferta dirigida a um número indeterminado de pessoas e que não pudesse ser reconduzida a nenhuma das situações do art. 109.º / 3 (vd. A. Barreto Menezes Cordeiro, ob. cit., 353-355), pelo que a adoção do critério europeu vem simplificar a qualificação da oferta como pública. A OPA (173.º e ss. C.V.M.), pela sua natureza e pela consagração expressa da al. b) é sempre uma oferta pública.

<sup>70</sup> O art. 113.º C.V.M., com a epígrafe “Intermediação obrigatória” foi revogado pela Lei n.º 99-A/2021.

<sup>71</sup> Paulo Câmara (ob. cit., 634-635)

<sup>72</sup> Sobre o sentido do art. 187.º/2 na redação dada pela Lei n.º 35/2018, vd. Paulo Câmara, ob. cit., 695-696. :“A detenção de metade dos direitos de voto (...) acaba por resultar como uma *presunção inilidível* de aquisição do domínio nas sociedades abertas”.

<sup>73</sup> 188.º / 1 / al. a) C.V.M. “... ou que o oferente ou alguma daquelas pessoas *se obrigou* a pagar.”

Reviu-se igualmente o regime da *OPA concorrente*, designadamente o limite do prazo que passa a ser o final do 5.º dia útil anterior ao termo do prazo de OPA registada junto da CMVM<sup>74</sup>.

No âmbito das *transações na pendência da oferta* (180.º C.V.M.), basta agora a autorização prévia da CMVM<sup>75</sup> (n.º 1 / al. a)) e determina-se que o pagamento de preço mais elevado pelas aquisições realizadas obriga à elevação da contrapartida (n.º 3).

Quanto ao regime da *OPA potestativa* fica claro que o oferente que tenha alcançado os 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social pode adquirir as ações remanescentes (194.º / 1 C.V.M.), eliminando-se o duplo critério.<sup>76</sup>

Procedeu-se à alteração do *relatório do emitente* sobre a oportunidade e as condições da oferta (181.º C.V.M.), que passa a incluir: a divulgação expressa do sentido de voto dos membros do órgão de administração da sociedade visada (181.º / 3 / 1ª parte) e a a declaração de (in)existência de situações de conflito de interesse entre os administradores e os destinatários da OPA (2ª parte).

A matéria da *exclusão voluntária de negociação (delisting)* passa a ter regulamentação autónoma (251.º-F e ss. C.V.M.). A sociedade passa a poder indicar um terceiro ou declarar que irá adquirir ela própria as ações dos acionistas que não votaram a favor da deliberação de exclusão de negociação (251.º-F / 3 C.V.M.)<sup>77</sup>. O processo de exclusão voluntária não é automático, dependendo sempre do preenchimento deste requisito do n.º3. Mantém-se o princípio anterior da aplicabilidade do regime da contrapartida numa OPA obrigatória (n.º 4). Após o deferimento pela CMVM e a respetiva publicação da decisão (251.º-G C.V.M.), a exclusão voluntária da negociação é eficaz (251.º-H) e imediata.

### **2.2.1.1 A supressão da figura da Sociedade Aberta<sup>78</sup>**

A revisão ao Código promovida pela Lei n.º 99-A/2021 serviu também para eliminar a figura da Sociedade Aberta.

---

<sup>74</sup> 185º-A/1/al. a) C.V.M.

<sup>75</sup> "(...) exceto se forem autorizados pela CMVM".

<sup>76</sup> v. ponto 1.7.

<sup>77</sup> Na versão anterior, o C.V.M. obrigava a que a aquisição daquelas participações fosse feita por um acionista da sociedade (27.º /3 C.V.M. na redação dada pela Lei n.º 35/2018).

<sup>78</sup> Conceição Aguiar, "Sobre a perda da qualidade de sociedade aberta"; Rita Oliveira Pinto, "A extinção do estatuto de sociedade aberta"; «Supressão da figura de "sociedade aberta" – principais impactos da perspetiva dos emitentes, dos investidores e dos *newcomers*», Magda Viçoso e Marta Pereira Rosa; "Participações qualificadas – da perspetiva do emitente e dos investidores", Nuno Sobreira e Isabel Rebello de Andrade; Margarida Torres Cama e Maria Cortes Martins, "O novo regime geral das ofertas públicas no Código dos Valores Mobiliários – a aguardada harmonização com a legislação europeia e outras inovações"; Rui de Oliveira Neves & Priscila Macedo Pinto, "Revisão e simplificação do regime das OPA"; A. Barreto Menezes Cordeiro, ob. cit., 329-336; Paulo Câmara, ob. cit., 521-572, 791-797

Em Portugal, “Sociedades Abertas” designava a figura das sociedades com o capital aberto ao investimento público. A cobertura legal surgia no art. 13.º do C.V.M, de 31 de dezembro, e fazia-se através da previsão de um conjunto de situações, que uma vez verificadas, resultavam na aquisição de um “estatuto” de “Sociedade Aberta”.

A supressão da figura põe termo “a uma existência jurídica particularmente acidentada” (Menezes Cordeiro<sup>79</sup>), devido às alterações legislativas sucessivas, à coexistência dos conceitos sobrepostos de sociedade aberta e sociedade cotada e à dispersão legislativa do regime aplicável.

Tratava-se de um subtipo ou modalidade de sociedade anónima, e não de um novo tipo societário.

Por força do referido art. 13.º, a qualidade de “Sociedade Aberta” era de aquisição automática, mediante: ter-se a sociedade constituído através de oferta pública de subscrição (al. a)); ter havido emissão de ações com recurso à subscrição pública em resultado do aumento do capital social (al. b)); ou negociação em mercado regulamentado (al. c)); ou dispersão pelo público de um mínimo de 10% do capital social (al. d)); ou cisão ou fusão por incorporação do património (al. e)).

Os deveres que se impunham à sociedade detentora do estatuto de Sociedade Aberta consistiam, designadamente:

-na menção de que se tem esse estatuto em atos externos (14.º C.V.M., revogado pela lei n.º 99-A/2021);

-na concretização do princípio da igualdade de tratamento dos titulares de valores mobiliários pertencentes à mesma categoria, princípio que se mantém aplicável para “os emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral” (15.º C.V.M.);

-na divulgação de que os titulares de participações qualificadas haviam adquirido ou alienado essas participações (16.º - 18.º C.V.M.), ou celebrado acordos parassociais tendentes à aquisição, manutenção ou reforço de participação qualificada ou ao êxito ou frustração de oferta pública de aquisição, (19.º C.V.M.);

-na observância de regras específicas relativas às assembleias gerais e às deliberações sociais, arts. 21.º-B (revogado pela lei n.º 99-A/2021), 22.º-26.º C.V.M.;

-na qualificação como pública da oferta dirigida à generalidade dos acionistas de sociedade aberta, 109º / n.º3 / al. a) (revogado pela lei n.º 99-A/2021) C.V.M.;

-na aplicação de regras específicas quanto à suspensão voluntária de eficácia de restrições transmissivas e direito de voto face ao lançamento de OPA (182.º-A do C.V.M.);

-na obrigação de lançar OPA imposta ao titular de participação qualificada de sociedade aberta que atingisse um terço ou metade dos direitos de voto (187.º e ss. do C.V.M.);

---

<sup>79</sup> ob. cit. 329-331

-no direito/dever do mesmo titular de participação qualificada de sociedade aberta de recorrer ou ficar sujeito à aquisição potestativa ou alienação potestativa (transmissão potestativa tendente ao domínio total) (194.º-197.º C.V.M.);

-no cumprimento dos deveres informativos dos arts. 1.º (Divulgação de factos relativos a sociedades abertas), 2.º (comunicados relativos a participações qualificadas; n.º1 e 2 revogados) e 5.º (meios gerais de divulgação) do Regulamento da CMVM n.º5/2008, de 15 de outubro;

-nas regras de eleição de administradores por minorias (392.º / 6 C.S.C.).

“Sociedades Abertas” designava um conjunto de empresas mais amplo do que o conjunto de empresas que o direito europeu designava por “sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”. Dava-se o caso de existirem empresas que para o Direito mobiliário português eram “Sociedades Abertas” e que o direito europeu não considerava como “sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”. Estas empresas viam-se oneradas com requisitos adicionais face ao direito europeu (*goldplating*). Como consequência, vinha-se dando um aumento assinalável no número de empresas a recorrer ao mecanismo da perda da qualidade de sociedade aberta, de modo a usufruírem do mecanismo de aquisição potestativa previsto para as denominadas sociedades “fechadas”.<sup>80</sup>

Na transposição da Diretiva das OPA's, o legislador consagrou como mecanismo de perda da qualidade de sociedade aberta a aquisição potestativa, sendo que a perda da qualidade de sociedade aberta vinha regulada nos arts. 27.º a 29.º do C.V.M. revogados pela Lei n.º 99-A/2021. O instituto da aquisição potestativa colhe ainda acolhimento legal no art. 194.º da Secção III do C.V.M., referente à aquisição tendente ao domínio total, situação jurídica a que se refere também o art. 490.º do Código das Sociedades Comerciais (C.S.C.), sob a epígrafe “Aquisições tendente ao domínio total”.<sup>81</sup>

A *perda da qualidade de sociedade aberta* era obtida mediante requerimento pela sociedade ou pelo acionista dominante (em caso de declaração posterior à OPA) e dependia de um ato administrativo favorável da CMVM e respetiva publicação (arts. revogados 27.º / 2 ; 29/2 C.V.M.).<sup>82</sup>

A declaração de perda resultava numa depreciação das ações dos sócios minoritários pelo efeito da falta de liquidez e numa menor proteção informativa daqueles acionistas, já que o regime de prestação de informação não era aplicável às sociedades abertas não-cotadas.

Nem sempre a concentração do capital corresponderia a uma perda da qualidade de sociedade aberta, já que era necessário preencher os requisitos e obter aprovação da CMVM mediante requerimento.

---

<sup>80</sup> Figura *sui generis* que o legislador nacional fazia corresponder às sociedades anónimas cujo capital não estivesse aberto ao investimento público.

<sup>81</sup> v. ponto 1.7.

<sup>82</sup> Paulo Câmara, ob. cit.,791-797

A extinção do estatuto de Sociedade Aberta teve lugar em sede da revisão do C.V.M. operada pela lei n.º 99-A/2021. A supressão da figura foi aplaudida pela doutrina<sup>83</sup>, face aos princípios de simplicidade e clareza, e da prossecução de um maior alinhamento com o direito europeu.

Em primeiro lugar, o conceito de sociedade aberta nunca encontrou paralelo noutros ordenamentos jurídicos, que apenas conhecem o conceito de sociedade cotada. A convivência em paralelo das duas figuras na ordem jurídica portuguesa gerou dificuldades na transposição das diretivas e na execução dos regulamentos europeus, impondo exigências adicionais no plano nacional.

Em reconhecimento dessa desadequação à realidade e às características e competitividade do mercado português, o C.V.M. Revisto veio eliminar a figura de sociedade aberta, com vista a que os participantes atuem num ambiente regulatório em condições de igualdade às dos seus concorrentes ao nível europeu. Suprimida a figura, o quadro regulatório do C.V.M. Revisto passa a centrar-se em torno da figura dos emitentes de valores mobiliários e, com maior exigência, dos emitentes de ações. Com esta supressão potencia-se o acesso ao mercado por via da mera emissão de instrumentos de capital e/ou da admissão a mercados não regulamentados.

A disposição transitória ainda levantou dúvidas, mas este período ficou concluído a 31 de dezembro de 2022, não existindo já sociedades abertas, nem sujeição à supervisão CMVM enquanto sociedade aberta.

A OPA sobre a Boavista SAD passou entre regimes. A Jogo Bonito Group, SARL, a 28 de julho de 2021 passou a deter 50,78% da Boavista SAD. Como consequência, iniciou-se o processo para a OPA obrigatória. A CMVM nomeou auditor independente e da avaliação do auditor resultou a fixação do valor da contrapartida em 0.56EUR por ação.

Concluída a operação, a Jogo Bonito Group, SARL adquiriu mais 589.322 ações, consolidando a sua percentagem de controlo em 67,67% do capital social da Boavista Futebol Clube, Futebol SAD.

O prazo da oferta decorreu entre 23 de junho e 7 de julho de 2023. Foram objeto de aceitação 16,89% de um total de 49,22% das ações objeto da oferta.

### **2.3 Fontes Europeias (Diretivas)<sup>84</sup>**

A conformação do Direito aplicável aos valores mobiliários tem sido executada através das Diretivas comunitárias.

Como refere Menezes Cordeiro, “O impacto da ingerência europeia assume uma espantosa transversalidade, atravessando todo o Direito mobiliário, desde o processo de emissão e de

---

<sup>83</sup> Criticava-se nomeadamente a exigência do decurso do prazo de um ano para despoletar a perda da qualidade de sociedade aberta. v.. Conceição Aguiar, ob. cit.

<sup>84</sup> Paulo Câmara, ob. cit., 63-65 ; A. Barreto Menezes Cordeiro, ob. cit., 54-57

transmissão, passando pelos deveres dos intermediários financeiros e pelas contraordenações e crimes contra os mercados<sup>85</sup> até aos conceitos de valor mobiliário e de instrumento financeiro”<sup>86</sup>.

De entre as Diretivas com especial influência no Direito mobiliário dos Estados-Membros destacam-se a Diretiva das OPA’s, a Diretiva da Transparência e a Diretiva dos Acionistas<sup>87</sup>. No seu conjunto, estas três diretivas conformaram uma boa parte do Direito mobiliário interno<sup>88</sup>.

### 2.3.1 Diretiva das OPA 2004<sup>89</sup>

A Diretiva das OPA (DdOPA) é a Diretiva 2004/25/CE do Parlamento e do Conselho de 21 de abril de 2004, que confere proteção aos interesses dos acionistas minoritários em matéria de OPA.

Foi concebida quando o paradigma de empresa era baseado num modelo de propriedade dispersa, no qual muitos acionistas individuais eram incapazes de exercer efetivo poder e a administração é que dominava a empresa.

Por isso, o modelo de propriedade concentrada foi desfavorecido para efeitos da DdOPA, existindo disposições tendentes a reduzir a posição acionista de controlo (*blockholder*). São as disposições sobre a neutralidade do órgão de administração (art.9.º); a *breakthrough rule* e a não oponibilidade das restrições em matéria de transmissão de valores mobiliários e direito de voto (art. 11.º DdOPA).

Muitas destas cláusulas não foram eficazes dada a cláusula de *opt-out* do art. 12.º (Regime facultativo).

Desde 2004 ocorreu a crise do crédito imobiliário de alto risco (*subprime*) de 2009 e a crise do covid-19. O CEO perdeu poder e o papel do acionista foi fortalecido<sup>90</sup>. A influência positiva dos titulares da posição de controlo (*controlling shareholders*) como elemento de crescimento e estabilidade da empresa estão a ser redescobertos.

Por outro lado, algumas mudanças importantes ocorreram no panorama do mercado das ações. Os MTF’s e os OTF’s<sup>91</sup> colocam desafios ao conceito de mercado regulamentado e à regra clássica da competência, que dita ser competente o país da sociedade visada, quando atualmente as transações são cada vez mais transfronteiriças e decorridas em múltiplas jurisdições.

---

<sup>85</sup> Vd. ponto referente ao RAM e abuso de informação privilegiada

<sup>86</sup> A. Barreto Menezes Cordeiro, ob. cit., 54

<sup>87</sup> Sendo todas Diretivas de harmonização de 2ª geração. A evolução do Direito mobiliário europeu é tratada por Menezes Cordeiro, ob. cit. 54-55, para a qual se remete.

<sup>88</sup> Com as concretizações que se seguem nos pontos 2.3.1 a 2.3.3.

<sup>89</sup> Eddy Wymmersch, “A new look at the Debate about the Takeover Directive”; Hugo Moredo Santos, ob. cit., 217-239; Jülide A Bredée & Charles Demoulin & Felix von Zwehl, “The Takeover Directive and judicial enforcement of shareholder rights in practice”, 7-26

<sup>90</sup> v. ponto 2.2.3

<sup>91</sup> *Multilateral trading facilities* (MTF’s) e *organised trading facilities* (OTF’s).

Uma das preocupações vertidas na DdOPA é assegurar que a transação possa ocorrer de forma justa num ambiente de total transparência (*full disclosure*), para que os investidores possam tomar uma decisão sustentada.

A DdOPA prevê a oferta voluntária (*open voluntary type*) e a oferta obrigatória (*mandatory bid*).

Para efeitos de oferta obrigatória (5.º DdOPA), o controlo é definido pelos Estados Membros como estando entre os 25% e os 50%.

as divergências quanto à previsão de uma oferta obrigatória continuam a existir<sup>92</sup>: Segundo Wymmerisch a regra da oferta obrigatória levanta dúvidas quanto à sua justificação, âmbito, requisitos e externalidades.<sup>93</sup>

Em primeiro lugar, apesar de se associar a proteção do pequeno acionista à repartição do prémio de controlo, nem sempre existe o pagamento do prémio (*premium*). Quando o adquirente não compra ações através de negócio direto com outros acionistas, mas sim através do mercado, ou de compra dispersa a vários acionistas - sem percentual para adquirirem o controlo - estará a adquirir controlo onde ele não existia antes, podendo ser excessivo que tenha de lançar oferta sobre a totalidade do universo das ações e dos valores mobiliários emitidos por aquela sociedade-alvo.

Ao invés de se associar a OPA obrigatória à oferta em que será pago um prémio de controlo, associa-se a OPA obrigatória à aquisição de ações que excedam o patamar percentual (*threshold*).

Em segundo lugar, a oferta obrigatória tem como consequência o desincentivo da concertação em grupo dos acionistas. Tal deve-se ao receio dos acionistas de serem parte de um grupo que ultrapasse a fasquia percentual de direito de voto e se veja forçado a lançar OPA. Por isso, os acionistas mantêm as suas posições dispersas, em vez de as reunirem num “bloco” forte, o que com o tempo pode destabilizar a empresa.

A mudança da estrutura acionista controladora é desencorajada, quando não existe prova suficiente de que o novo controlador será pior que o anterior.

Por último, a regra da oferta obrigatória favorece a concentração empresarial. Na maioria dos casos apenas as grandes empresas conseguem oferecer um preço atrativo por todas as ações e valores mobiliários da sociedade visada.<sup>94</sup>

A DdOPA estabelece a regra da neutralidade do órgão de administração no art. 9.º /2, segundo o qual o órgão de administração pode procurar propostas alternativas como mecanismo de defesa –

---

<sup>92</sup> Que levaram a que a Diretiva estivesse em preparação desde os anos 70 e apenas tenha sido aprovada em 2004

<sup>93</sup> ob. cit., 3

<sup>94</sup> Wymmerisch refere que “Pelo menos em certos estados Europeus de menor dimensão, esta regra (de oferta obrigatória) levou a que todas as grandes empresas locais caíssem nas mãos de empresas vindas do estrangeiro, normalmente de economias mais fortes”; conclui o autor que “A diversidade sofreu” (*Diversity has suffered*), v. ob. cit., 6

incentiva-se a OPA concorrente<sup>95</sup>. A formulação do art. 9.º pode ser alargada de forma a incluir outras medidas anti-OPA.

Por último, DdOPA não harmoniza substancialmente a aplicação dos direitos dos acionistas minoritários e a implementação de medidas de aplicação é deixada aos EM, pelo que os meios judiciais oferecem níveis desiguais de proteção pelos vários membros da UE.<sup>96</sup> A criação da ESMA<sup>97</sup> em 2010 como entidade reguladora é posterior à DoOPA. O regulador europeu tem um papel importante a desempenhar na uniformização do regime, para que Portugal se aproxima, nomeadamente com a revisão do C.V.M.

### 2.3.1 Diretiva da Transparência 2004<sup>98</sup>

A Diretiva da Transparência (DdT) é a Diretiva 2004/109/CE do Parlamento e do Conselho de 15 de dezembro de 2004.

A DdT reflete a preocupação antiga do direito comunitário com a prestação periódica e contínua de informação com vista à transparência dos emitentes e do mercado. As suas fontes - desde logo o Relatório do Comité de Sábios presidido por Alexandre Lamfalussy – já assinalavam alguns pontos-chave que passaram para o texto da Diretiva: (1) a importância da utilização de métodos contabilísticos internacionais (IAS) uniformes por todas as sociedades cotadas na UE; (2) a definição mais clara de abuso de mercado (*insider trading*)<sup>99</sup> e (3) o acordo quanto às regras sobre OPA's.

A padronização na divulgação de informação é vista como um dos fatores que contribui para acelerar a integração do mercado europeu de serviços financeiros<sup>100</sup>.

Assim, o considerando (1) da DdT enaltece o contributo do valor da transparência do mercado de valores mobiliários para o “crescimento e a criação de emprego”; para o reforço da confiança dos investidores; e para a eficiência do mercado. A proteção dos investidores é um dos objetivos centrais da DdT e é alvo de repetido apelo nos considerandos da DdT<sup>101</sup>.

---

<sup>95</sup> “o órgão de administração da sociedade visada é obrigado a obter a autorização prévia da assembleia-geral de accionistas para o efeito antes de empreender qualquer acção susceptível de conduzir à frustração da oferta, *exceptuando a procura de outras ofertas*”

<sup>96</sup> Júlida A Bredée & Charles Demoulin & Felix von Zwehl, ob. cit., 7-26

<sup>97</sup> *European Securities and Markets Authority* (ESMA); a ESMA foi criada via Regulamento (UE) n.º 1095/2010, de 24 de novembro

<sup>98</sup> Hugo Moredo Santos, “Transparência, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto” 71-92; Júlida A Bredée & Charles Demoulin & Felix von Zwehl, *The Takeover Directive and judicial enforcement of shareholder rights in practice*, in “*European Takeovers – The Art of Acquisition*” 7-26

<sup>99</sup> v. ponto 4

<sup>100</sup> Committee of Wise Men, “*Final Report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets*”, Bruxelas 15 de fevereiro de 2001, [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), apud Hugo Moredo Santos, ob. cit., 73-74

<sup>101</sup> considerandos (5), (7) e (27) DdT

Contudo, como refere Hugo Moredo Santos<sup>102</sup>, “a Ddt contém princípios-quadro e opções políticas, sem abordar pormenores técnicos”, seguindo uma linha de harmonização mínima e conferindo aos Estados-Membros (EM) margem para ajustar.

A Ddt reforça o relevo tanto da chamada “informação contínua”, nomeadamente a relativa à divulgação de informação sobre participações qualificadas<sup>103</sup>, como da “informação periódica” relativa à prestação de informação contabilística pelos emitentes.

### **2.3.2 Diretiva dos Acionistas 2007 – Direitos e Responsabilidades dos acionistas<sup>104</sup>**

A Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de julho de 2007, conhecida como Diretiva dos Acionistas (DdA), visou – como se lê pelos seus considerandos - “reforçar os direitos dos acionistas de sociedades cotadas”<sup>105</sup>, “em particular mediante o alargamento das normas de transparência, do direito de voto por procuração, da possibilidade de participação nas assembleias-gerais através de meios eletrónicos e do exercício transfronteiriço do direito de voto”, já que a legislação comunitária existente à data não tutelava convenientemente o exercício “em toda a Comunidade” dos poderes relativos às ações adquiridas concedentes de direitos de voto.<sup>106</sup>

A DdA 2007 foi revogada pela Diretiva 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho de 17 de maio de 2017 (DdA Revista 2017) no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo.

Atualmente, no contexto Europeu pós-Covid a reposição da confiança nos mercados é vista como uma prioridade. Restaurar a confiança entre os investidores finais e a administração das empresas é um dos objetos das reformas em curso, existindo já exemplos de iniciativas recentes. Uma destas iniciativas foi o *UK Stewardship Code*<sup>107</sup>.

O art. 3-G da DdA Revista 2017 requer que os EM assegurem que os investidores institucionais e os gestores de ativos desenvolvam uma política de envolvimento que defina o modo como vão

---

<sup>102</sup> ob. cit, 77

<sup>103</sup> considerando (18) DdT

<sup>104</sup> Rüdiger von Rosen, “*Introductory Remarks*”, 2/ Christian Strenger, “*Introductory Remarks*”, 2 / Pierre Delsaux, “*EU Directive for Improved Shareholder Rights and Shareholder Responsibilities – Unfinished Business*”, 3-6 / Dr. Karl-Gerhard Eick, “*Shareholder Rights and Good Governance – The Company’s View*”, 8-10 / Alastair Ross Goobey, “*Shareholder Rights – The Investors’ Agenda*”, 10-13 / <sup>104</sup> Prof. Dr. Theodor Baums, “*Keynote Address for the Panel Discussion on Shareholder Rights*”, 17-19, in *Shareholder Rights and Responsibilities, The Dialogue between Companies and Investors, Corporate Governance Conference*; Paulo Câmara, ob. cit., 389-393; Konstantinos Sergakis “*The Law of Capital Markets in the EU*”, 28-32

<sup>105</sup> considerando (1) DdA

<sup>106</sup> considerandos (3), (4) e (14) DdA

<sup>107</sup> Vd. I. H-Y. Chiu, «*Turning Institutional Investors into “Stewards”: Exploring the Meaning and Objectives of “Stewardship” (2013)*», apud. Konstantinos Sergakis, ob. cit., 28-32

desenvolver as suas atividades com respeito: à integração do envolvimento dos acionistas na sua estratégia; à monitorização e ao diálogo com as sociedades participadas; ao exercício dos direitos de voto, ao uso dos poderes de representação; à cooperação com outros acionistas; à gestão de eventuais conflitos de interesse; à performance não-financeira dos clientes e ao impacto social e ambiental<sup>108</sup> e também como é feita a comunicação com todos os *stakeholders*.

Se olharmos para o contexto em que é implementada a DdA 2007, vemos que surge num contexto em que: (1) os investidores estão mais conscientes dos seus direitos como acionistas; (2) as empresas enfrentam o problema da baixa participação nas assembleias gerais; (3) as medidas da Comissão Europeia (CE) prestam mais atenção às empresas listadas<sup>109</sup>; (4) nem todas as empresas são facilmente convencidas a seguirem as melhores práticas de governo societário<sup>110</sup>.

As empresas são geridas por um órgão de administração, mas os acionistas são fundamentais porque eles são os donos da empresa. É por isso que conceder um nível adequado de participação aos acionistas é fundamental para atingir um mercado financeiro eficiente na Europa (Pierre Delsaux<sup>111</sup>). Assegurar os direitos de voto e os direitos dos acionistas numa base além-fronteiras é fundamental, pois uma percentagem significativa das empresas europeias (30%) refere-se a empresas detidas por acionistas não residentes.<sup>112</sup>

Nem tudo precisa de ser harmonizado ao nível europeu no tocante ao governo das sociedades; deve deixar-se flexibilidade às empresas para a implementação. O objetivo não é criar um código único de governança. Quando se fala de mecanismos garantes da aplicação das práticas de governança tende-se para a regulação pública. Esta não será a resposta adequada. Devem ser os acionistas os garantes daquela aplicação. É importante assegurar que as medidas vigentes não asfixiam a prática das empresas (*ruling overkill*)<sup>113</sup>.

objetivo primário de qualquer acionista é conseguir um retorno adequado de capital. Isto não é novo. O que é novo é que os acionistas contactam prontamente os membros do órgão de administração

---

<sup>108</sup> A ESMA pronunciou-se a 26/01/2023 sobre as normas europeias de relatos de sustentabilidade (ESRS) que se aplicam às empresas abrangidas pela Diretiva n.º 2022/2464/UE. O objetivo das ESRS é assegurar que os investidores têm um maior conhecimento dos riscos e oportunidades associados aos seus investimentos, ao nível ambiental, social e de governação. A ESMA concluiu, neste caso, que as ESRS cumprem “amplamente”, mas não “completamente” a proteção dos investidores e a estabilidade financeira. Assim, apresentou um conjunto de recomendações para a CE que incluem a necessidade de compatibilização das ESRS com outra legislação europeia, a clarificação de algumas definições e a inserção de orientações adicionais sobre o processo de aferição da materialidade da informação. Este é um exemplo do trabalho desenvolvido da ESMA.

Para efeitos da presente dissertação, as ESRS não são tema de análise.

<sup>109</sup> Rüdiger von Rosen, ob. cit., 2

<sup>110</sup> Christian Strenger, ob. cit., 2

<sup>111</sup> ob. cit., 3-6

<sup>112</sup> Pierre Delsaux, ob. cit., 3

<sup>113</sup> Dr. Karl-Gerhard Eick, ob. cit., 8-10

para os pressionar a agir quando os retornos que esperam não estão a ser gerados. E os gerentes são cada vez mais pessoalmente responsáveis pelo fracasso de uma empresa.<sup>114</sup>

É também atendível que a transparência na empresa afeta a performance financeira, bem como questões de estratégia, dos processos de decisão e obriga ao cumprimento de requisitos constantes de transparência (*disclosure*) para com o mercado. Espera-se das empresas internacionais, que têm de compactuar com a legislação nacional, comunitária e dos Estados Unidos (EUA)<sup>115</sup> que forneçam declarações incondicionais de cumprimento (*compliance*) relativas às regras de todas aquelas jurisdições. As empresas europeias estão até numa posição de desvantagem com aquelas que são apenas listadas nos EUA, pois enquanto empresas listadas nos EUA, apenas têm de cumprir com os requisitos daquele país. Assim, reduzir a complexidade das regras, princípios e regulações e procurar uma melhor harmonização ao nível internacional, e não apenas ao nível europeu, mostra-se da maior relevância para a consolidação da eficiência das empresas europeias, que operam cada vez ao nível transfronteiriço.<sup>116</sup>

No seguimento da Diretiva 2004/39/CE de 21 de abril (DMIF – Diretiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros), os serviços de controlo do cumprimento (*compliance*) cresceram em importância, tendo consagração expressa no art.305.º-A do C.V.M., em transposição do art. 13.º / 2 da DMIF. Esta atividade não deve ser considerada apenas um custo, mas também como um sistema de criação de valor e de aperfeiçoamento de práticas da organização.<sup>117</sup> A DMIF foi revogada pela DMIF II – a Diretiva 2014/65/EU, de 15 de maio; além disso está em vigor o Regulamento Delegado (UE)2017/565, de 25 de abril de 2016 e as Orientações sobre determinados aspetos dos requisitos associados à função de verificação do cumprimento no quadro da DMIF II.<sup>118</sup>

O diálogo entre o órgão de administração das empresas e os seus acionistas serve para fortalecer as sinergias e promover a estabilidade na estrutura acionista, de modo a incentivar os acionistas de longo termo e evitar que a estrutura acionista dependa dos investidores de curto prazo, despreocupados com os destinos das empresas e, na realidade, com tudo o que não seja o lucro a curto prazo dos seus investimentos.

A boa governança traz vantagens para os acionistas de longo termo, porque a governança das empresas não vive numa base de mês a mês, ou de trimestre a trimestre (*quarter-to-quarter*). O

---

<sup>114</sup> Dr. Karl-Gerhard Eick, ob. cit., 8-10

<sup>115</sup> Quando se trate de empresas listadas nos EUA.

<sup>116</sup> Dr. Karl-Gerhard Eick, ob. cit., 8-10

<sup>117</sup> Paulo Câmara, ob. cit., 389-393

<sup>118</sup>

Disponível

em:

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_compliance\\_function\\_requirements\\_pt.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_compliance_function_requirements_pt.pdf)

programa da CalPERS<sup>119</sup> prova que as empresas com boa governança geram confiança ao mercado e valor acrescentado.<sup>120</sup> O diálogo entre o órgão de administração e os acionistas é crucial para as partes alinharem os seus interesses e que a boa governança acarreta consequências positivas para todos os envolvidos.

É complexo regular ao nível europeu; da regulação europeia resultam soluções ambíguas e algo rígidas com alguma frequência quando lidas da perspectiva de cada uma das empresas, especialmente na área do mercado financeiro, pois a verdade é que os desafios de cada umas das empresas são idiossincráticos e não há regulação societária capaz de chegar com eficiência a cada uma destas unidades, pelo que a adoção das medidas tende a partir de casos-tipo e daí se fazer a indução para o geral das empresas (“*one-size-fits-all solution*”).<sup>121</sup>

Ainda assim, reconhecer a dificuldade de legislar em matéria societária ao nível europeu não é suficiente para escusar as empresas de cumprirem os necessários requisitos de *disclosure* e de *compliance*, porque a eficiência e a confiança do mercado europeu dependem de tal cumprimento.<sup>122</sup> O que se aconselha - ainda que não seja esse o instinto básico da empresa, tentada a manter os seus segredos e a informar o menos possível – é que órgãos de administração e acionistas, por um lado, compactuem com as normas ou aleguem razão suficiente para não o fazer («*comply or explain*»); e que, por outro lado, se empenhem no diálogo *inter partes* e sejam também um agente no robustecimento das regras e das melhores práticas.

---

<sup>119</sup> *California Public Employees' Retirement System*, agência que administra os benefícios de pensão e saúde de funcionários públicos reformados do Estado da Califórnia e que gere o maior fundo público de pensões dos EUA.

<sup>120</sup> Alastair Ross Goobey, 10-13

<sup>121</sup> Prof. Dr. Theodor Baums, ob. cit., 17-19

<sup>122</sup> Prof. Dr. Theodor Baums, ob. cit., 17-19

### 3. Os Princípios de *Corporate Governance*<sup>123</sup>

O processo previsto para a OPA baseia-se em valores como a transparência e a integridade do mercado (v. art.8.º DdOPA); às empresas incumbem deveres procedimentais – tais como a elaboração de listas de pessoas com acesso a informação privilegiada (listas de *insiders*)<sup>124</sup> – cujo cumprimento contribui positivamente para a prossecução daqueles valores. A estas «boas práticas» referem-se as expressões *Corporate Governance*, governo das sociedades ou governança.

Na origem do conceito estão os *Principles of Corporate Governance* (1992) nos EUA e o *Cadbury Report* (1992) no Reino Unido, no seguimento do qual se publicou um “Código” de boas práticas de governação aplicável às sociedades cotadas britânicas. Apesar de não ser vinculativo, veio a ser implementado em muitas empresas que foram obrigadas a declarar o grau de cumprimento dessas regras (*compliance statement*).

Em Portugal, o art. 2.º/1 do Regulamento da CMVM n.º 4/2013 de 1 de agosto dispõe que as sociedades devem adotar «o Código da CMVM ou um código de governo societário emitido por entidade vocacionada para o efeito».

O Instituto Português de Corporate Governance (IPCG) – na qualidade de «entidade vocacionada para o efeito» - publicou em 2018 a 1ª versão do seu Código de Governo das Sociedades (CGS).

Ao longo dos princípios do CGS – identificados por uma letra após a revisão de 2023 – fornece-se às empresas orientações de boas práticas de governo societário.

A arrumação é feita por dois princípios gerais (A e B) seguidos de oito capítulos numerados de I a VIII, versando os capítulos sobre: Relação da sociedade com Acionistas, Partes Interessadas e a Comunidade em Geral (I); Composição e Funcionamento dos Órgãos da Sociedade (II); Acionistas e Assembleia Geral (III); Administração (IV); Fiscalização (V); Avaliação de Desempenho, Remunerações e Nomeações (VI); Controlo Interno (VII); e Informação e Revisão Legal de Contas.

Os dois princípios gerais introdutórios dizem respeito:

- (princípio geral A) às *finalidades da disciplina do governo das sociedades*; são elas «(...) a prossecução dos respetivos interesses de longo prazo, desempenho e desenvolvimento sustentado (...) ponderação dos interesses dos acionistas e restantes investidores, trabalhadores, clientes, credores, fornecedores e demais partes interessadas (...) reforço da confiança na qualidade, transparência e padrões éticos de atuação da administração e fiscalização (...) desenvolvimento sustentável da comunidade (...) (e) do mercado de capitais.”.

<sup>123</sup> António Pereira de Almeida, ob. cit. 150-153

<sup>124</sup> art. 18.º Regulamento 596/2014, de 16 de abril – Regulamento Abuso de Mercado (RAM); v. ponto seguinte

- (princípio geral B) à *natureza não vinculativa do CGS*; O Código é de «adesão voluntária» e «assenta num princípio de *comply or explain*».

#### 4. Abuso de informação privilegiada<sup>125</sup>

Com a previsão do crime de abuso de informação privilegiada (*insider trading*) visa-se proteger a confiança dos investidores no funcionamento dos mercados de valores mobiliários.

A noção legal é dada pelo art. 378.º / 4 do C.V.M. - após a transposição do art. 7.º/1/ al. a) do Regulamento 596/2014, de 16 de abril – Regulamento Abuso de Mercado (RAM) - e envolve quatro características: que seja a informação não pública (1), precisa (2), específica (3) e idónea para influenciar de maneira sensível o preço (4).

A informação é *não pública* quando não é acessível à generalidade dos investidores.

É *específica* quando diz respeito, direta ou indiretamente, a qualquer emitente ou valores mobiliários ou instrumentos financeiros.

É *precisa* quando se está perante um facto ocorrido, existente ou razoavelmente previsível, e não perante rumores ou especulações, existindo um grau de concretização que permite que a mesma seja utilizada;

*idónea para alterar o preço (price sensitive)* quando se está perante um facto que - se fosse conhecido pelo investidor razoável à data em que ocorreu - alteraria significativamente o preço dos ativos.

A identificação da fonte de conhecimento do agente da informação privilegiada continua a ser relevante para efeitos da determinação da moldura penal aplicável. A estas fontes se referem as alíneas do art. 378.º / 1 C.V.M..

A prevenção faz-se através da comunicação de transações de dirigentes e das listas de *insiders*. A matéria é hoje tratada nos arts. 18.º e 19.º do RAM<sup>126</sup>.

Quanto às listas de *insiders*, os emitentes devem elaborar uma lista de todas as pessoas que acedem a informação privilegiada; devem facultá-la às autoridades competentes a pedido destas e com a maior brevidade possível; devem mantê-la durante um período mínimo de cinco anos após ter sido elaborada ou atualizada.

<sup>125</sup> António Pereira de Almeida, ob.cit. 163-164, 265-269; A. Barreto Menezes Cordeiro, ob. cit., 379-385; Paulo Câmara, ob.cit., 865-877; Frederico Simões, “Buy the rumour, sell the news”, 9-23; “Novas medidas de prevenção e combate ao abuso de mercado”; Rodrigo Sá Pereira Ribeiro da Fonseca, “Sociedade abertas: Algumas questões levantadas pelo *Insider Trading* em Portugal”; Ana Cláudia Salgueiro, “Abuso de Informação Privilegiada - O Especial Caso dos Instrumentos de Remuneração dos Administradores”, 37-56; Francisco Proença de Carvalho & Filipa Loureiro, “O crime de abuso de informação privilegiada (*insider trading*)...”, 111-119; Cátia Isabel Correia Rosa Miguel de Matos, “*Insider trading*, O Abuso de Informação Privilegiada”, 53-62

<sup>126</sup> Os arts. 248.º e 248.º-B do C.V.M que dispunham sobre as operações de dirigentes foram revogados pela Lei n.º99-A/2021. O regime aplicável é agora dado em exclusivo pelo RAM.

Segundo o considerando (57) do RAM, pretende-se com as listas de *insiders* proteger a integridade do mercado, controlando o fluxo de informação privilegiada e gerindo as obrigações de confidencialidade.

O conteúdo mínimo obrigatório das *listas de insiders* consiste na identificação: da(s) pessoa(s) com acesso a informação privilegiada; do motivo de inclusão da pessoa na lista; da data e hora em que essa pessoa acedeu a informação privilegiada, e da data em que foi criada a lista.

As listas devem ser atualizadas, sempre que: ocorra uma alteração do motivo de inclusão de uma pessoa inscrita na lista; haja uma nova pessoa com acesso a informação privilegiada, e/ou cesse o acesso de alguma das pessoas a informação privilegiada.

Já no que respeita à *comunicação de operações*, todas as operações efetuadas pelos dirigentes de um emitente e pessoas estritamente relacionadas com eles devem ser comunicadas ao emitente e à autoridade competente. As comunicações relativas às operações devem ser prontamente efetuadas e até três dias úteis após a operação em causa.

O RAM define «dirigentes»<sup>127</sup> como alguém no seio do emitente que seja membro dos órgãos de administração, de gestão ou de supervisão da entidade, ou um responsável de alto nível, que não sendo membro daqueles órgãos, tenha acesso regular a informação privilegiada, direta ou indiretamente.

O RAM fornece-nos também a noção de «pessoas estreitamente relacionadas»<sup>128</sup> com os dirigentes de emitentes. Trata-se do seu cônjuge ou parceiro equivalente a cônjuge nos termos da legislação do EM; dos filhos a cargo; doutros familiares que coabitem com o dirigente durante pelo menos um ano à data da operação em causa, e de uma pessoa coletiva, fundo fiduciário ou sociedade de pessoas, cuja gestão seja exercida pelo dirigente ou por alguém pertencente à categoria de “pessoas estreitamente relacionadas” e que direta ou indiretamente, controle, ou tenha interesse económico na pessoa coletiva, fundo fiduciário ou sociedade de pessoas.

A comunicação de operações obedece também a um conteúdo mínimo (19.º / 6 RAM). Todavia, a comunicação de operações apenas se torna obrigatória quando o montante total das operações atingir determinados patamares (19.º / 1; 8 e 9 RAM), sendo o limiar mínimo estabelecido de 5,000.00 EUR, salvo decisão da autoridade nacional competente de relaxar o limiar mínimo para os 20,000.00 EUR, mediante comunicação à ESMA e respetiva justificação.

O ilícito é penalmente tutelado, na forma consumada ou na forma tentada, ou em qualquer modalidade de participação, nos termos dos arts. 22.º, 26.º e 27.º do Código Penal (C.P.).

O crime de abuso de informação privilegiada é imputável a pessoas singulares e apenas a título doloso, nos termos do art. 13.º do C.P., existindo um nexo causal entre a informação e a conduta ilícita.

---

<sup>127</sup> art. 3.º / 25) RAM.

<sup>128</sup> Art. 3.º / 26 RAM

A imputação do crime a título de dolo enquanto elemento essencial da punibilidade do agente que pratica o facto resulta das regras gerais previstas no C.P..

O bem jurídico protegido pelos crimes de abuso de informação é a integridade do mercado. O desvalor típico da ação corresponde ao aproveitamento da assimetria informativa inerente à posse de informação não-pública.<sup>129</sup> Está em causa a função pública da informação<sup>130</sup>.

Este crime de mercado consiste em alguém usar, no mercado de valores mobiliários, uma informação economicamente relevante e a que teve acesso por uma via privilegiada, antes de a generalidade dos atores do mercado a poderem conhecer, daí colhendo benefícios.<sup>131</sup>

Exprime-se, com a expressão «*insider trading*», a ideia de “comércio interior ou do que está dentro” (Fátima Gomes).<sup>132</sup>

Na jurisprudência encontramos reduzidos casos de abuso de informação privilegiada que chegaram a julgamento. As decisões jurisprudenciais existentes, ainda que escassas, permitem extrair conclusões sobre a perspetiva do julgador sobre estes casos. Como exemplo, refira-se<sup>133</sup>: - o acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 23 de outubro de 2007<sup>134</sup>, no qual este Tribunal condenou dois administradores de uma sociedade cotada, por uso indevido de informação privilegiada, relativa à aquisição a um fundo de investimento de um grande lote de ações de outra sociedade cotada, quando os administradores preparavam o lançamento de uma OPA e negociavam com outro acionista a compra de um lote de ações por valor superior à primeira aquisição, tendo lançado a OPA no mesmo dia a esse preço superior;

- o acórdão do Tribunal da Relação do Porto de 17 de fevereiro de 2016, no qual este Tribunal deu como provado que o conhecimento prévio de uma proposta de fusão entre os bancos BCP e BPI esteve na base dos ganhos avultados com a venda de ações dos dois arguidos no processo, o presidente da comissão executiva do banco “BPP” e a sua esposa. Neste caso, em sentença datada de 15 de setembro de 2016, os arguidos acabaram por ser absolvidos, o que demonstra a dificuldade na prova dos factos que consubstanciam a prática do crime de abuso de informação privilegiada;<sup>135</sup>

- o acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 12 de julho de 2016, no qual os arguidos - aproveitando-se da informação de que a EDP Renováveis iria apresentar uma oferta pública inicial - adquiriram para o BES cerca de 7 milhões de ações EDP pelo preço unitário de 3,74 EUR através do

---

<sup>129</sup> Frederico Simões, ob. cit., 13

<sup>130</sup> Frederico Simões, citado por Ana Cláudia Salgueiro, ob. cit., 43

<sup>131</sup> Ana Cláudia Salgueiro, ob. cit., 37

<sup>132</sup> Fátima Gomes, *Insider Trading*, Valadares: APDMC – Associação Portuguesa para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais, apud Ana Cláudia Salgueiro, ob. cit., 38  
1996, p. 7.

<sup>133</sup> Rodrigo Sá Pereira Ribeiro da Fonseca, 28-37

<sup>134</sup> Não foi possível obter o n.º de processo. O caso é citado pela CMVM em “Novas medidas de prevenção e combate ao abuso de Mercado”, Documentos aprovados após Consulta Pública, 16

<sup>135</sup> Rodrigo Sá Pereira Ribeiro da Fonseca, 32

fundo de investimento OCA 32. O Tribunal da Relação de Lisboa condenou os arguidos pela prática do crime de abuso de informação privilegiada.

É de facto difícil a prova nestes casos, já que muitas vezes os arguidos justificam a obtenção da vantagem com base no seu conhecimento técnico e experiência, ou em determinada conjuntura favorável, sendo necessário um trabalho atento do julgador, de forma a desmontar estes argumentos e conseguir provar o uso de informação privilegiada na base do enriquecimento indevido.

A génese do abuso de informação está ligada ao uso de informações relevantes para a cotização de valores, por parte de sujeitos que se encontram numa posição privilegiada, em relação aos demais intervenientes no mercado. Os sujeitos ativos deste crime de mercado serão os *insiders* internos (*corporate insiders*); os *temporary insiders* e *insiders* não institucionais; em determinadas circunstâncias também os *outsiders* (*tippies*).

No âmbito da OPA, a prática do crime é alvo do amplo escrutínio da CMVM. A obrigação legal de anúncio preliminar visa exatamente prevenir o *insider trading*. Em todo o caso, «a resposta a este problema deverá ser, sobretudo, penal» (Ana Cláudia Salgueiro<sup>136</sup>).

Designadamente no contexto da aquisição potestativa mostra-se da maior importância que os acionistas minoritários tenham em sua posse toda a informação material relevante, o que é conseguido através do cumprimento dos requisitos obrigatórios de *disclosure*, dada a publicidade da oferta. Só assim poderão aqueles tomar uma decisão racional, pois são capazes de escolher entre as alternativas disponíveis e assim aumentar o seu lucro.

A previsão do crime de uso e transmissão indevida de informação privilegiada concorre positivamente para a transparência dos mercados.

---

136 ob. cit., 55

## 5. O preço justo na Aquisição Potestativa<sup>137</sup>

A Diretiva das OPA 2004 (DdOPA) contém uma presunção legal a propósito do preço justo na aquisição potestativa (*squeeze-out*).

A DdOPA inclui uma condição a preencher para implementar o direito de aquisição potestativa para os oferentes. O que permite ao oferente, após uma oferta bem-sucedida, adquirir as quotas remanescentes a um preço justo. A DdOPA permite aos Estados Membros (EM) optarem entre uma de duas diferentes opções:

-(1) o art. 15.º/2/al. a) DdOPA permite ao oferente o *squeeze-out* quando este detenha não menos do que 90% das ações representativas de direitos de voto e 90% dos direitos dos direitos de voto da empresa-alvo, permitindo ao oferente invocar o *squeeze-out*, independentemente de a fasquia percentual (*triggering threshold*) ter sido alcançada antes ou durante a oferta voluntária (*Continental Rule*); -(2) o art. 15.º/2/ al. b) permite o *squeeze-out* quando o oferente tenha adquirido ou venha a adquirir não menos do que 90% do total de ações representativas de direitos de voto da sociedade-alvo e 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta, sendo o *triggering threshold* neste caso referente em exclusivo às ações abrangidas na oferta anterior (*UK rule*).

O *squeeze-out* é normalmente a parte final do processo de aquisição de uma empresa. Uma oferta voluntária é tipicamente condicionada em o oferente obter uma maioria que lhe permita exercer o *squeeze-out* das ações remanescentes e completar a aquisição na totalidade.

A presunção legal a que nos referimos surge no art. 15.º / 5. Trata-se da *voluntary bid presumption* (VBP)<sup>138</sup>. A aplicação da VBP em conexão com a *Continental Rule* (art. 15.º/2/ al. a) ) requer sempre o preenchimento de três condições: (1) ser a oferta voluntária; (2) ser a oferta aceite por uma maioria que permita ao oferente, após a oferta, deter não menos do que 90% das ações representativas dos direitos de voto, como requerido pela *Continental Rule*; (3) o oferente adquirir com a oferta não menos do que 90% das ações abrangidas pela oferta.

Como as condições (2) e (3) têm de ser preenchidas em conjunto, elas impõem um teste duplo: que o oferente tenha adquirido em simultâneo 90% de todos os direitos de voto na sociedade-alvo e 90% das ações representativas de direitos de voto sujeitas à oferta.

<sup>137</sup> Timo Kaisanlahti, "When is a Tender Price Fair in a Squeeze-Out?"

<sup>138</sup> (15.º / 5 DdOPA) «a contrapartida da oferta presume-se justa se o oferente tiver adquirido, em resultado da aceitação da oferta, valores mobiliários que representem pelo menos 90 % do capital com direito de voto abrangido pela oferta.»

Já nas ofertas obrigatórias – arts. 5.º/1 e 15.º/5<sup>139</sup>, a presunção de preço justo para o *squeeze-out* (MBP “*mandatory bid presumption*”) não é do mesmo tipo, pois não requer o preenchimento das condições (2) e (3), apenas requer que tenha existido uma oferta obrigatória nos termos do art. 5.º/1.

Em ambos os casos, o preço oferecido na OPA define o preço mínimo para a compensação em *squeeze-out* subsequente.

Um acionista minoritário levará também em conta o preço de mercado pré-oferta, já que nada impede que na oferta voluntária a oferta seja abaixo do preço de mercado. A posição do acionista minoritária é mais protegida na oferta obrigatória, já que o preço mínimo é o definido pelo art. 5.º/4. Mas mesmo na oferta obrigatória, é possível que as cotações subam depois das aquisições referidas no art. 5.º/4 mas antes do lançamento da OPA obrigatória, de tal modo que o preço mais elevado pago pelo oferente e por outros sujeitos a ele afetos e que determina o preço mínimo para a oferta obrigatória seja mais baixo comparado com o preço de mercado pré-oferta.

O grupo de peritos liderado por Jaap Winter que aconselhou a Comissão<sup>140</sup> durante a preparação da proposta de Diretiva de OPA não ofereceu explicação clara para o motivo do patamar (*threshold*) se fixar nos 90% no *squeeze-out* pós-OPA voluntária, mas este limite percentual de 90% traz vantagens procedimentais inegáveis, ao incentivar os oferentes a lançarem OPA’s gerais, melhor se cumprindo o princípio basilar do igual tratamento de todos os sócios, presente no art. 3/1/ al. a) da DdOPA.

---

<sup>139</sup> (15.º / 5 DdOPA) «Na sequência de uma oferta obrigatória, presume-se que a contrapartida da oferta corresponde ao preço justo.»

<sup>140</sup> O relatório é disponibilizado pelo *European Corporate Governance Institute* (ECGI), em: [https://www.ecgi.global/sites/default/files/report\\_en.pdf](https://www.ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf)

## 6. Prémio de controlo<sup>141</sup>

Existe prémio de controlo (*takeover premium*), ou prémio de oferta, quando os acionistas de uma empresa recebem pela OPA dinheiro ou ativos num valor superior ao valor de mercado da empresa-alvo.

Entre as empresas compradoras relativas ao mercado dos EUA e ao mercado europeu encontramos diferenças e semelhanças na explicação do prémio de oferta das Fusões e Aquisições (F&A).

A variação do prémio de controlo deve-se às características dos mercados, aos seus regimes legais, níveis de competitividade, propriedade de capitais, formas de financiamento, proteção dos acionistas e credores e eficácia dos regimes judiciais. Também o número de ativos detidos pela empresa compradora em relação à empresa alvo e o nível de endividamento da empresa alvo.

As F&A visam aumentar a eficiência e as sinergias que resultam da junção das empresas envolvidas, bem como obter:

- uma melhor gestão por parte da empresa compradora dos recursos da empresa alvo;
- um melhor aproveitamento dos benefícios do endividamento e uma melhor avaliação dos ativos.<sup>142</sup>

As barreiras entre países são cada vez menos severas, o que facilita o processo de F&A, que através do Investimento Direto Estrangeiro (IDE) permite que as empresas entrem em novos mercados.

Existe uma diferença em termos operacionais entre os mercados no que diz respeito a regras e regulamentos, níveis de atividade de F&A, propriedade de capital das empresas, formas de financiamento e nível de proteção dos acionistas e credores.

O mercado anglo-saxónico é um mercado mais apelativo para as F&A devido ao nível de competitividade, grau de proteção dos acionistas e qualidade contabilística.

Um prémio de oferta elevado está positivamente relacionado com uma maior probabilidade de o negócio se realizar.

A análise devida do prémio de controlo é um fator importante no negócio, já que daquela depende evitar-se que seja a F&A ineficiente devido ao excesso de confiança dos gestores da empresa compradora (*hubris*), que pode resultar em sobreavaliação dos ativos em causa (*winner's curse*)<sup>143</sup>, fazendo com que a sociedade visada valorize acima das suas possíveis concorrentes, tornando a oferta ineficiente. Além de que uma má avaliação pode fazer cair a reputação da empresa oferente.

---

<sup>141</sup> João Manuel da Silva Ferreira, "Fusões e aquisições determinantes do prémio da oferta no mercado europeu"; Luc Renneboog & Peter G. Szilagyi, "How do Mergers and Acquisitions Affect Bondholders in Europe? Evidence on the Impact and Spillover of Governance and Legal Standards"

<sup>142</sup> João Manuel da Silva Ferreira, ob. cit., 1

<sup>143</sup> João Manuel da Silva Ferreira, ob. cit., 4

Os possíveis ganhos associados com a oferta traduzem-se em ganhos através de ativos subavaliados, má gestão e sinergias conseguidas através da junção das empresas.

O prémio de controlo varia também em função das medidas anti-aquisição<sup>144</sup>; do número de ativos detidos pela empresa compradora em relação à empresa alvo; das comissões pagas pela empresa alvo à empresa compradora caso o negócio não se conclua (*termination fees*)<sup>145</sup>; da atitude do negócio (amigável ou hostil); do método de pagamento e de transações entre os mesmos setores de negócio. Mas as medidas anti-aquisição podem traduzir-se num aumento do prémio de controlo. Também existir um *toehold* elevado - nos termos em que vimos<sup>146</sup> - pode refletir-se negativamente no prémio a pagar, ao diminuir a possibilidade de um nível de competitividade elevado.

Por outro lado, se existir uma *break-up fee* elevada, o prémio de controlo irá aumentar, já que surgindo uma segunda empresa interessada na aquisição, terá de superiorizar-se ao prémio da empresa compradora original, mais a *break-up fee*.

Quanto ao mercado europeu, a Europa Continental (*civil law*) apresenta um tipo de propriedade mais concentrada, do tipo familiar, ao contrário do tipo de concentração dispersa do mercado dos EUA/anglo-saxónico (*common law*). Do mesmo modo, o mercado europeu é menos protetor dos acionistas. Estas tendências mantêm-se notórias, não se podendo para já adiantar uma convergência global no que diz respeito à forma de operar no processo de F&A<sup>147</sup>.

Nas F&A transfronteiriças, a combinação das duas estruturas de governança, a da Europa Continental e a Anglo-saxónica pode facilitar a procura dos credores pela jurisdição que melhor suporte a sua posição e assegure a máxima satisfação para as suas pretensões<sup>148</sup>.

A criação de riqueza nos acordos de F&A's relaciona-se também com a dimensão da empresa-alvo.

Por outro lado, a aquisição de sociedades-alvo não cotadas (*private firms*)<sup>149</sup> também gera mais retorno, pois a competição é mais limitada na aquisição, o que tende a aumentar a chance de pagamento insuficiente (*underpayment*) pelas ações da empresa alvo<sup>150</sup>.

As diferenças na regulação e nas instituições dos países das sociedades adquirentes e das sociedades-alvo é igualmente de considerável importância. O nível de proteção concedido às adquirentes e aos acionistas é levado em conta na consideração do prémio de oferta.

---

<sup>144</sup> v. ponto 1.4

<sup>145</sup> v. supra, nota de rodapé 55

<sup>146</sup> v. ponto 1.6

<sup>147</sup> João Manuel da Silva Ferreira, ob. cit., 15

<sup>148</sup> Prática conhecida por *jurisdiction shopping*, ou *forum shopping* v. Luc Renneboog & Peter G. Szilagyi, ob. cit., 1

<sup>149</sup> Luc Renneboog & Peter G. Szilagyi, "How do Mergers and Acquisitions Affect Bondholders in Europe? Evidence on the Impact and Spillover of Governance and Legal Standards", 11

<sup>150</sup> Luc Renneboog & Peter G. Szilagyi, ob. cit., 5

## 6.1 A reação dos mercados de capitais aos anúncios de OPA's em Portugal<sup>151</sup>

Os estudos centrados no mercado de capitais em Portugal resultam em amostras de pequena dimensão, por ser o mercado exíguo.

Num primeiro estudo<sup>152</sup> fez-se a análise das OPA's ocorridas em Portugal entre 2000 e 2010. Neste estudo sugere-se um impacto positivo da OPA para os acionistas das empresas-alvo. Alerta-se também para a potencial existência de abuso de informação privilegiada, especialmente notória em empresas que foram alvo de uma OPA por parte de uma empresa estrangeira, com uma maior antecedência do que é verificado nos casos de adquirentes nacionais.

Os impactos positivos registados nos retornos supranormais proporcionadas pelas OPA's associam-se a alguns fatores:

- a maior experiência da empresa adquirente;
- ser a OPA de natureza horizontal<sup>153</sup>;
- serem as empresas de dimensão similar;
- a presença de grandes acionistas na sociedade oferente, e não na sociedade visada;
- ser a localização da empresa-alvo num país com baixa proteção dos acionistas relativamente ao país adquirente, no tocante às OPA's transfronteiriças;
- ser o método de pagamento o numerário;
- não ser a OPA lançada por imposição legal;
- ser a OPA sujeita a autorização prévia administrativa ou da autoridade de concorrência;
- ser a OPA bem sucedida.

A presença da empresa adquirente no capital da visada (participação prévia) contribui também para um impacto positivo nos retornos arrecadados.

Por outro lado, ressalve-se que a existência de abuso de informação privilegiada a que se aludiu - especialmente nas operações transfronteiriças - pode igualmente ser um fator justificativo dos lucros extracapturados.<sup>154</sup>

---

<sup>151</sup> Preciosa da Conceição Sampaio Carvalho "Reação dos Mercados de Capitais aos Anúncios de OPA's em Portugal"; Jorge Filipe Soares Rafael "Rendibilidades Anormais em Ofertas Públicas de Aquisição no Mercado Acionista Português".

<sup>152</sup> Preciosa da Conceição Sampaio Carvalho, ob. cit.

<sup>153</sup> Vasco Raul Barrote Rodrigues, "Causas e Efeitos das Fusões de Empresas: Teoria e Evidência", Universidade Católica Portuguesa, Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia e Gestão, apud Preciosa da Conceição Sampaio Carvalho, ob. cit., 46

<sup>154</sup> Preciosa da Conceição Sampaio Carvalho, ob. cit., 82

Atento o facto de que os anúncios preliminares de OPA's provocam uma reacção imediata anormal sobre as cotações das ações dos mercados bolsistas, também um outro estudo<sup>155</sup> referente ao período 1989-2016, nos permite extrair conclusões.

As OPA's geram rendibilidades médias anormais positivas de 3,24% para as entidades envolvidas conjuntamente.

As empresas oferentes apresentam melhor desempenho quando financiam as OPA's através de numerário, em vez da troca de títulos.

Trata-se de vantagens de negociar diretamente com os acionistas e não com a administração, fazendo face de maneira eficaz à teoria da agência de Jensen & Meckling (1976)<sup>156</sup>, segundo a qual os gestores preferem os interesses pessoais aos interesses dos acionistas.

É por isso um princípio central da OPA o facto de esta ser lançada sobre a globalidade dos acionistas e que todos sejam tratados de forma igual, ao contrário da *ramassage*<sup>157</sup>. Da mesma forma que a má gestão da empresa cotada a torna mais suscetível a ser alvo de OPA.

As rendibilidades anormais são geradas pelo processo da OPA, visto que os investidores reagem imediatamente ao anúncio preliminar e à informação nele contida.

Por isso – e face ao que ficou exposto - a maioria dos autores concorda que as F&A criam valor para as empresas globalmente, desde logo devido ao melhor desempenho das empresas visadas.

---

<sup>155</sup> Jorge Filipe Soares Rafael, ob. cit.

<sup>156</sup> Jensen, M. & Meckling, W. H., "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", 305-360, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976, apud. Jorge Filipe Soares Rafael, ob. cit., 8

<sup>157</sup> v. supra nota de rodapé 22

## 7. Regulação<sup>158</sup>

A área do Direito dos valores mobiliários pauta-se por uma acelerada dinâmica; pela necessidade de intervenções urgentes, e pelo alargamento do âmbito de harmonização comunitária.

Consequentemente a CMVM, em Portugal, e a ESMA, ao nível comunitário<sup>159</sup> são autoridades financeiras independentes com competência para a emissão de regulamentos, de pareceres genéricos e de atos interpretativos não-sancionatórios (*no action-letters*), que asseguram o funcionamento regular dos mercados financeiros. Aos procedimentos de supervisão da CMVM refere-se o art. 360.º do C.V.M. . Entre outros, a CMVM formula recomendações, difunde informações e avalia e divulga as práticas de mercado (n.º 1 / als. f), g), i) ).

### 7.1 O impacto da regulação no investimento internacional em Portugal<sup>160</sup>

Portugal registou um dos níveis mais altos de IDE<sup>161</sup> na OCDE (71%) em 2021.

O relatório da OCDE relativo ao impacto da regulação sobre o investimento internacional em Portugal pretende mostrar como reformas regulatórias em Portugal ajudarão a melhorar a captação de IDE.

As reformas que vimos ao nível do C.V.M. convergem para a europeização do regime nacional e estão em linha com os objetivos da Estratégia Portugal 2030 e do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR)<sup>162</sup>.

As F&A transfronteiriças têm sido relativamente mais importantes para Portugal do que para as economias selecionadas no estudo do relatório<sup>163</sup>. E o número de acordos de F&A, embora tendo recuado drasticamente durante a pandemia, vai recuperando a bom nível no pós-Covid.

Em 2022, as transações relativas a F&A transfronteiriças registavam ainda 10% menos que em 2018, antes da pandemia. A maior parte das F&A transfronteiriças registadas em Portugal vêm da região intra-Espaço Económico Europeu (EEE).

O setor das telecomunicações continua dominante em atividade de F&A, 97%.

---

<sup>158</sup> Paulo Câmara, ob. cit., 251-254

<sup>159</sup> Assim como a SEC (*U.S. Securities and Exchange Commission*) nos EUA.

<sup>160</sup> Relatório da OCDE, "*The Impact of Regulation on International Investment in Portugal*", *The Impact of Regulation on International Investment in Portugal* | OECD iLibrary (oecd-ilibrary.org)

<sup>161</sup> Índice de Investimento Direto Estrangeiro

<sup>162</sup> v. infra pontos 6.2.1 e 6.2.2

<sup>163</sup> República Checa (CZE), Estónia (EST), Lituânia (LTU), Polónia (POL), Eslováquia (SVK) e Espanha (ESP).

Em 2020, as empresas estrangeiras no global de Portugal contabilizavam apenas 2%, mas contribuíam substancialmente para a economia portuguesa, empregando 18% do global da população ativa empregada, gerando 28.4% das receitas e perfazendo 24.6% do total de I&D<sup>164</sup>, pelo que é significativo o papel das empresas multinacionais estrangeiras.

É importante perceber, no contexto da regulação do mercado português, que ineficiências estão a bloquear o desenvolvimento do índice de captação do investimento estrangeiro, que tem sido vital para a revitalização da economia, e também para que Portugal atinja, designadamente, os seus objetivos de transição para economia verde e de igualdade de género na empresa e no mercado.

O pós-pandemia e a invasão da Rússia à Ucrânia causaram dificuldades óbvias às economias nacionais, em especial àquelas que, como a portuguesa, vinham prosseguindo objetivos de captação do investimento estrangeiro. Trata-se de uma competição sem grande margem para erro e o aspeto regulatório - também no tocante às F&A - desempenha um papel a ter em conta.

O relatório mencionado, no seu ponto 3<sup>165</sup>, refere que Portugal podia receber 13% mais de F&A transfronteiriças se reduzisse as restrições regulatórias, como medidas pelo Index STRI<sup>166</sup> da OCDE.

Reduzir esta discrepância até ao nível que regista a Lituânia em termos de STRI (o mais baixo registado no estudo dos países-pares analisados), traria 4% mais de acordos de F&A transfronteiriças e apenas fixar a regulação ao nível europeu contribuirá para 1% extra destes acordos em Portugal.

Mas a regulação tem uma razão de ser - visa o equilíbrio entre os interesses dos acionistas, investidores, trabalhadores e as restantes partes interessadas e o bom funcionamento da comunidade e do mercado de capitais.

Desregular pode implicar problemas sérios à segurança jurídica e ao interesse público. Governo e autoridade reguladora têm legitimidade para tomarem uma posição, mais favorável ou menos favorável à captação de empresas estrangeiras.

Em todo o caso a conclusão do relatório da OCDE é que existe margem para progredir em termos de IDE.<sup>167</sup> Existem formas seguras de proteger o consumidor<sup>168</sup> e a sociedade dos potenciais problemas da desregulação.

Ao nível dos serviços jurídicos, por exemplo, uma redução da regulação pode-se obter removendo as restrições de capital próprio (*equity*) aplicadas a indivíduos não licenciados.

---

<sup>164</sup> Índice de Investigação e Desenvolvimento

<sup>165</sup> “3. *The impact of the regulatory framework on FDI*”, relatório OCDE, cit.

<sup>166</sup> *Services Trade Restrictiveness Index*

<sup>167</sup> E como se vê infra nos pontos relativos ao PRR e à Estratégia Portugal 2030 (6.2.1 & 6.2.2) é do interesse do Governo português a captação de IDE.

<sup>168</sup> O relatório aponta um crescimento acima da média do *e-commerce* em Portugal, sendo que as empresas estrangeiras utilizam 1.1 a 2x (vezes) mais tecnologias digitais essenciais (*key digital technologies*). Medidas de segurança digital, privacidade e proteção do consumidor são formas seguras de proteger o consumidor.

O número de F&A transfronteiriças nos serviços audiovisuais prevê-se que cresça, no relatório, 7%, se Portugal subir o seu nível em STRI de “médio”<sup>169</sup> para “melhor prática”<sup>170</sup>, que é o resultado da República Checa.

Mais de 70% das empresas consultadas no estudo conduzido para efeitos do relatório identificaram dificuldades em entender a legislação vigente em Portugal, tendo de recorrer a consultoria externa. Estas dificuldades resultam: (1) da complexidade e da dispersão da legislação mobiliária aplicável; (2) da ausência de informação regulatória em inglês.

Ao contrário de outras economias EEE, a criação de novas empresas em Portugal aumentou consistentemente ao longo da última década<sup>171</sup>.

O caminho a seguir quanto à captação de IDE dependerá da estratégia governativa do País e da adaptabilidade do Regulador.

## 7.2 Prioridades Estratégicas de Portugal

### 7.2.1 O PRR

O Plano para a recuperação e resiliência (PRR)<sup>172</sup>, é um programa de aplicação nacional, com um período de execução até 2026. Foi organizado em 20 componentes que integram um total de 37 reformas e de 83 investimentos. As componentes, reformas e investimentos estão agrupadas em torno de três dimensões estruturantes: a Resiliência, a Transição Climática e a Transição Digital.

A componente 5 é referente à Capitalização e Inovação Empresarial.

Uma das reformas propostas é o desenvolvimento do mercado de capitais e promoção da capitalização das empresas não financeiras.

Quanto a este ponto, os objetivos da reforma prendem-se com a dinamização do mercado de capitais e a promoção da capitalização de empresas, destacando-se a figura das sociedades de investimento mobiliário para fomento da economia (SIMFE).

São as seguintes as medidas a tomar: desenvolvimento do mercado de capitais; dinamização das SIMFE; revisão do C.V.M.; revisão do enquadramento jurídico dos organismos de investimento coletivo e incentivo à capitalização (dedução por lucros retidos e reinvestidos).

---

<sup>169</sup> «average»

<sup>170</sup> «best practice»

<sup>171</sup> *Strengthening FDI and SME Linkages in Portugal*, relatório OCDE, cit.

<sup>172</sup> texto disponível em: <https://recuperarportugal.gov.pt/wp-content/uploads/2021/10/PRR.pdf>

Estão previstos para a 5ª componente 2,914,000.00€, com possibilidade de recurso adicional a empréstimos no valor até 2,300,000.00€.

Os objetivos são aumentar a competitividade e a resiliência da economia com base em I&D, inovação, diversificação e especialização da estrutura produtiva; capitalizar empresas economicamente viáveis anteriormente à eclosão da recessão económica, originada pela pandemia; e incentivar o investimento produtivo em áreas de interesse estratégico nacional e europeu.

### **7.2.2 Estratégia Portugal 2030<sup>173</sup>**

A Estratégia Portugal 2030 visa alcançar mais crescimento, melhor emprego e maior igualdade no horizonte da década 2020-2030.

A Estratégia é estruturada em torno de quatro agendas temáticas centrais: 1) as pessoas primeiro; 2) digitalização, inovação e qualificações como motores de desenvolvimento; 3) transição climática e sustentabilidade dos recursos; 4) um país competitivo externamente e coeso internamente.

A Estratégia é ainda a orientação para os instrumentos de apoio ao desenvolvimento económico e social, designadamente os financiados pelos fundos europeus, como é o PRR.

Pretende-se que a Estratégia responda a um conjunto de novos desafios e tendências de transformação das economias e das sociedades e contribua para completar os esforços para continuar a combater problemas estruturais antigos e ainda não resolvidos.

O novo ciclo de políticas estruturais deve reforçar a resiliência, a coesão e a competitividade da economia.

O ponto 2.2 da agenda temática central 2 trata da Inovação empresarial.

A Agenda temática central 2 é desenhada para promover uma recuperação e um crescimento inteligente, sustentável e resiliente da economia portuguesa, materializando uma estratégia de especialização inteligente da economia portuguesa.

Identifica-se como problemas: a persistência na economia portuguesa de uma estrutura empresarial marcada por empresas com pequena dimensão e com insuficiente robustez financeira; um atraso das pequenas e médias empresas (PME's) portuguesas em termos de digitalização – consubstanciado numa das mais baixas taxas da UE de investimento em relação ao PIB; debilidades no

---

<sup>173</sup> Resolução do Conselho de Ministros n.º 98/2020, de 13 de novembro, Diário da República, n.º 222

plano da captação de IDE, como sejam a concentração dos fluxos de IDE nos setores financeiro e imobiliário; níveis de sobrevivência das *startups* menores em relação a outros países europeus.

Identifica-se como valência o *ranking* de perfil de Inovador Forte, conseguido em 2019, o 12.º lugar nos 27 da UE.

Para garantir um ambiente empresarial mais favorável, refere-se como solução “aumentar a resposta dos serviços e reduzir outros obstáculos administrativos que impendem sobre a atividade económica, melhorando as condições para o investimento, como forte contributo para estimular a competitividade da economia e a confiança nas instituições”.

A digitalização e a inovação empresarial visam promover a mudança do perfil de especialização produtiva, alicerçada no desenvolvimento de setores emergentes e setores com maiores níveis de tecnologia e/ou conhecimento, tipicamente mais produtivos.

Visa-se: em linha com o Programa Internacionalizar 2030<sup>174</sup>, consolidar a internacionalização da economia portuguesa, aumentando a sua orientação para o exterior; transformar estruturalmente a economia, com a catalisação de novo investimento estruturante, em particular IDE, e a promoção de um ecossistema de empreendedorismo; qualificar o tecido empresarial e aumentar a sua dimensão média, promovendo posicionamentos mais qualificados das empresas portuguesas em cadeias de valor internacionais<sup>175</sup>; reforço dos setores transacionáveis, de maior valor acrescentado; atração de IDE estruturante, incluindo a diáspora; financiamento no arranque e na fase de crescimento das empresas; acesso a ambientes naturais relevantes, de licença zero e sem burocracia; dinamização de instrumentos de dívida e capital, incluindo capital de risco, aumentando o investimento, nacional e internacional, em projetos escaláveis, inovadores e de projeção internacional.

Quanto à qualificação e dimensionamento empresarial, as intervenções visam: apostar na qualificação empresarial e no estímulo de ganhos de escala como forma de aumentar a produtividade das empresas nacionais e a competitividade da economia portuguesa, continuando a incentivar dinâmicas de cooperação e concentração empresarial e atração de IDE, e dinâmicas de *clusterização* e cooperação ativa entre empresas, associações e outros agentes; reforçar a orientação externa das empresas e o seu posicionamento mais qualificado em cadeias de valor europeias e globais; responder aos novos desafios que o País enfrenta num contexto cada vez mais globalizado e sensibilizar o tecido empresarial para a importância da digitalização, inovação e reforço do investimento em I&DT<sup>176</sup>.

---

<sup>174</sup> Este Programa foi aprovado na reunião do Conselho de Ministros de 25 de fevereiro de 2021. Os (seis) eixos de intervenção do Programa podem ser consultados no site do Centro de Informação Europeia Jacques Delors - <https://eurocid.mne.gov.pt/artigos/programa-internacionalizar-2030>

<sup>175</sup> Resolução do Conselho de Ministros n.º 98/2020, 35

<sup>176</sup> Índice de Investigação e Desenvolvimento Tecnológico

Pretende-se promover a capacidade concorrencial dos atores locais, incluindo na resposta a concursos públicos; bem como a transformação do tecido produtivo nacional e da inovação por via do mercado público.

A Agenda temática 3, por sua vez, é relativa à competitividade externa e à coesão interna do território. Neste ponto, refere-se que “A concentração dos processos de investigação e transferência e dos mecanismos e descoberta empreendedora tem-se demonstrado um instrumento adequado à coesão competitiva dos territórios”.

Por último, o financiamento da Estratégia envolve Fundos Europeus; Outros fundos nacionais; Empréstimos e Fontes de financiamento do setor privado.

## 8. A regulação mobiliária multinível em Portugal<sup>177</sup>

A regulação das sociedades comerciais tem vindo a alargar-se incessantemente.

Essa expansão é caracterizada pela multiplicação dos níveis de generalidade das regras (*multilevel*).

Este tipo de regulação multinível tornou-se mais frequente e mais complexa nas últimas dezenas de anos.

A afirmação das grandes sociedades como modo dominante de exercício da atividade económica ajuda a explicar as diferenças no sistema interno. Portugal não teve a precocidade de alguns países, como o Reino Unido, em que há muito as grandes sociedades se afirmaram perante os comerciantes em nome individual.

Por isso, responde-se com legislação abundante às mudanças bruscas e imprevistas da realidade societária e mobiliária. E assim, as regras que visam regular tipos de sociedades em função da sua atividade são aos milhares e a unidade entre elas é frágil.

Por outro lado, também a crise financeira global contribuiu para a proliferação legislativa e para a desagregação do ordenamento societário.

O C.V.M. inclui tendencialmente todo o regime jurídico geral dos valores mobiliários.

A reforma do C.V.M. - ao suprimir a figura da sociedade aberta - descomplicou esta proliferação, eliminando a figura e os seus sucedâneos, no caso a sociedade emitente de valores e a sociedade emitente de ações, admitidos à negociação em mercado regulamentado. As desarmonias entre o direito nacional e o direito comunitário eram óbvias e a incorporação no plano interno das Diretivas em matéria de valores mobiliários não tem sido nem pacífica, nem de fácil execução, porque o sistema interno, partido entre o C.V.M. e o C.S.C. é, já de si, intrincado.

Outro aspeto positivo da reforma do C.V.M. foi mitigar as diferenças que existiam entre os regimes da aquisição tendente ao domínio total e da alienação potestativa, art.s 490.º do C.S.C. e 194.º a 197.º do C.V.M..

A realidade dos mercados financeiros é especialmente dinâmica e permeável a alterações de fundo face à prática das empresas. Várias vozes<sup>178</sup>, nos últimos anos, questionam o lugar central da categoria de “valor mobiliário” e aconselham a elaboração de um Código dos Instrumentos Financeiros. Pelo que não poderemos afirmar que tratamos já de matéria estabilizada, não é esse o caso.

<sup>177</sup> Rui Pinto Duarte, “Considerações sobre níveis de regulação e conceitos legais a propósito das sociedades comerciais”, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários; Konstantinos Sergakis, ob. cit., 15; Paulo Câmara, ob.cit., 29-35; Bruno Ferreira, “Portugal”, in “*European Takeovers: The Art of Acquisition*”, 235-245

<sup>178</sup> José Engrácia Antunes, Instrumentos Financeiros, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2014, pp.14 e ss. apud Rui Pinto Duarte, ob. cit., 105. A favor da elaboração de um Código dos Instrumentos Financeiros, v. Amadeu Ferreira, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, 2011, vol.I, pp. 704-706, apud Rui Pinto Duarte, ob. cit., 105

A regulação eurocomunitária dos mercados de valores mobiliários peca pela falta de clareza e a reorganização das matérias poderia contribuir para suprir esse problema.

Ao nível europeu, trata-se de uma harmonização mínima. Esta solução, se por um lado apresenta uma vantagem considerável de adaptabilidade das regras aos contextos nacionais dos EM e de um espaço discricionário para regulação inovadora e de constante evolução; por outro lado, gera competitividade regulatória e leva a que as leis nacionais funcionem como pontos de atratividade para os emissores.<sup>179</sup>

Por outro lado, as medidas de fomento económico não se reduzem àquelas que são económicas, num sentido estrito. A exatidão e a concisão dos textos jurídicos contribuem também para que haja menos litígios, mais clareza e transparência.<sup>180</sup>

Se a regulação eurocomunitária ser pouco clara se percebe pela sua própria génese – «plural, compromissória, multilinguística», não se percebe que exista um duplo problema entre nós, já que os textos das leis portuguesas incorrem em igual defeito. É desejável diminuir a complexidade do sistema de regras sobre sociedades e valores mobiliários no plano nacional.

O problema tem uma dimensão política decisiva. Certo é que a qualidade das leis releva fortemente no plano económico.<sup>181</sup>

Como a regulação multinível relativa às OPA é supervisionada pela CMVM, uma autoridade pública regulatória independente, o Regulador, a par da ESMA, tem também um papel a desempenhar na estabilização das matérias do Direito financeiro.

Os objetivos da regulação do mercado dos valores mobiliários são a «proteção dos investidores, a defesa do funcionamento equitativo, eficiente e transparente do mercado e a redução do risco sistémico» (Paulo Câmara)<sup>182</sup>. É essencialmente este o conteúdo do art. 358.º do C.V.M - relativo aos princípios da Supervisão – e do documento da IOSCO<sup>183</sup> “*Objectives and Principles of Securities Regulation*” (1998). A este propósito, a proteção dos investidores e a defesa do mercado «são elementos teleológicos que não funcionam de modo autossuficiente, mas antes em termos complementares»<sup>184</sup>

O principal argumento a favor da simplificação da regulação relativa aos valores mobiliários em Portugal pode bem ser o argumento dado por Paulo Câmara, quando refere que «um enfoque excessivo na proteção dos investidores pode, em casos-limite, conduzir a um sobrepeso de exigências

---

<sup>179</sup> Konstantinos Sergakis, ob. cit., 15

<sup>180</sup> Rui Pinto Duarte, 106-107

<sup>181</sup> Rui Pinto Duarte, 106-107

<sup>182</sup> ob. cit., 31

<sup>183</sup> *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO); existe tradução portuguesa deste documento no n.º4 dos Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, de maio de 1999.

<sup>184</sup> Paulo Câmara, ob. cit., 32

nos demais participantes do mercado. Ora, sem participantes no mercado, por definição, inexistente mercado». <sup>185</sup> A relação entre os custos das intervenções normativas mobiliárias dirigidas à proteção dos sócios minoritários («aforradores») e os respetivos benefícios tem sido um enfoque nos últimos anos de estudos quantitativos de impacto (*regulatory impact assessment*).

Contudo, vimos que a estratégia nacional de captação de IDE favorece a concentração de empresas. Aconselha-se o diálogo entre as empresas e os seus acionistas de longo prazo; a concisão do legislador e sentido crítico no momento da transposição das diretivas; a atenção do Regulador às operações de mercado, às prioridades estratégicas do governo e ao espírito pró-investidor nelas presente.

---

<sup>185</sup> Paulo Câmara, ob. cit., 33



## Conclusão

Desta dissertação podem-se extrair as seguintes conclusões:

1. A OPA é uma operação de mercado de interesse público supervisionada pelo Regulador, com vista à proteção dos interesses dos acionistas minoritários e do próprio mercado. A CMVM no plano nacional e a ESMA no plano comunitário desempenham um papel importante de *watcher*.

2. Os deveres de *compliance* e *disclosure* e os princípios de boa governação das sociedades são vetores incontornáveis do atual Direito dos valores mobiliários, contribuindo para o escrutínio público das operações de mercado.

3. A conformação do Direito dos valores mobiliários é feita ao nível comunitário e assenta numa harmonização mínima – via Diretivas.

4. Portugal sempre revelou níveis de especial complexidade no que toca à regulação do Direito dos valores mobiliários e à transposição das respetivas Diretivas.

5. O C.V.M. Revisto pela Lei n.º 99-A/2021 de 31 de dezembro veio simplificar, entre outros, o relatório do emitente e a aquisição potestativa. Também suprimiu a figura da Sociedade Aberta, um bom exemplo da complexificação da regulação (multinível) em Portugal.

6. As OPA's consubstanciam operações cada vez mais transfronteiriças; geram retornos extranormais e – enquanto F&A – contribuem para a captação de IDE e para a concentração de empresas.

7. As Prioridades Estratégicas de Portugal patentes no PRR e na Estratégia Portugal 2030 apontam para a captação de IDE e para a concentração de empresas.

8. O Direito Financeiro é uma área permeável à influência política. Face à pressão existente de liberalização e desregulação em matéria de aquisição de empresas, a CMVM, a ESMA, os acionistas, as empresas e os trabalhadores devem participar no diálogo relativo às OPA's e aos mercados financeiros.



## Fontes

### Lei:

Código Penal - DL n.º 48/95, de 15 de março, 61ª versão (Lei n.º 54/2023, de 4 de setembro)

Constituição da República Portuguesa – Decreto de 10 de abril de 1976, 8ª versão (Lei n.º 1/2005, de 12 de agosto)

Código das Sociedades Comerciais – DL n.º 262/86, de 2 de setembro, 54ª versão (Lei n.º 9/2022, de 11 de janeiro)

Código dos Valores Mobiliários – DL n.º 486/99, de 13 de novembro, 51ª versão (DL n.º 66/2023, de 8 de agosto)

Código do Mercado de Valores Mobiliários – DL n.º 142-A/91, de 10 de abril

### Diretivas e Regulamentos da União Europeia:

Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de julho de 2007

Diretiva 2004/25/EC do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004

Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de dezembro de 2004

Regulamento 2017/1129 da UE de 14 de junho de 2017

Regulamento 596/2014 da UE de 16 de abril de 2014

### Jurisprudência:

Ac. do Tribunal da Relação de Lisboa de 23 /10/2007

Ac. Tribunal da Relação do Porto, 17/02/2016, Proc. N.º 1523/10.9TDLSB.P2

Ac. Tribunal Relação de Lisboa, 12/07/2016, Proc. N.º 10852/12.6TDLSB



## Bibliografia

- Aguiar, C. (2008) “Sobre a perda da qualidade de sociedade aberta”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 30
- Aktieninstitut, D. (2006) “Shareholder Rights and Responsibilities – The Dialogue between Companies and Investors”, *Corporate Governance Conference*, Frankfurt
- Andrade, A. C. L. D. (2017) “O Duplo Requisito Legal da Aquisição Potestativa no âmbito do regime mobiliário” (dissertação de mestrado). Disponível em: <http://repositorio.ulusiada.pt/handle/11067/3595>
- Bebchuk, L. A. (1982) “The Case for Facilitating Competing Tender Offers”, *Harvard Law Review*, 1028-1056
- Bredée, J. A & Demoulin, C. & von Zwehl, F. (2018) . “The Takeover Directive and judicial enforcement of shareholder rights in practice”, In Jeremy Grant (Ed.), *European Takeovers: The Art of Acquisition*
- Cama, M. T. / Martins, M. C. (2022) “O novo regime geral das ofertas públicas no Código dos Valores Mobiliários – a aguardada harmonização com a legislação europeia e outras inovações”, In *Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados (Ed.)*, *Revisão do Código dos Valores Mobiliários – um roteiro*. Disponível em: <https://www.mlgts.pt/pt/conhecimento/noticias/Revisao-do-Codigo-dos-Valores-Mobiliarios-um-roteiro/22854/>
- Câmara, P. (2009) “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”. Almedina
- Carroll, C. & Griffith, J. M. & Rudolph, P. M. (1999) “Hostile-vs-White-knights bidders”, *Managerial and decision economics*, 20
- Carvalho, P. C. S. (2012) *Reação dos Mercados de Capitais aos Anúncios de OPA’s em Portugal*, (dissertação de mestrado). Disponível em: [https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/8230/1/Carvalho\\_Preciosa.pdf](https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/8230/1/Carvalho_Preciosa.pdf)
- CMVM. (2008) “Novas medidas de prevenção e combate ao abuso de mercado”
- Comment, R. & Schwert, G. W. (1995) “Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures”, *Journal of Financial Economics*, 39
- Cordeiro, A. B. M. (2016) “Manual de direito dos valores mobiliários”. Almedina
- da Fonseca, R. S. P. R. . (2017) “Sociedade abertas: Algumas questões levantadas pelo *Insider Trading* em Portugal” (dissertação de mestrado). Disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/23286/1/Tese%20final%20Rodrigo.pdf>
- de Almeida, A.P. (2022) “Sociedades Comerciais, Valore Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados, Vol. II – Valores Mobiliários”. Almedina
- de Carvalho, F. P. / Loureiro, F. (2010) “ O crime de abuso de informação privilegiada (insider trading), em especial a questão dos administradores como *insiders* primários, em representação da sociedade”, *Actualidad Jurídica, Uría Menéndez*, 27
- Duarte, R. P. (2015) “Considerações sobre níveis de regulação e conceitos legais a propósito das sociedades comerciais”, *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, Ensaios de Homenagem a Amadeu Ferreira, Número Especial, Vol. I*
- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1981) “The proper role of a target's management in responding to a tender offer”, *Harvard Law Review*, 94
- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1982) “Auctions and sunk costs in tender offers”, *Stanford Law Review*, 35, 1
- Enriques, L. & Gatti, M., (2018) “Creeping acquisitions in Europe”, In Jeremy Grant (Ed.), *European Takeovers: The Art of Acquisition*
- Ferreira, B. (2018) “Portugal”, In Jeremy Grant (Ed.), *European Takeovers: The Art of Acquisition*
- Ferreira, J. M. S. (2014) “Fusões e aquisições determinantes do prémio da oferta no mercado europeu”, (dissertação de mestrado). Disponível em: <https://repositorium.sdum.uminho.pt/handle/1822/29277>

- Kaisanlahti, T. (2007) “When is a Tender Price Fair in a Squeeze-Out?”, *European business organization law review*, 8, 497-519
- Magnuson, W. (2009). “Takeover regulation in the United States and Europe: an institutional approach”. *Pace Int'l L. Rev.*, 21, 205.
- Matos, C. I. C. R. M. (2017) “*Insider Trading, O Abuso de Informação Privilegiada*”, dissertação de mestrado. Disponível em: <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/17573>
- Neves, R. O. / Pinto, P. M. (2022) “Revisão e simplificação do regime das OPA”, In Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados (Ed.), *Revisão do Código dos Valores Mobiliários – um roteiro*. Disponível em: <https://www.mlgs.pt/pt/conhecimento/noticias/Revisao-do-Codigo-dos-Valores-Mobiliarios-um-roteiro/22854/>
- OCDE. (2023) “The Impact of Regulation on International Investment in Portugal”. Disponível em: <https://www.oecd.org/publications/the-impact-of-regulation-on-international-investment-in-portugal-688b30c8-en.htm>
- OCDE. (2022) “Strengthening FDI and SME Linkages in Portugal”. Disponível em: [https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/strengthening-fdi-and-sme-linkages-in-portugal\\_d718823d-en](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/strengthening-fdi-and-sme-linkages-in-portugal_d718823d-en)
- Pinto, R. O. (2021) “A extinção do estatuto de sociedade aberta”, CMVM (ed.) *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários*
- Rafael, J. F. S. (2016) “Rendibilidades Anormais em Ofertas Públicas de Aquisição no Mercado Acionista Português”, (dissertação de mestrado). Disponível em: <https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/9652/1/ISCAP.pdf>
- Renneboog, L. D. R., & Szilagyi, P. G. (2006) “How do mergers and acquisitions affect bondholders in Europe? Evidence on the impact and spillover of governance and legal standards”
- Salgueiro, A. C. (2016). “Abuso de Informação Privilegiada—O Especial Caso dos Instrumentos de Remuneração dos Administradores”, *cadernos do mercado de valores mobiliários*, 53, 37-56.
- Santos, H. M. (2008). “Ofertas concorrentes”. Coimbra Editora.
- Santos, H. M. (2011). “Transparência, OPA obrigatória e imputação de direitos de voto”. Coimbra Editora.
- Simões, F. “Buy the rumour, sell the news” (2022) *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, 72
- Sobreira, N. / Andrade, I. R. (2022) “Participações qualificadas – da perspetiva do emitente e dos investidores”, In Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados (Ed.), *Revisão do Código dos Valores Mobiliários – um roteiro*. Disponível em: <https://www.mlgs.pt/pt/conhecimento/noticias/Revisao-do-Codigo-dos-Valores-Mobiliarios-um-roteiro/22854/>
- Viçoso, M. / Rosa, M. P. (2022) “Supressão da figura de “sociedade aberta” – principais impactos da perspetiva dos emitentes, dos investidores e dos *newcomers*”, In Morais Leitão, Galvão Teles, Soares da Silva & Associados (Ed.), *Revisão do Código dos Valores Mobiliários – um roteiro*. Disponível em: <https://www.mlgs.pt/pt/conhecimento/noticias/Revisao-do-Codigo-dos-Valores-Mobiliarios-um-roteiro/22854/>
- Wymeersch, E. (2012). “A New look at the Debate about the Takeover Directive”. *Ghent University, Financial Law Institute Working Paper*, (2012-05).