

MORAIS LEITÃO
GALVÃO TELES, SOARES DA SILVA
& ASSOCIADOS

Revisão do Código dos Valores Mobiliários

Um roteiro





Revisão do Código dos Valores Mobiliários

Um roteiro

Há muito que se impunha uma revisão ponderada e transversal do Código dos Valores Mobiliários (Cód. VM) – diferente da que ocorre, retalhadamente, aquando da transposição de diretivas europeias.

É neste contexto que surge a Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro (Lei n.º 99-A/2021) que introduziu várias alterações não só ao Cód. VM, como a outros diplomas, como o Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo e o Regime Jurídico da Supervisão de Auditoria.

Num primeiro olhar, atenta a extensão das alterações, poder-se-ia pensar que esta Lei n.º 99-A/2021 operara uma revolução no Cód. VM. Afnando a lente, conclui-se que esse não é o cenário real – nem tinha de o ser – havendo, naturalmente, alterações dignas de destaque que o conjunto de textos que seguidamente apresentamos visa, em traços largos, abordar.

Se procurássemos sistematizar as alterações que a Lei n.º 99-A/2021 introduziu no Cód. VM, poderíamos agrupá-las nos seguintes quatro grandes grupos:

1. Algumas alterações visam **simplificar a interpretação da lei em diversos domínios**. São disso exemplo:
 - a. Afnamentos às normas de transposição de diretivas europeias que a experiência tem evidenciado serem relevantes para efeitos de uma maior certeza jurídica, de que se destacam, por exemplo, as denominadas **Diretivas dos Acionistas e da Transparência**;
 - b. Alterações introduzidas para **eliminar referências a diplomas específicos da União Europeia**, promovendo a clareza e a estabilidade do Cód. VM;

2. Diversas alterações com o propósito de **eliminar figuras ou requisitos marcadamente nacionais ou desalinhados com conceitos da legislação europeia ou gold plating**, como ocorre com:
- A **figura da sociedade aberta**, que, por não ter paralelo noutros ordenamentos jurídicos, era apontada como um “fator gerador de incerteza nos agentes económicos” a vários níveis e é substituída, na maioria dos casos, pelo conceito de emitente de ações admitidas em mercado regulamentado;
 - O **conceito de oferta pública**, que passa agora a ser totalmente alinhado com o regime de exigibilidade de prospeto nos termos do [Regulamento \(UE\) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017](#);
 - O requisito de **intermediação financeira obrigatória nas ofertas públicas**, que é eliminado; e
 - O patamar, agora suprimido, de **2% dos direitos de voto** para comunicação de participações qualificadas.
3. Alterações com o propósito de **flexibilizar outras áreas do regime com impacto na atratividade do mercado de capitais**, grupo no qual se pode destacar:
- O regime da **exclusão de admissão à negociação**, de onde se realça, exemplificativamente, que a entidade adquirente das ações dos acionistas minoritários pode agora ser um acionista da sociedade, um terceiro ou a própria sociedade;
 - O regime da **aquisição potestativa**, em que passa a ser apenas necessário que o oferente da oferta pública de aquisição, na sequência da mesma, atinja 90% dos direitos de voto (e não também 90% dos direitos de voto abrangidos pela oferta);
- A alteração ao regime da **revisão das ofertas**, que, por exemplo, permite agora ao oferente rever genericamente os termos e condições da sua oferta (desde que as condições globais não sejam menos favoráveis do que as condições iniciais para os respetivos destinatários), permitindo assim atender a variações das condições de mercado na pendência de uma oferta;
 - O regime das **ofertas públicas de aquisição** que passa a ser apenas aplicável a sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e que conta com várias alterações, desde logo, quanto ao facto de ser possível demonstrar inexistência de controlo quando se detenha mais de



- 1/2 dos direitos de voto da sociedade visada e, bem assim, quanto às regras de determinação da contrapartida ou das ofertas concorrentes.
4. A adoção de **regimes inovadores** em face do nosso enquadramento societário, como é o caso:
 - a. Dos **certificados de legitimação** para votação em assembleia geral, que vem facilitar a participação dos beneficiários efetivos das ações na vida da sociedade; e
 - b. A consagração do **voto plural**, derogando princípios enraizados no nosso sistema jurídico com vista a promover o financiamento com recurso à emissão pública de capital por emitentes onde se pretenda manter uma estrutura de controlo inalterada.
 2. Um **balanço ponderado sobre os efeitos desta revisão** passará ainda por uma apreciação a **médio prazo**: *(i)* dos efeitos da redução de barreiras regulatórias diretamente que se pretende com esta revisão; *(ii)* dos efeitos da eliminação de deveres de reporte que a CMVM anuncia poder vir a decorrer desta revisão (e que ainda não se conhecem integralmente); e *(iii)* de algum reforço dos poderes da CMVM decorrente desta revisão em certas áreas (por exemplo, o poder de exigir a convocação de assembleias gerais ou de limitar a distribuição de dividendos); e
 3. Apesar da aparente simplicidade quanto à entrada da lei em vigor, ou seja, quanto ao Cód. VM, no trigésimo dia seguinte ao da sua publicação (30 de janeiro de 2022), as **disposições transitórias** não são totalmente isentas de dúvida, desde logo no que respeita ao regime aplicável às sociedades abertas à data da publicação da Lei n.º 99-A/2021.

Para finalizar, três notas:

1. Sem prejuízo das intenções que enformaram esta alteração ao Cód. VM, **apenas a sua interpretação e aplicação práticas** – não só dos agentes económicos, como também do supervisor – **permitirão avaliar se os objetivos foram atingidos** e se o mercado de capitais nacional se tornará mais dinâmico e apetecível;

A reflexão sobre esta revisão merece da nossa parte a atenção mais imediata dedicada neste roteiro, mas justificará igualmente um **debate mais aprofundado que, na ML, nos propomos desenvolver ao longo de 2022 com os vários agentes do mercado**, em iniciativas direcionadas a **emitentes, investidores e newcomers** que visem entrar no mercado de capitais nacional.

Contactos



**CARLOS
OSÓRIO DE CASTRO**
SÓCIO
coc@mlgts.pt



MAGDA VIÇOSO
SÓCIA
magda.vicoso@mlgts.pt



EDUARDO PAULINO
SÓCIO
epaulino@mlgts.pt



MARISA LARGINHO
ADVOGADA SÉNIOR
mlarginho@mlgts.pt

Índice



Supressão da figura de “sociedade aberta” – principais impactos da perspectiva dos emitentes, dos investidores e dos <i>newcomers</i>	8
MAGDA VIÇOSO · MARTA PEREIRA ROSA	
<hr/>	
Participações qualificadas – da perspectiva do emitente e dos investidores	13
NUNO SOBREIRA · ISABEL REBELLO DE ANDRADE	
<hr/>	
Participação e votação em assembleia geral de emitente de ações	17
MARISA LARGUINHO · INÊS MAGALHÃES CORREIA	
<hr/>	
Voto plural	21
EDUARDO PAULINO · FÁBIO CASTRO RUSSO	
<hr/>	
O novo regime geral das ofertas públicas no Código dos Valores Mobiliários – a aguardada harmonização com a legislação europeia e outras inovações	25
MARGARIDA TORRES GAMA · MARIA CORTES MARTINS	
<hr/>	
Revisão e simplificação do regime das OPA	29
RUI DE OLIVEIRA NEVES · PRISCILA MACEDO PINTO	
<hr/>	
Exclusão voluntária de negociação (<i>delisting</i>)	32
RICARDO ANDRADE AMARO · HELDER M. MOURATO	
<hr/>	
Alterações ao <i>governance</i> das gestoras de <i>private equity</i> e outros OIC	36
DIANA RIBEIRO DUARTE · PEDRO CAPITÃO BARBOSA	

Glossário

AG

Assembleia Geral

CMVM

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Cód. VM

Código dos Valores Mobiliários atual

Cód. VM Revisto

Código dos Valores Mobiliários com as alterações decorrentes da Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro

CSC

Código das Sociedades Comerciais

EIP

Entidades de Interesse Público

Emitente(s) de ações

Sociedade(s) emitente(s) de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado

Emitente(s) de valores mobiliários

Sociedade(s) emitente(s) de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado

IF

Intermediários Financeiros

OIC

Organismo de Investimento Coletivo

OPA

Oferta Pública de Aquisição

ROC

Revisores Oficiais de Contas

SROC

Sociedades de Revisores Oficiais de Contas

UBO

Ultimate Beneficial Owners

Supressão da figura de “sociedade aberta” – principais impactos da perspectiva dos emitentes, dos investidores e dos newcomers



MAGDA VIÇOSO
SÓCIA
magda.vicoso@mlgts.pt



MARTA PEREIRA ROSA
ASSOCIADA PRINCIPAL
mprosa@mlgts.pt

Com o objetivo de alinhar o ordenamento jurídico português com o comunitário e, assim, potenciar o tratamento igualitário de emitentes e investidores e facilitar o seu acesso aos mercados, o Cód. VM Revisto veio eliminar a figura de “sociedade aberta”, revogando e alterando os artigos do Cód. VM que continham o regime aplicável a esta figura.

Da perspectiva dos emitentes, dos investidores e dos *newcomers*, a supressão desta figura em si mesma não traz grandes novidades em relação ao regime dos emitentes de ações, já amplamente inspirado pelo ordenamento jurídico comunitário. No entanto, a eliminação desta figura vem definitivamente contribuir, por um lado, para uma simplificação de regimes e maior alinhamento com as práticas europeias e, por outro, para o acesso ao mercado por via da mera emissão de instrumentos de capital e/ou da admissão a mercados não regulamentados.

Neste capítulo contextualizamos sumariamente a eliminação da figura de “sociedade aberta” e apresentamos um breve elenco dos seus impactos na regulação do mercado de capitais, em particular em matérias relacionadas com: (i) o direito ao tratamento igualitário dos titulares de valores mobiliários; (ii) o regime da transparência; (iii) as deliberações adotadas nas assembleias gerais; (iv) as ofertas públicas; (v) a perda da qualidade de sociedade aberta; e (vi) o regime sancionatório aplicável, remetendo, em alguns casos, para outros capítulos deste roteiro para informação mais detalhada a este respeito.

I. A figura de “sociedade aberta” como até aqui a conhecemos foi introduzida na ordem jurídica portuguesa em 1999, com a aprovação do Cód. VM.

Lia-se então, no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, que, com a consagração desse conceito, se pretendia «aprofund[ar] a autonomia do regime das sociedades abertas, reforçando a transparência da sua direção e do seu controlo [...] e ampliando o regime das deliberações sociais, na linha das modernas tendências relativamente ao governo das sociedades abertas».

Porém, o conceito de sociedade aberta nunca encontrou paralelo noutros ordenamentos jurídicos (que não conhecem o conceito de sociedade aberta, mas apenas o conceito de sociedade cotada) e a sua aplicação tornou-se num “fator gerador de incerteza nos agentes económicos”, nomeadamente quanto aos critérios de qualificação, ao seu regime e aos requisitos para a perda dessa qualidade¹.

Com efeito, a convivência em paralelo destas duas figuras na ordem jurídica portuguesa – de sociedade aberta e de sociedade cotada – gerou inúmeras dificuldades na transposição de diretivas e na execução de regulamentos comunitários, bem como na respetiva aplicação prática, impondo exigências adicionais de cariz meramente nacional àquelas que decorriam da legislação europeia.

O conceito de sociedade aberta foi, assim, revelando-se cada vez mais desajustado à realidade e às características e competitividade do mercado português e em reconhecimento dessa desadequação – volvidos 22 anos desde a sua introdução –, o Cód. VM Revisto veio eliminar esta figura, procurando criar condições para que «os participantes no mercado, a nível nacional, atuem num ambiente regulatório

em igualdade de condições às dos seus concorrentes»².

II. A qualificação como sociedade aberta aplicava-se até aqui a emittentes de ações objeto de qualquer oferta pública de subscrição ou de oferta pública de venda ou de troca de mais de 10% do capital social ou a sociedades resultantes de uma cisão ou incorporantes de parte dos ativos de uma sociedade aberta, para além de às sociedades cujas ações ou outros valores mobiliários conferissem direito à sua subscrição ou aquisição, que estivessem ou tivessem estado admitidas à negociação em mercado regulamentado.

Essa qualificação tinha como consequência imediata a aplicação do regime jurídico específico previsto no Cód. VM para as sociedades abertas, que acrescia ao regime societário ordinário contemplado no Código das Sociedades Comerciais, e que foi sendo “abalado” pelo regime das sociedades cotadas. Esse regime específico abrangia, entre outras, matérias relacionadas com o direito ao tratamento igualitário, com os deveres de informação, com as deliberações sociais, com as ofertas públicas e com a perda da qualidade de sociedade aberta.

Suprimida esta figura, o quadro regulatório do Cód. VM Revisto passa a centrar-se apenas em torno das figuras dos emittentes de valores mobiliários e, com maior exigência, dos emittentes de ações.

Assim, com esta supressão flexibiliza-se o regime aplicável às sociedades qualificadas como abertas por razão distinta da admissão de ações em mercado regulamentado e potencia-se o acesso ao mercado por via da mera emissão de instrumentos de capital e/ou da admissão a mercados não regulamentados.

¹ Cfr. exposição de motivos incluída na [Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.ª](#).

² Cfr. exposição de motivos incluída na [Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.ª](#).

Contudo, esta supressão em si mesma não traz grandes novidades para os atuais emittentes de ações ou para os seus acionistas, nem, aliás, para qualquer *newcomer* nesses mercados, mantendo-se grande parte do regime específico destas sociedades na medida em que era amplamente inspirado no ordenamento jurídico comunitário. Veja-se, por exemplo, em matérias relacionadas com o abuso de mercado, os deveres de informação sobre informação financeira, as participações qualificadas e o governo das sociedades, os direitos dos acionistas e as ofertas públicas, detalhadas noutros capítulos deste roteiro.

III. O momento a partir do qual o regime até agora aplicável às sociedades abertas lhes deixar de ser aplicável não parece ser totalmente claro em face da **disposição transitória** relevante³, dado que esta sugere uma avaliação casuística.

Perante essa disposição e na sequência da Circular – Revisão do Código dos Valores Mobiliários da CMVM de 31 de dezembro de 2021, parece resultar o seguinte:

- (i) As sociedades abertas sem ações admitidas à negociação em mercado regulamentado a 31 de dezembro de 2021 continuam a reger-se pelo regime do Cód. VM e demais regulamentação da CMVM até aqui vigentes e perdem automaticamente, a partir de 1 de janeiro de 2023, a qualidade de sociedade aberta, deixando assim, nessa data, de estar sujeitas a esse regime e à supervisão da CMVM enquanto sociedade aberta;
- (ii) Em qualquer caso, e cumulativamente, se tais sociedades, a 31 de dezembro de 2021, forem emittentes de outros valores mobiliários (que não ações) ou vierem a ter ações ou outros valores mobiliários admitidos

à negociação após essa data, estarão sujeitas ao novo quadro regulatório do Cód. VM Revisto inerente a esta circunstância, a vigorar a partir de 30 de janeiro de 2022;

- (iii) Por sua vez, as sociedades abertas com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado em 31 de dezembro de 2021 estarão sujeitas ao novo quadro regulatório do Cód. VM Revisto inerente a esta circunstância, a vigorar a partir de 30 de janeiro de 2022.

IV. Em seguida, elencamos as principais alterações aplicáveis em relação aos emittentes de ações ou de outros valores mobiliários no contexto da supressão da figura de “sociedade aberta”.

Tratamento igualitário

Os emittentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral (ao invés das sociedades abertas) devem assegurar o tratamento igual dos titulares de valores mobiliários por si emitidos que pertençam à mesma categoria.

Deveres de informação

Para uma análise mais detalhada a respeito do regime da transparência de participações qualificadas em emittentes de ações, remetemos para o capítulo do presente roteiro intitulado “Participações qualificadas – da perspectiva do emittente e dos investidores”, onde se detalha, *inter alia*, a eliminação no Cód. VM Revisto do limiar de 2% aplicável às sociedades abertas emittentes de ações ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Estado-Membro da União Europeia.

³ «As sociedades abertas que revistam essa qualidade na data da publicação desta lei continuam a reger-se pelas normas legais e regulamentares vigentes até 31 de dezembro de 2022».

O dever de comunicar à CMVM a existência de acordos parassociais que visem adquirir, manter ou reforçar uma participação qualificada em emitente de ações ou assegurar ou frustrar o êxito de oferta pública de aquisição manteve-se inalterado no Cód. VM Revisto.

Deliberações sociais

Para uma análise mais detalhada a este respeito, remetemos para o capítulo do presente roteiro intitulado “Participação e votação em assembleia geral de emitente de ações”, onde se descrevem as principais alterações ao regime anteriormente aplicável destinadas a facilitar o exercício do direito de voto nas assembleias gerais dos emittentes de ações.

Já os regimes da suspensão de deliberação social (artigo 24.º), do aumento de capital social (artigo 25.º) e da anulação da deliberação de aumento de capital social (artigo 26.º) mantiveram-se inalterados em relação aos emittentes de ações.

Ofertas públicas

Para uma análise mais detalhada a este respeito, remetemos para os capítulos do presente roteiro intitulados “O novo regime geral das ofertas públicas no Código dos Valores Mobiliários – a aguardada harmonização com a legislação europeia e outras inovações” e “Revisão e simplificação do regime das OPA”, onde se apresentam os seguintes conceitos: (i) “oferta

de valores mobiliários ao público” e dever de publicação de prospeto ou de documento que o substitua adotados em linha com as regras comunitárias⁴; e (ii) “oferta pública de aquisição” centrada em torno dos emittentes de ações no que concerne ao respetivo dever de lançamento de oferta obrigatória.

Notamos que o processo de admissão à negociação em mercado regulamentado (artigo 233.º) se manteve inalterado, passando a conferir-se legitimidade para pedir a admissão aos titulares de, pelo menos, 10% dos valores mobiliários emitidos, pertencentes à mesma categoria, se o respetivo emitente já tiver valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Perda da qualidade

Para uma análise mais detalhada a este respeito, remetemos para o capítulo do presente roteiro intitulado “Exclusão voluntária de negociação (delisting)”.

Também com o objetivo de flexibilizar a saída de mercado, remetemos para o capítulo do presente roteiro intitulado “Revisão e simplificação do regime das OPA”, onde se detalha a alteração dos requisitos da aquisição potestativa.

⁴ Deixando de distinguir entre oferta pública e privada, *inter alia*, consoante a mesma fosse dirigida à generalidade dos acionistas de “sociedade aberta” ou de “sociedade com o capital fechado ao investimento do público”.



Regime sancionatório

Com o desaparecimento da figura de “sociedade aberta”, o regime sancionatório exclusivo deste tipo de sociedades (previsto nos artigos 390.º e 393.º, n.º 2, alínea *i*), do Cód. VM) foi revogado.

V. Em conclusão, é, pois, de saudar que o legislador português tenha reconhecido a “sociedade aberta” como uma figura de pouca relevância prática, criadora de entraves desproporcionados e limitadora do acesso ao mercado dos emitentes e investidores nacionais em igualdade de circunstâncias com os seus concorrentes internacionais. Admitimos até que haveria condições para que o seu regime deixasse de vigorar para as sociedades sem ações admitidas à negociação em mercado regulamentado com um período de adaptação menor.

Da perspectiva dos emitentes, dos investidores e dos *newcomers*, embora, como referido, a supressão da figura de “sociedade aberta” em si mesma não traga grandes novidades em relação ao regime dos emitentes de ações, o qual, em jeito de antevisão, já era amplamente inspirado no ordenamento jurídico comunitário, a eliminação desta figura vem definitivamente contribuir, por um lado, para uma simplificação de regimes e para um maior alinhamento com as práticas europeias e, por outro, para o acesso ao mercado por via da mera emissão de instrumentos de capital e/ou da admissão a mercados não regulamentados.



Participações qualificadas – da perspetiva do emitente e dos investidores



NUNO SOBREIRA
ASSOCIADO PRINCIPAL
nasobreira@mlgts.pt



ISABEL REBELLO DE ANDRADE
ASSOCIADA
iandrade@mlgts.pt

O Cód. VM Revisto, prosseguindo os objetivos gerais de atualizar, simplificar e clarificar os regimes aplicáveis e de harmonizar o quadro normativo interno com o existente no espaço europeu, procede à simplificação do regime aplicável à comunicação de participações qualificadas através do estabelecimento de regra única aplicável às participações detidas em todos os emitentes relevantes e da eliminação do dever de comunicação relativamente ao limiar de 2%, procurando aumentar a atratividade do regime a investidores que pretendam assumir posições superiores a 2% mas inferiores a 5%.

Quanto ao regime aplicável à imputação de direitos de voto, o Cód. VM Revisto introduz alterações que visam clarificar a imputação de direitos de voto: (i) no contexto de relações de domínio ou de grupo; e (ii) em situações de ações dadas em garantia ou administradas, registadas ou depositadas junto de terceiro.

Por fim, relativamente ao tema das participações qualificadas, o Cód. VM Revisto passa a prever expressamente no artigo 363.º, n.º 5, alínea f), a possibilidade de a CMVM, no exercício dos poderes de supervisão prudencial, em relação às entidades a ela sujeitas, inibir o exercício de direitos de voto por parte de acionistas ou titulares de participações qualificadas.

Alterações ao regime de participações qualificadas

As alterações introduzidas pelo Cód. VM Revisto no âmbito do tema das participações qualificadas centram-se nos artigos 16.º, 16.º-B, 20.º e 20.º-A do Cód. VM relativos aos deveres de comunicação e à imputação de direitos de voto. Como veremos, estas alterações parecem seguir o propósito de simplificação, de uniformização de procedimentos no plano europeu e de eliminação progressiva de *gold plating rules*.

Em primeiro lugar, os deveres de comunicação de participação qualificada no âmbito do artigo 16.º do Cód. VM estavam estruturados nos respetivos n.ºs 1 e 2, por referência a diferentes tipos de sociedades, prevendo a aplicação de diferentes limiares de relevância da referida participação qualificada a cada um desses tipos de sociedades. Em geral, estabeleciam-se deveres de comunicação relativos a participações a partir dos 5% e ainda, relativamente a sociedades abertas sujeitas a lei pessoal portuguesa emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em Estado-Membro da União Europeia, a partir dos 2%.

Partindo deste enquadramento, o Cód. VM Revisto, introduz duas principais alterações. Por um lado, elimina as duas secções de categorização de tipos de sociedades e respetivos limiares de relevância de participação social, unificando-as numa só, passando 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 de: (i) emitente relativamente ao qual Portugal é o Estado-Membro competente; e (ii) emitente com valores mobiliários exclusivamente admitidos à negociação em mercado regulamentado em Portugal, mas relativamente ao qual Portugal não é o Estado-Membro competente.

Por outro lado, o Cód. VM Revisto elimina o limiar de 2%, pondo fim a esta *gold plating rule* de comunicação de participações qualificadas (cfr. artigo 9.º da [Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro de 2004](#)). Este limiar de 2%, quando introduzido no Cód. VM, poderá ter tido em consideração as características específicas do mercado de capitais português à data da sua aprovação, sendo que, nos dias de hoje, e atendendo à sua dimensão e à realidade global na qual se insere, não parece ter motivação plausível que justifique a sua permanência. Destacamos, assim, que a obrigatoriedade de comunicação ao mercado de participação qualificada passa a existir apenas a partir dos 5% dos direitos de voto correspondentes ao capital social de um emitente de ações.

Em segundo lugar, o Cód. VM Revisto procede ao aditamento de duas novas alíneas ao n.º 4 deste artigo 16.º, passando assim a ser exigida, no âmbito das comunicações de participações qualificadas, a prestação da seguinte informação: (i) a identificação do participante, bem como da pessoa singular ou coletiva habilitada a exercer os direitos de voto em nome do mesmo; e (ii) a indicação das situações que determinam a imputação ao participante de direitos de voto inerentes a valores mobiliários pertencentes a terceiros, nos termos do n.º 1 do artigo 20.º do Cód. VM Revisto.

Em terceiro lugar, e já no âmbito do n.º 6 do artigo 16.º, relativo ao dever de renovação da comunicação de participações qualificadas, o Cód. VM Revisto deixa de impor que o participante renove a comunicação ao mercado sempre que se verifique uma qualquer alteração do título de imputação de direitos de voto, exigindo apenas que o faça quando adquira ações subjacentes a instrumentos financeiros já detidos, e apenas caso tais ações representem uma percentagem de direitos de voto indispensável à manutenção do limiar relevante da participação qualificada inicialmente

comunicada. Esclarece-se ainda que esta renovação de comunicação deve ser efetuada no prazo geral aplicável à comunicação de participação qualificada.

Em quarto lugar, reflexo da conformação do Cód. VM Revisto com as regras de um mercado de capitais global, é também o novo n.º 11 do mesmo artigo 16.º, que vem flexibilizar as comunicações de participações qualificadas às sociedades participadas, permitindo agora que estas possam ser redigidas num idioma de uso corrente nos mercados financeiros internacionais.

Em quinto lugar, no âmbito do artigo 16.º-B, relativo às participações qualificadas não transparentes, o Cód. VM Revisto procede à revogação do respetivo n.º 2, eliminado o prazo de 30 dias após a notificação por parte da CMVM para que os interessados apresentassem prova destinada a esclarecer os aspetos suscitados na notificação da CMVM ou tomar medidas com vista a assegurar a transparência da titularidade das participações qualificadas, mantendo, no entanto, a possibilidade de os interessados aduzirem elementos e/ou tomarem medidas nesse sentido para evitarem a declaração de falta de transparência e a respetiva informação ao mercado.

Em sexto lugar, o Cód. VM Revisto introduz duas alterações relevantes nas regras de imputação de direitos de voto. Como se sabe o Cód. VM atribui relevância também à titularidade indireta, através da equiparação dos direitos de voto que são detidos diretamente pelo titular ou entidade participante dos direitos de voto, aos que são detidos nas circunstâncias descritas nas várias alíneas do n.º 1 do artigo 20.º do Cód. VM. Estas situações em que os direitos de voto são indiretamente detidos nos termos do artigo 20.º, relevam não só para efeitos da determinação da existência e montante das participações qualificadas, mas também na medida em que consubstanciam um dever de comunicação adicional nos termos da alínea *b*) do

n.º 1 do artigo 16.º do Cód. VM. Neste âmbito, destacamos que o Cód. VM Revisto, vem alterar, no essencial:

- (i) A alínea *b*) do n.º 1 do artigo 20.º, estabelecendo agora que no cômputo das participações qualificadas se consideram, no contexto de uma relação de domínio ou de grupo, apenas os direitos de voto detidos por sociedade dominada pelo participante ou a este subordinada, por contraposição ao Cód. VM que considerava para este efeito todos os direitos de voto detidos por sociedade que com o participante se encontrasse em relação de domínio ou de grupo (o objetivo é clarificar que os direitos de voto detidos ou imputáveis à sociedade dominante não são, por efeito da relação de domínio, imputáveis à sociedade dominada); e



(ii) A alínea *f*) do n.º 1 do mesmo artigo, prevendo que, no cômputo das participações qualificadas se consideram as ações inerentes a ações detidas em garantia pelo participante ou por este administradas, registadas ou depositadas junto dele, mas apenas 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, por contraposição ao Cód. VM, nos termos do qual estas ações inerentes a ações detidas em garantia pelo participante ou por este administradas ou depositadas junto dele (não incluindo, as ações registadas junto do participante), apenas se qualificavam para o cômputo das participações qualificadas se os direitos de voto lhes tivessem sido atribuídos.

Por fim, ainda quanto ao tema das participações qualificadas, o Cód. VM Revisto passa a prever expressamente no artigo 363.º, n.º 5, alínea *f*), a possibilidade de a CMVM, no exercício dos poderes de supervisão prudencial, em relação às entidades a ela sujeitas, inibir o exercício de direitos de voto por parte de acionistas ou titulares de participações qualificadas.

No que diz respeito ao regime sancionatório aplicável, o Cód. VM Revisto revoga o artigo 390.º, no qual se estabelecia que a omissão de comunicação ou divulgação de participação qualificada em sociedade aberta (conceito eliminado pelo Cód. VM Revisto) constituía uma contraordenação muito grave. Na sequência da referida revogação, parece restar apenas o

disposto no artigo 400.º, nos termos do qual a violação de deveres previstos no Cód. VM Revisto mas não especificamente referidos nas normas que regulam o regime sancionatório constituirá, na maioria dos casos, contraordenação menos grave.

Note-se, no entanto, que relativamente às sociedades abertas que revistam essa qualidade a 31 de dezembro de 2021 (e cujas ações ou outros valores mobiliários não sejam, entretanto, admitidos à negociação) continuam a aplicar-se as normas legais e regulamentares atualmente vigentes até 31 de dezembro de 2022 (ou seja, não são aplicáveis nesse período as alterações introduzidas pelo Cód. VM Revisto acima mencionadas).

Por circular emitida a 31 de dezembro de 2021, a CMVM clarificou que se encontra em curso a revisão de vários regulamentos e instruções impactados pelo Cód. VM Revisto, sendo particularmente relevantes para o presente tema, o [Regulamento n.º 5/2008](#) e a [Instrução n.º 1/2010](#).

Concluindo, o Cód. VM Revisto veio, por um lado, eliminar exigências acrescidas de âmbito exclusivamente nacional de divulgação de participações qualificadas, e, por outro lado, tornar as regras do mercado de capitais português em matéria de participações qualificadas mais simples e fáceis de compreender pelos investidores, contribuindo para que o mercado nacional se torne cada vez mais atrativo e competitivo.

Participação e votação em assembleia geral de emitente de ações



MARISA LARGUINHO
ADVOGADA SÉNIOR
mlarginho@mlgts.pt



**INÊS
MAGALHÃES CORREIA**
ASSOCIADA PRINCIPAL
imcorreia@mlgts.pt

O Cód. VM Revisto altera um conjunto de normas sobre participação e votação em assembleia geral de emitentes de ações. Surgem, pois, questões como: quais são as alterações ao regime de participação e votação em assembleias gerais de emitentes de ações? Vai ser mais fácil participar e votar? Quem pode participar? O que são os certificados de legitimação?

Em resposta a estas questões, verifica-se que o Cód. VM Revisto: *(i)* prima pela simplificação de procedimentos e comunicações relacionados com a participação e votação em assembleias de emitentes de ações; *(ii)* introduz clarificações de redação e/ou interpretação em face do regime previsto no Cód. VM; e *(iii)* cria a figura dos certificados de legitimação para facilitar e fomentar o exercício de direitos dos acionistas, em particular, o exercício de voto direto por UBO.



Algumas das palavras de ordem nesta revisão ao Cód. VM são simplificação, clarificação e agilização. O regime de participação e votação em assembleias de emitentes de ações foi permeável aos desideratos veiculados por estas palavras.

Vejamos, sucinta e exemplificativamente, de que modo.

Confirmação dos votos expressos por via eletrónica (artigo 22.º-A do Cód. VM Revisto)

O n.º 1 do artigo 22.º-A do Cód. VM Revisto é um dos exemplos de clarificação de redação introduzido por esta revisão legislativa. Com efeito, o conteúdo do preceito é mantido, porém com uma redação que permite superar eventuais dúvidas pretéritas de que a confirmação eletrónica de receção de votos é feita apenas a quem expressou o seu voto por via eletrónica.

Por sua vez, o n.º 2 do artigo 22.º-A do Cód. VM Revisto traz duas novidades acerca do dever de a emitente de ações informar sobre se os votos emitidos por via eletrónica foram validamente registados e contabilizados: *(i)* o sujeito da informação que passa a ser o “investidor por conta de quem o acionista é titular das respetivas ações” em vez de ser o “acionista”, ou seja, se não houver coincidência entre o acionista e o investidor (que é como quem diz, *grosso modo*, o banco custodiante e o UBO, respetivamente), a informação deve chegar a este último (poderá, naturalmente, existir coincidência entre acionista e investidor, designadamente quando o acionista não seja banco custodiante, titular de uma “conta jumbo” onde as ações são detidas por conta dos UBO); e *(ii)* a desnecessidade de a emitente de ações informar o investidor se essa informação já estiver à sua disposição (aduziríamos, por outra via que não a resposta direta à solicitação recebida). Saliente-se que, nos termos da alínea *j)* do n.º 2 do artigo 393.º do Cód. VM Revisto, constitui contraordenação grave a violação do dever de confirmação de receção dos votos

expressos por via eletrónica a quem os exerceu (acrescentar-se-ia, diríamos “por esta via” para evitar dúvidas, em linha com a clarificação introduzida no n.º 1 do artigo 22.º-A do Cód. VM Revisto).

Em linha com as alterações ao Cód. VM que permitem uma identificação do acionista até ao UBO e que visam facilitar a comunicação entre estes e as emitentes de ações, com recurso à cadeia de intermediação, o n.º 3 do artigo 22.º-A do Cód. VM Revisto vem estabelecer que o IF que receba uma confirmação da receção ou registo e contabilização de votos por via eletrónica, a transmita diretamente ao investidor ou, se não for possível, pela cadeia de intermediação.

Procuração (artigo 23.º do Cód. VM Revisto)

As alterações introduzidas a este preceito decorrem: *(i)* da revogação do n.º 2 do artigo 109.º do Cód. VM onde se previam formas de comunicação com investidores; e *(ii)* de uma alteração transversal de redação ao diploma que visa dotar as normas de uma natureza mais direta e injuntiva (no caso, substituindo-se, no n.º 5 do preceito “deve prestar” por “presta”).

Deste modo, excluída a aludida remissão para as formas de comunicação previstas no n.º 2 do artigo 109.º do Cód. VM entretanto revogado, o pedido de documento de representação em assembleia geral de emitente de ações feito a mais de cinco acionistas, independentemente da forma de comunicação, deve conter, além dos elementos previstos na alínea *c)* do n.º 1 do artigo



381.º do Código das Sociedades Comerciais (isto é, a especificação da assembleia, pela indicação do lugar, dia, hora da reunião e ordem do dia; as indicações sobre consultas de documentos por acionistas; a indicação precisa da pessoa ou pessoas que são oferecidas como representantes; o sentido em que o representante exercerá o voto na falta de instruções do representado; a menção de que, caso surjam circunstâncias imprevistas, o representante votará no sentido que julgue satisfazer melhor os interesses do representado), também indicação dos direitos de voto que são imputáveis ao solicitante nos termos do n.º 1 do artigo 20.º e o fundamento do sentido de voto a exercer pelo solicitante.

Trata-se de uma simplificação do regime atual pois que agora apenas é relevante considerar o número de acionistas e não também o critério do modo de comunicação (que poderia levar a que, se estivessem em causa até cinco acionistas, mas fossem utilizadas, por exemplo, comunicações padronizadas, o previsto no n.º 3 do artigo 23.º do Cód. VM fosse aplicável).

Inclusão de assuntos na ordem do dia e apresentação de propostas de deliberação

O n.º 2 do artigo 23.º-B do Cód. VM Revisto vem prever expressamente na letra da lei que o requerimento para requerer a inclusão de propostas de deliberação relativas a assuntos referidos na convocatória ou a esta aditados é apresentado no prazo de cinco dias a contar da convocatória ou do respetivo aditamento à convocatória. Esta já se afigurava como a boa interpretação da norma, mas é positiva a clarificação, introduzida pela referência ao aditamento à convocatória, que aporta segurança, tanto para a emitente de ações como para os acionistas/investidores.

Participação e votação na assembleia geral

Ao abrigo do n.º 3 do artigo 23.º-C do Cód. VM Revisto deixa de ser exigida a atual duplicação de declaração de intenção de participar na assembleia geral: passa a ter de ser apenas remetida ao IF e não também ao Presidente da Mesa da Assembleia Geral, respondendo a uma crítica desde sempre endereçada pelo mercado, por constituir uma dispensável sobrecarga burocrática.

Já o n.º 7 do referido preceito, veio pôr término a uma discussão que inicialmente fez correr alguns «rios de tinta», ao deixar claro que, ao aderir ao regime da data de registo, afastando-se do regime de bloqueio, o legislador nacional permite que participe e vote em assembleia geral quem, entre a data de registo e a data da reunião da assembleia geral tenha transmitido a titularidade das ações.

Certificados de legitimação

O n.º 5 do artigo 78.º do Cód. VM Revisto veio trazer uma novidade no sistema jurídico nacional. Esta disposição visa concretizar uma das bandeiras desta revisão: o intuito de fomentar o exercício de direitos dos acionistas, criando um regime que permite a participação dos UBO em vez do banco custodiante.

De facto, esta nova regra permite (realce-se: não obriga) que sejam emitidos certificados de legitimação para o exercício de direitos por pessoa distinta do titular, desde que cumpridos cumulativamente os seguintes requisitos: a) seja pedido por quem tenha legitimidade para requerer o registo (ou seja, o titular da conta); b) conste do certificado a sua data de emissão, a categoria dos valores mobiliários, a identificação do titular da conta e da pessoa legitimada, os direitos que esta última está legitimada a exercer e, se for o caso, o prazo em que o pode fazer; e c)

se proceda ao bloqueio dos valores mobiliários em relação aos quais se emita o certificado.

Naturalmente que o sucesso deste regime dependerá de um diálogo entre banco custodiante e UBO e da própria intenção deste último em participar diretamente na assembleia geral. A verdade é que, até esta alteração, esta não era uma hipótese permitida pela nossa lei pelo que se estabeleceu agora o quadro normativo que visa ultrapassar as críticas de investidores que reclamavam a possibilidade de exercer diretamente o direito de voto nas assembleias gerais de emittentes de ações.

Supervisão da CMVM e contraordenações

Relacionado com a realização de assembleias gerais, não já por iniciativa das emittentes de ações ou dos seus acionistas, note-se que o novo n.º 5 do artigo 363.º (“Supervisão prudencial”) do Cód. VM Revisto vem dotar a CMVM de poderes para exigir a convocação ou mesmo convocar assembleias gerais extraordinárias de emittentes de ações com determinada agenda ou propostas de deliberação, quando, no exercício dos seus poderes de supervisão prudencial, determine que estas devam adotar medidas necessárias à salvaguarda da sua solidez financeira, dos interesses dos investidores, da estabilidade do sistema financeiro e do regular funcionamento do mercado.

Por sua vez, há novas contraordenações graves a ter em conta, nomeadamente:

- a) A falta de prestação de informação ao acionista quanto ao registo e contabilização dos seus votos (alínea *g*) do n.º 3 do artigo 389.º do Cód. VM Revisto);
- b) A violação dos seguintes deveres (alíneas *j*) a *l*) do n.º 2 do artigo 394.º do Cód. VM Revisto):
 - i. De verificação da autenticidade do voto por correspondência, de garantia da sua confidencialidade e, como acima referido, de envio da confirmação de receção dos votos expressos por via eletrónica a quem os exerceu;
 - ii. De submissão a votação, em assembleia geral de acionistas de sociedade emittente de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, da proposta de política de remunerações;
 - iii. De submissão a apreciação, em assembleia geral de acionistas de sociedade emittente de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, do relatório sobre as remunerações.

Em suma:

A grande novidade no que respeita à participação e votação em assembleia geral de emittentes de ações consiste na nova figura dos certificados de legitimação que pretendem permitir a participação de UBO. Foram introduzidas algumas alterações que permitem tornar o regime mais claro ou simples, como, por exemplo: (*i*) deixar expresso na letra da lei que a transmissão das ações entre a data de registo e a data da assembleia geral não preclui o direito do transmitente de participar e votar na assembleia em causa; ou (*iii*) a eliminação do dever de o acionista enviar a declaração de intenção de participar na assembleia geral tanto para o IF como para o Presidente da Mesa da Assembleia Geral, bastando o envio para o IF. Deverá ter-se em conta os poderes de supervisão prudencial da CMVM e os ilícitos contraordenacionais que o Cód. VM Revisto veio acrescentar.

Voto plural



EDUARDO PAULINO
SÓCIO
epaulino@mlgts.pt



FÁBIO CASTRO RUSSO
ADVOGADO SÉNIOR
fcrusso@mlgts.pt

Uma das mais significativas alterações do Cód. VM Revisto consiste na consagração, no artigo 21.º-D, da possibilidade de emissão de ações com voto plural, o que, para além de corresponder a óbvia exceção à proibição geral de voto plural em sociedades anónimas estabelecida no artigo 384.º, n.º 5, do CSC, abre (mais) uma brecha no princípio “uma ação, um voto”. No presente texto aborda-se de forma sucinta a evolução legislativa operada no domínio em causa, tratando-se ainda o sentido da norma consagrada e o regime jurídico relativo à emissão (incluindo por conversão de ações) de ações com voto plural, o qual, de resto, deixa por esclarecer determinadas dúvidas.



Visando «melhorar a atratividade e competitividade do nosso mercado [de capitais]», o Cód. VM Revisto consagrou no seu artigo 21.º-D a possibilidade de emissão de ações com direito especial ao voto plural, enquanto «instrumento adicional de promoção da dispersão do capital em mercado, à disposição das sociedades que já estão em mercado, mas também daquelas que pretendem ser admitidas pela primeira vez»¹.

O regime em apreço constitui uma das mais significativas alterações substantivas operadas pela revisão promovida. Com efeito, em derrogação – quanto às sociedades abrangidas pelo artigo 21.º-D – da proibição expressa de estabelecimento de voto plural vertida no artigo 384.º, n.º 5, do CSC, passa a ser permitido emitir ações com voto privilegiado, até ao limite de cinco votos por ação (n.º 1 do artigo 21.º-D). Abre-se, em simultâneo, uma brecha no princípio “uma ação, um voto” acolhido no artigo 384.º, n.º 1, do CSC, princípio esse que, de todo o modo, nunca foi absoluto, como resulta das alíneas *a*) e *b*) (esta última admitindo um teto estatutário ao exercício do direito de voto) do n.º 6 do artigo 384.º e da possibilidade de emissão de ações preferenciais sem direito de voto prevista nos artigos 341.º e ss., em ambos os casos do CSC.

A alteração ora operada, que vem abrir a porta à atribuição a alguns acionistas de um poder de voto desproporcionado relativamente à sua participação no capital, assim diminuindo os riscos de perda de controlo acionista, não constitui uma inovação (total, pelo menos), posto que, anteriormente à entrada em vigor do CSC, em 1986, a previsão de privilégios de voto em sociedades anónimas era entre nós relativamente comum, como é demonstrado pelo artigo 531.º,

¹ Cfr. o quarto parágrafo da exposição de motivos incluída na Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.^a, de resto em linha com a recomendação constante do relatório da OCDE de outubro de 2020 e o “diagnóstico” aí efetuado a respeito desta matéria (cfr. pp. 15, 16 e 108, respetivamente).

n.º 1, do CSC, que manteve os direitos de voto plural existentes àquela data. Aliás, continua a ser permitido estabelecer o voto plural (limitado ao voto duplo) em sociedades por quotas, contanto que as quotas em causa não correspondam a mais de 20% do capital social (cfr. o artigo 250.º, n.º 2, do CSC). Todavia, os efeitos nefastos resultantes da admissibilidade irrestrita do voto plural levaram a que, abandonando o liberalismo do início do século XX na matéria em causa, vários ordenamentos jurídicos tenham enveredado por um claro proibicionismo (por exemplo, Alemanha, com a *Aktiengesetz* de 1937, Itália, com o *Codice Civile* de 1942, ou Espanha, em 1951)².

O século XXI trouxe vinho novo em odres velhos: nos últimos anos, parte relevante da doutrina, nacional e estrangeira, tem questionado – de algum modo à boleia do intenso debate a respeito do aparentado, embora distinto, tópico das “ações de lealdade” – a aludida proibição³, invocando certos benefícios que resultariam do acolhimento da admissibilidade do voto plural, como seja o fomento da entrada no mercado de capitais de *newcomers* de base tecnológica e crescimento rápido, permitindo salvaguardar por mais tempo a estrutura original de controlo.

Não surpreende, por isso, que se verifique atualmente um movimento legislativo algo inverso àquele que caracterizou o século XX; veja-se, por exemplo, o que sucedeu em Itália,

² Cfr., sobre o ponto, Pedro Maia, *Função e Funcionamento do Conselho de Administração da Sociedade Anónima*, Coimbra, Coimbra Editora, 2002, pp. 122-124, em nota.

³ Quer no plano do direito a constituir (cfr. A. MENEZES CORDEIRO, D. DE OLIVEIRA FESTAS, “Artigo 384.º”, in A. MENEZES CORDEIRO (coord.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, 4.^a ed., Coimbra, Almedina, 2021, p. 1281), quer mesmo no do direito constituído, ainda que apenas no que respeita às sociedades cotadas (MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às *L-shares*”, *RDS*, ano VII, 2015, 2, p. 452). A alteração do Cód. VM é omissa quanto a estas “ações de lealdade”, remanescendo alguma dúvida na doutrina quanto à sua admissibilidade à luz das regras vigentes.

em que uma reforma de 2014 alterou o *Codice Civile* de modo a reprimir o voto plural⁴.

O regime agora estabelecido abrange sociedades emittentes de ações admitidas à negociação (ou, nos termos do n.º 2 do artigo 21.º-D, que as pretendam ver admitidas à negociação) em mercado regulamentado ou em sistema de negociação multilateral. Como já se indicou, os privilégios de voto ora permitidos têm como limite cinco votos por ação, o que vai além do voto *duplo* passível de previsão estatutária nas sociedades por quotas e, bem assim, do limite de três votos por ação proposto pela CMVM no parecer por esta emitido no âmbito da iniciativa legislativa aqui em causa⁵, limite este curiosamente coincidente com o previsto no ordenamento jurídico italiano. Para além do rácio máximo estabelecido, não se previu expressamente qualquer limite ao número de ações às quais é permitida a atribuição de privilégio de voto, o que parece significar que, não considerando a existência de outras categorias especiais de ações, esse limite, pelo menos nos casos em que as ações com voto plural resultem da conversão de ações ordinárias, deverá ser o previsto para as ações preferenciais sem direito de voto (cfr. o artigo 341.º, n.º 1, *in fine*, do CSC e a remissão que se faz para o artigo 344.º deste diploma legal no n.º 4 do artigo 21.º-D).

A previsão de voto plural pode ter lugar:

(i) *ab initio*, i.e., quando da constituição da sociedade (cfr. o artigo 24.º, n.º 1, do CSC); ou
(ii) posteriormente, seja por força de um aumento do capital social, hipótese em que os acionistas terão preferência na subscrição das novas ações (artigo 458.º do CSC), seja por conversão de ações ordinárias em ações privilegiadas, em

ambos os casos carecendo a deliberação de aprovação pela maioria legalmente exigida para a alteração do contrato de sociedade das sociedades anónimas (n.º 3 do artigo 21.º-D), por conseguinte exigindo-se uma maioria de dois terços dos votos emitidos (cfr. o artigo 386.º, n.º 3; cfr. também o n.º 4 e ainda o artigo 383.º, n.ºs 2 e 3, todos do CSC)⁶.

Caso já existam outras categorias especiais de ações, e dado que a criação de novas categorias de ações com direitos especiais equivalentes ou superiores afetará, reflexamente, os acionistas titulares de ações especiais, estes deverão ser chamados a prestar o seu consentimento à criação de ações com voto plural em assembleia especial, por maioria de dois terços dos votos emitidos (cfr. o artigo 24.º, n.ºs 5 e 6, do CSC)⁷.

Outros aspetos do regime das ações com voto plural têm vindo a merecer acesa discussão além-fronteiras, em particular se as ações em apreço se podem manter por tempo indeterminado ou se se acham (devem achar) sujeitas a termo final ou condição resolutiva, assim como se se lhes deve aplicar a regra da livre transmissibilidade (cfr. o artigo 328.º do CSC)⁸.

Deste ponto de vista, o artigo 21.º-D apresenta-se como potencialmente lacunoso, podendo sustentar-se que o silêncio do legislador deve ser visto como eloquente, correspondendo a omissão a uma adesão ao regime geral (logo, e quanto às duas questões suscitadas, à possibilidade de manutenção dos privilégios de voto por tempo indeterminado e à integral aplicação da regra da livre transmissibilidade).

⁴ Cfr. a redação atual do artigo 2351.º, 4.º parágrafo, do *Codice Civile*.

⁵ Cfr. parecer da CMVM de 07.10.2021, no qual se alertou para a «existência de riscos na proposta apresentada» (p. 19). Não obstante este alerta, na matéria aqui em causa a redação final do Cód. VM Revisto corresponde integralmente à que constava da Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.^a.

⁶ No seu parecer anteriormente referido, a CMVM propôs uma maioria de três quartos dos votos emitidos.

⁷ Assim, MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “Direito de voto...”, cit., p. 454.

⁸ Cfr., entre outros, CLARA HOCHLEITNER, “Dual-class Technology Firms”, *Drexel Law Review*, vol. 11 (2018-19), pp. 101 a 147, *passim*.

Caberá, pois, aos tribunais e à doutrina encontrar resposta para as dúvidas colocadas e para as demais que inevitavelmente surgirão.

Admite-se que, no plano da atratividade dos mercados de capitais para *newcomers* – e, sobretudo, para os acionistas que os controlem –, o novo (velho) voto plural possa revelar-se vantajoso, se bem que, na ótica dos investidores, não sejam de excluir alguns riscos, que devem ser desde logo enquadrados num contexto de exigência de informação de qualidade; como refere um Autor italiano, «em algumas hipóteses específicas, dependendo do setor de atividade, modelo de negócio e características pessoais dos acionistas, as ações com voto plural podem beneficiar os investidores; em geral, porém,

tendem a constituir uma desvantagem e não uma vantagem para os acionistas minoritários, opondo-se a generalidade dos investidores institucionais à sua utilização. As ações com voto plural podem, não obstante, contribuir para a prossecução de outros propósitos, tais como atrair sociedades para os mercados regulamentados»⁹ (tradução nossa).

A demonstração de que o regime em causa não constitui um mero (embora interessante) exercício académico caberá ao mercado; o verdadeiro *acid test* da solução legal ora acolhida resultará da adoção, ou não, das ações com voto plural por emitentes e *newcomers*.

⁹ Marco Ventoruzzo, “The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat”, *SSRN*, 2015, p. 9.



O novo regime geral das ofertas públicas no Código dos Valores Mobiliários – a aguardada harmonização com a legislação europeia e outras inovações



**MARGARIDA
TORRES GAMA**
ADVOGADA SÉNIOR
mtgama@mlgts.pt



**MARIA
CORTES MARTINS**
ASSOCIADA PRINCIPAL
mmartins@mlgts.pt

O Cód. VM Revisto, no que respeita às ofertas públicas, veio introduzir importantes alterações: (i) em primeiro lugar, o requisito para a qualificação de uma oferta como pública passa agora a ser, à semelhança do regime europeu, a exigibilidade de prévia divulgação de prospeto, sendo afastados os anteriores critérios de qualificação e a dualidade da qualificação como “oferta particular” e “oferta isenta de prospeto”; (ii) em segundo lugar, foi alterado o muito discutido regime de responsabilidade pelo prospeto, nomeadamente quanto à respetiva abrangência subjetiva; (iii) em terceiro lugar, desapareceu a exigência de intermediação obrigatória, anteriormente prevista no artigo 113.º do Cód. VM, nos termos do qual as ofertas públicas relativas a valores mobiliários em que seja exigível prospeto deveriam ser obrigatoriamente realizadas com intervenção de intermediário financeiro; e, por fim, (iv) foi revogado o n.º 1 do atual artigo 124.º do Cód. VM, tendo sido substituído pelo novo artigo 128.º-A, do qual resulta que a revisão da oferta deixa de ser exclusivamente possível quanto à natureza e montante da contrapartida, passando o oferente a poder rever genericamente os termos e condições da oferta, respeitando o princípio de que a mesma não deverá revestir condições globais menos favoráveis para os respetivos destinatários. As mudanças introduzidas traduzem primordialmente um alinhamento com a legislação europeia e uma flexibilização do regime, prometendo promover o interesse dos emitentes de valores mobiliários no mercado de capitais português e que poderão gerar o interesse de mais *players* europeus.

Uma das mais aguardadas alterações ao Cód. VM relaciona-se com a maior harmonização do regime geral das ofertas públicas aplicável no ordenamento jurídico português com o previsto na respetiva legislação europeia.

De facto, a entrada em vigor do [Regulamento \(UE\) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017 \(Regulamento\)](#), que veio revogar a [Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003](#), com o objetivo de dar mais um passo na realização da União dos Mercados de Capitais, criou alguma incerteza no mercado de capitais português no que se refere à qualificação como públicas de determinadas ofertas de valores mobiliários. Com efeito, a redação do Regulamento estabelece que as ofertas de valores mobiliários dirigidas ao público apenas poderão ter lugar após a publicação prévia de um prospeto, redigido nos termos da lei aplicável, salvo quando se verificarem as exceções expressamente estipuladas, reforçando assim a ligação intrínseca entre a exigibilidade de prospeto e o próprio conceito de oferta pública. O Cód. VM manteve, no entanto, até ao momento, a distinção entre a qualificação de uma oferta como pública e a exigibilidade de preparação de um prospeto, tendo-se verificado nos últimos anos várias dúvidas de interpretação e aplicação no caso concreto tendo em conta a falta de coincidência total dos conceitos e exceções e o facto de o Regulamento, pela sua natureza, ser diretamente aplicável no ordenamento jurídico português.

Na nova redação do Cód. VM Revisto, o requisito para a qualificação de uma oferta como pública passa agora a ser também a exigibilidade de prévia divulgação de prospeto, num conceito agora totalmente alinhado com o da legislação europeia. O legislador optou assim por alterar integralmente o teor do artigo 109.º do Cód. VM, que refere agora que «[s]ão públicas: a) as ofertas de valores mobiliários ao público que exigem a prévia divulgação de prospeto ou

documento exigível de acordo com a legislação da União Europeia; b) as ofertas de aquisição a que se refere o artigo 173.º [*i.e.*, as Ofertas Públicas de aquisição]», afastando os anteriores critérios. O artigo 109.º do Cód. VM Revisto determina ainda que, para além das demais isenções previstas na legislação europeia, o título correspondente às ofertas públicas não se aplica «a ofertas de valores mobiliários ao público cujo valor total na União Europeia seja inferior a 8 000 000 €, calculado em função das ofertas realizadas ao longo de um período de 12 meses», tendo-se assim optado por adotar a possibilidade expressamente prevista na alínea b) do n.º 2 do artigo 3.º do Regulamento.

Ainda relativamente ao prospeto, foi alterado e clarificado o muito discutido artigo 149.º, respeitante à responsabilidade pelo prospeto. Com efeito, resulta agora da redação que são responsáveis pelo conteúdo do prospeto os titulares do órgão de administração e do órgão de fiscalização do oferente e do emitente, bem como o revisor oficial de contas do oferente, mas apenas, em todos estes casos, os que estejam em funções à data de aprovação do prospeto. É particularmente notório e relevante, no relativo ao revisor oficial de contas, o desaparecimento da conexão com a certificação ou com a apreciação dos documentos de prestação de contas em



que o prospeto se baseia. É também agora prevista, em congruência com o Regulamento, a responsabilidade do garante, quando aplicável, sendo removida a referência à responsabilidade dos intermediários financeiros tendo em consideração o fim da exigência de intermediação obrigatória em ofertas públicas.

Outra inovação no Cód. VM Revisto que importa mencionar no contexto das ofertas públicas é o desaparecimento da exigência de intermediação obrigatória (nas componentes de assistência e de colocação), anteriormente prevista no artigo 113.º do Cód. VM, nos termos do qual as ofertas públicas relativas a valores mobiliários em que fosse exigível prospeto seriam obrigatoriamente realizadas com intervenção de intermediário financeiro. Esta importante revogação poderá ter como efeito sistémico a maior atratividade para os emitentes da realização de ofertas públicas de valores mobiliários, considerando os elevados custos normalmente incorridos pelos emitentes nas suas operações em mercado de capitais que revestem a natureza de ofertas públicas e que, conseqüentemente, até à data, forçavam a intervenção de um intermediário financeiro. Por outro lado, a eventual tendência de desligar as ofertas públicas da assessoria por intermediário financeiro privará necessariamente o emitente de valores mobiliários de aconselhamento personalizado e do *know-how* destes *players* de

mercado, em particular em matéria de formação e determinação do preço, bem como de recolha de *feedback* do mercado sobre potenciais janelas de investimento, razão pela qual se antevê que os emitentes mais relevantes do mercado continuarão, independentemente da eliminação desta obrigação, a contratar intermediários financeiros para a prestação de serviços de assistência e de colocação nas respetivas operações de mercado de capitais.

Chama-se também à atenção para a não menos importante alteração do regime jurídico de revisão da oferta, que, sem ignorar a turbulência nos mercados verificada nos últimos anos e algumas experiências menos bem conseguidas de *players* no mercado português, vem flexibilizar os termos ao abrigo dos quais os emitentes podem lançar mão deste instituto, tornando, à semelhança das restantes alterações, mais apetecível o lançamento de ofertas públicas. Efetivamente, o n.º 1 do artigo 124.º do Cód. VM («[o] conteúdo da oferta só pode ser modificado nos casos previstos nos artigos 128.º, 172.º e 184.º») foi revogado, sendo que o novo artigo 128.º-A determina que «[a]té dois dias antes do fim do prazo da oferta, o oferente pode, mediante autorização da CMVM, rever os seus termos e condições, desde que não a torne globalmente menos favorável para os respetivos destinatários». A revisão da oferta deixa, assim,



de ser exclusivamente aplicável à revisão da contrapartida quanto à sua natureza e ao seu montante, passando o oferente a poder rever genericamente os termos e condições da sua oferta, respeitando o princípio de que a mesma não deverá revestir condições globais menos favoráveis do que as condições iniciais para os respetivos destinatários. Elimina-se também, neste contexto, a obrigação de que qualquer revisão de contrapartida seja sempre em alta, em pelo menos 2% do seu respetivo valor. A modificação da oferta mantém-se, naturalmente, como fundamento para a prorrogação do respetivo prazo, que continua a ser prerrogativa da CMVM, por sua iniciativa ou a requerimento do oferente.

Quanto a outras inovações na temática das ofertas, note-se ainda que a nova redação do artigo 163.º A refere agora especificamente que o prospeto poderá ser preparado em língua inglesa, salvo se a CMVM a tal se opuser em virtude de se revelar contrário ao regular funcionamento do mercado ou aos interesses dos investidores. Pese embora na prática já se tivesse demonstrado possível, esta possibilidade não tinha ainda sido expressamente autorizada na correspondente legislação.

Por fim, refira-se que o elenco de condutas que configuram contraordenação muito grave, grave e menos grave no que respeita às ofertas públicas (artigo 393.º do Cód. VM) foi também revisto para refletir as restantes alterações ao Cód. VM, eliminar duplicações e simplificar a redação do artigo, notando-se que foram acrescentadas ao n.º 1 daquele artigo como contraordenações muito graves a «omissão de informação devida ou nos termos, acessibilidade e modelos devidos» (alínea *g*) e a «realização de operações não permitidas ou em condições não permitidas» (alínea *h*)).

Analisadas as principais alterações ao regime das ofertas públicas no Cód. VM Revisto, julga-se serem de louvar as mudanças introduzidas, em particular no que respeita ao alinhamento do requisito relevante para qualificação de uma oferta como pública com o previsto na legislação europeia e a flexibilização do regime de revisão da oferta, duas inovações que prometem promover o interesse dos emitentes de valores mobiliários no mercado de capitais português e que poderão certamente gerar um maior interesse de mais *players* europeus. Em particular, a aproximação à legislação europeia torna o regime português mais compreensível ao investidor estrangeiro, enquanto que os diversos mecanismos de simplificação e de flexibilização retiram alguma rigidez aos termos em que as ofertas públicas podem correr no nosso ordenamento jurídico.



Revisão e simplificação do regime das OPA



**RUI
DE OLIVEIRA NEVES**
SÓCIO

ron@mlgts.pt

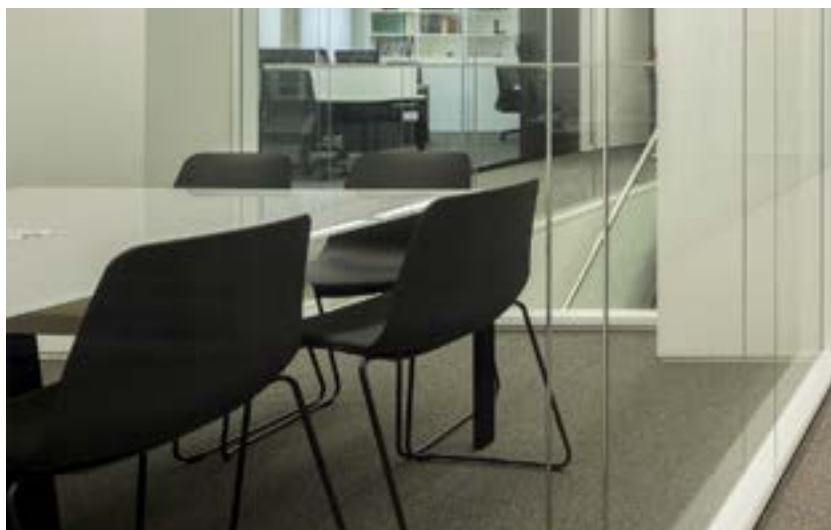
A revisão do Cód. VM resultante da Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro, veio promover uma maior harmonização com o direito europeu, uma simplificação legislativa e uma maior concretização de requisitos e critérios legais que podem contribuir positivamente para um maior dinamismo do mercado de capitais nacional.

No domínio do *market for control*, a revisão legislativa reflete precisamente esta ambição, tendo sido introduzidos sete ajustamentos que cumpre destacar quanto ao regime relacionado com as ofertas públicas de aquisição (OPA).



**PRISCILA
MACEDO PINTO**
ASSOCIADA

pmpinto@mlgts.pt



Aplicação do regime das OPA apenas a instrumentos representativos de capital

Em linha com o regime da Diretiva das OPA (Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004), o instituto das OPA passa a ser aplicável apenas a ofertas públicas que tenham por objeto a aquisição de ações e outros valores mobiliários que confirmam direito à respetiva subscrição ou aquisição emitidos por sociedades cujas ações estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado localizado em Portugal.

Desta forma, os instrumentos financeiros não representativos de capital, ainda que emitidos por sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, passam a poder ser objeto de aquisição sem sujeição ao regime das OPA, simplificando profundamente a possibilidade de aquisição de instrumentos financeiros representativos de dívida.

Possibilidade de afastamento da OPA obrigatória

No que concerne ao funcionamento do mercado de controlo das sociedades cotadas, a alteração mais relevante para os investidores respeita ao modo de aplicação dos *thresholds* de materialidade para o lançamento obrigatório de uma OPA. Mantendo-se inalterados os limiares de 1/3 e 50% dos direitos de votos para o lançamento de OPA obrigatória, passa a ser possível demonstrar a inexistência de controlo mesmo que o investidor detenha mais de 50% dos direitos de voto da sociedade visada.

Para esse efeito, torna-se necessário realizar prova perante a CMVM da ausência de influência dominante sobre a sociedade visada, de modo a evidenciar que a mera titularidade ou imputação de direitos de voto não permite efetivar o controlo sobre a sociedade emitente, nomeadamente em função da existência de situações casuísticas concretas que conduzem a essa circunstância, tais como eventualmente

as relacionadas com a imputação de direitos de voto concorrentes, a natureza precária e não operável da imputação de direitos de voto ou a incapacidade de exercício de controlo sobre o órgão de administração.

À semelhança do que sucedia anteriormente, a possibilidade de prova negativa de domínio permite o afastamento do dever de lançamento de OPA apenas de forma transitória, cessando logo que o investidor passe a dispor de influência dominante. Durante esse período, qualquer aumento de imputação de direitos de voto superior a 1% sujeita o investidor ao dever de comunicar essa alteração à CMVM.

Contrapartida da OPA obrigatória

Uma outra revisão do regime das OPA com especial relevo prático respeita à determinação da contrapartida mínima aplicável em caso de OPA obrigatória. Passa agora a reconhecer-se na lei não só o maior preço pago pelo oferente nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar da OPA, mas também o maior preço que o oferente se tenha vinculado a pagar, dando assim relevo a acordos estabelecidos previamente ao lançamento da OPA, ainda que não integralmente consumados.

OPA concorrentes

Outra alteração particularmente relevante para a operacionalidade de uma OPA consiste na revisão do regime das OPA concorrentes, conferindo-se maior latitude para a definição das condições de uma oferta concorrente.

Assim, a oferta que surja posteriormente ao anúncio preliminar de uma OPA e que tenha por objeto a aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, apenas está sujeita ao cumprimento dos seguintes requisitos:

- (i) Elevar a contrapartida num mínimo de 2%;

- (ii) Abranger uma quantidade de valores mobiliários igual ou superior;
- (iii) Conter uma condição de sucesso igual ou inferior.

O limite do prazo para o lançamento de OPA concorrente foi igualmente ajustado e clarificado, passando a ser o final do 5.º dia útil anterior ao termo do prazo de OPA registada junto da CMVM.

Transações na pendência da OPA

Também o regime da transação de valores mobiliários objeto de uma OPA a partir do respetivo anúncio preliminar foi simplificado, bastando agora a autorização prévia da CMVM para a sua realização e determinando-se que o pagamento de um preço mais elevado pelas aquisições realizadas nesse âmbito obriga à elevação da contrapartida da OPA, tanto nas OPA voluntárias como nas OPA obrigatórias.

Relatório do emitente

Cabe ainda destacar uma modificação legislativa que assume importância tanto na perspetiva dos investidores como dos emitentes e que consiste na divulgação expressa do seguinte:

- (i) O sentido de voto dos membros do órgão de administração da sociedade visada em relação ao relatório sobre a oportunidade e as condições da OPA; e
- (ii) A declaração acerca da existência ou inexistência de situações de conflito de interesses entre os administradores e os destinatários da OPA.

Sendo relevante o comportamento assumido pelo órgão de administração do emitente na pendência de uma OPA, esta alteração vem introduzir maior transparência em matéria de *governance* ao mesmo tempo que reforça o escrutínio do modo

de cumprimento dos deveres fiduciários especiais que resultam para os administradores de um emitente sujeito a uma OPA.

OPA potestativa

Finalmente, foi simplificado o regime da OPA para aquisição potestativa, bastando que o oferente tenha alcançado os 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social para poder lançar mão desta faculdade, eliminando requisitos adicionais que não se encontram previstos na Diretiva das OPA.

Também a determinação da contrapartida aplicável à OPA potestativa passou a resultar de um critério mais simples e claro, correspondendo o preço da OPA ao maior preço pago ou acordado pagar entre o apuramento dos resultados da OPA e o registo da OPA potestativa.

Considerações finais

As alterações legislativas sucintamente assinaladas constituem um passo que pode contribuir para um maior dinamismo na consolidação empresarial de sociedades cotadas, criando maior equidade de tratamento e reforçando o *level playing field* para atrair investidores interessados na aquisição de controlo societário sobre empresas do mercado de capitais nacionais.

Em face deste novo ambiente regulatório afigura-se prudente quer que as sociedades cotadas disponham de (ou revisitem as) regras internas aplicáveis à atuação dos seus órgãos sociais e colaboradores durante a pendência de uma OPA, quer que os atuais acionistas com posições relevantes avaliem as medidas de atuação adequadas caso venham a ser confrontados com uma OPA.

Exclusão voluntária de negociação (*delisting*)



RICARDO ANDRADE AMARO
SÓCIO
ramaro@mlgts.pt



HELDER M. MOURATO
ASSOCIADO PRINCIPAL
hmmourato@mlgts.pt

A exclusão voluntária de negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários (*delisting*) corresponde a um novo regime autónomo decorrente, em parte, do quadro normativo anteriormente estabelecido no Cód. VM.

Com efeito, o regime aplicável à exclusão voluntária de negociação assemelha-se ao anterior regime estabelecido no artigo 27.º, n.º 1, alínea a), do Cód. VM para a perda da qualidade de sociedade aberta: a exclusão deve ser deliberada com a aprovação de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social e deve ser requerida à CMVM, ficando os acionistas que tenham votado desfavoravelmente com um direito “de exoneração”, cuja contrapartida deve ser calculada com recurso a regras aplicáveis no domínio da OPA obrigatória.

Para além da sistematização e da autonomização do regime, a novidade assinalável é o facto de a entidade adquirente das ações dos acionistas minoritários já não ter de ser necessariamente um acionista da sociedade, podendo agora ser um terceiro ou a própria sociedade.

O voto plural (uma novidade do Cód. VM Revisto) não pode ser exercido em deliberações da AG relativas ao *delisting*.



No domínio do Cód. VM, a matéria da exclusão voluntária de negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários (*delisting*) aparecia, não raro, associada à “perda da qualidade de sociedade aberta” regulada pelo disposto nos artigos 27.º e ss. daquele código.

Contudo, essa associação era discutível (e discutida), já que, por um lado, existiam sociedades anónimas que, não sendo sociedades abertas, tinham as respetivas ações admitidas à negociação em mercado regulamentado a funcionar em Portugal¹ e, por outro lado, existiam sociedades abertas sem que as respetivas ações se encontrassem admitidas à negociação em mercado regulamentado.

Deste modo, pese embora a “perda da qualidade de sociedade aberta” tivesse necessariamente por efeito a «imediate exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade»², poderia dar-se o caso de uma determinada sociedade pretender a exclusão da negociação em mercado, sem querer necessariamente perder, por causa disso, a qualidade de sociedade aberta, discutindo-se aí a que requisitos deveria a “mera” exclusão voluntária da negociação em mercado estar sujeita.

No âmbito do novo regime instituído pelo Cód. VM Revisto, desaparece a figura da “sociedade aberta” (e, por conseguinte, também a regulação sobre a “perda” dessa qualidade), sendo que a matéria da exclusão voluntária de negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários passa a ter regulamentação autónoma, devidamente sistematizada nos artigos 251.º-F e ss.

Apesar de, no domínio do regime anterior, ter ficado claro que uma coisa é a perda da qualidade

de sociedade aberta e que coisa diferente é a exclusão voluntária da negociação em mercado, vale a pena passar brevemente em revista o regime da perda da qualidade de sociedade aberta dos artigos 27.º e ss. do Cód. VM, uma vez que as soluções encontradas pelo Cód. VM Revisto em sede de exclusão voluntária de negociação têm vários pontos em comum com aquele regime.

Assim, nos termos do regime anterior, a perda da qualidade de sociedade aberta podia ocorrer nos seguintes casos: (i) se, na sequência de OPA, um acionista passasse a deter (diretamente ou por imputação) mais de 90% dos direitos de voto; ou (ii) por deliberação da AG nesse sentido (ou em assembleia de titulares de ações especiais e de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou aquisição de ações), aprovada por uma maioria de 90% ou mais do capital social (ou, relativamente a assembleias de titulares de ações especiais e de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou aquisição de ações, uma maioria correspondente a 90% ou mais dos valores mobiliários em causa); ou (iii) nos casos em que decorresse um ano sobre a exclusão da negociação das ações em mercado regulamentado, fundada na falta de dispersão pelo público³.

Nos casos de perda da qualidade de sociedade aberta em face de deliberação da AG, a sociedade emitente tinha de indicar um acionista que ficaria obrigado a: (i) adquirir, num prazo de três meses contados da decisão de deferimento da CMVM, os valores mobiliários pertencentes, nessa data, aos acionistas que não tivessem votado favoravelmente a deliberação; e, bem assim, a (ii) caucionar essa obrigação de aquisição por garantia bancária ou depósito em dinheiro⁴. A contrapartida da aquisição deveria ser calculada de acordo com o disposto no artigo 188.º do Cód. VM, relativo à contrapartida a pagar pelo

¹ Pense-se nas sociedades de direito estrangeiro admitidas à negociação em mercado regulamentado a funcionar em Portugal. Com efeito, apenas sociedades de direito português são suscetíveis de qualificação como sociedade aberta no domínio do Cód. VM.

² Cfr. artigo 29.º, n.º 2, do Cód. VM.

³ Cfr. artigo 27.º, n.º 1, do Cód. VM.

⁴ Cfr. artigo 27.º, n.º 3, do Cód. VM.

oferente pela aquisição de valores mobiliários realizada no âmbito de uma OPA obrigatória.

Finalmente, no regime anterior, a perda da qualidade de sociedade aberta poderia ser requerida à CMVM pela sociedade emitente (e, nos casos decorrentes de OPA, também pelo oferente)⁵, tornando-se eficaz a partir da publicação da decisão favorável da CMVM⁶. A decisão da CMVM deveria ser publicada, por iniciativa da sociedade, no boletim do mercado regulamentado onde os valores mobiliários estavam admitidos à negociação, sendo que, nos casos de perda da qualidade de sociedade aberta em face de deliberação da AG, a publicação deveria ainda referir os termos da aquisição dos valores mobiliários e ser repetida no fim dos primeiro e segundo meses do mencionado prazo de três meses para exercício do direito de alienação⁷. A readmissão dos valores mobiliários à negociação em mercado regulamentado ficava vedada pelo período de um ano⁸.

No novo regime estabelecido no Cód. VM Revisto, a exclusão voluntária de negociação em mercado regulamentado em Portugal – “ou em sistema de negociação multilateral” – de valores mobiliários requer, em primeiro lugar, que a mesma venha a ser deliberada em AG, com a aprovação de uma maioria de 90% ou mais “dos direitos de voto correspondentes ao capital social” (ou, relativamente a assembleias

de titulares de ações especiais admitidas à negociação em mercado regulamentado em Portugal ou negociadas em sistema de negociação multilateral e de outros valores mobiliários que confrim direito à subscrição ou à aquisição de ações, uma maioria correspondente a 90% ou mais dos valores mobiliários em causa).

Assim, manteve-se o princípio de que a aprovação da deliberação de exclusão de negociação requer uma maioria de 90% dos direitos de voto “existentes”, não bastando a aprovação por maioria de 90% dos direitos de voto que estejam “presentes ou representados” na AG.

No que se refere à proteção dos acionistas que não votem favoravelmente a deliberação de exclusão de negociação, mantém-se, em certa medida, o mecanismo que anteriormente se estabelecia no artigo 27.º do Cód. VM, no sentido em que a sociedade terá de indicar uma entidade que se obrigue a adquirir as ações de que tais acionistas sejam titulares, mantendo-se o prazo de três meses (contados da decisão de deferimento da CMVM) de que dispõem tais acionistas para exercer o direito de alienação.

Contudo, se anteriormente a entidade adquirente das ações daqueles acionistas minoritários tinha de ser um acionista da sociedade, no novo regime tal já não é necessariamente assim, porquanto a sociedade pode, em vez disso, indicar um terceiro ou declarar que irá adquirir ela própria as ações em causa (neste último caso, naturalmente, apenas se ainda o puder fazer, tendo em conta o regime das ações próprias estabelecido no Código das Sociedades Comerciais).

⁵ Cfr. artigo 27.º, n.º 2, do Cód. VM.

⁶ Cfr. artigo 29.º, n.º 2, do Cód. VM.

⁷ Cfr. artigo 28.º do Cód. VM.

⁸ Cfr. artigo 29.º, n.º 2, *in fine*, do Cód. VM.



A este propósito, cumpre ainda referir que, caso exista, o voto plural (novo regime instituído no Cód. VM Revisto) não pode ser exercido nas deliberações relativas à exclusão voluntária de negociação⁹.

Por outro lado, mantém-se, nesta sede, o princípio anterior da aplicabilidade do regime da contrapartida numa OPA obrigatória¹⁰.

Deliberada a exclusão, deve a mesma ser requerida à CMVM no prazo de 20 dias a contar da data da deliberação.

Cabe ainda notar que o caso em que um acionista passe a deter mais de 90% dos direitos de voto na sequência de OPA deixou de constituir um caso de exclusão automática de negociação¹¹. Com efeito, aquela circunstância, que passa a estar tratada somente nos artigos 194.º e ss. do Cód. VM Revisto, não é agora suficiente para determinar a exclusão de negociação, sendo necessário que o oferente da OPA ou o(s) acionista(s) minoritário(s) exerça(m) efetivamente o direito, respetivamente, de aquisição ou alienação potestativas conferido neste âmbito. A propósito, é ainda de referir que, de acordo com a nova versão do artigo 194.º do código, para que tais direitos potestativos se verifiquem, deixa de ser necessário que o

oferente da OPA, na sequência da mesma, atinja 90% dos direitos de voto e 90 % dos direitos de voto abrangidos pela oferta, bastando agora que se verifique o primeiro requisito¹².

Finalmente, importa também referir que a regra anteriormente estabelecida no artigo 29.º, n.º 2, *in fine*, do Cód. VM (readmissão à negociação em mercado regulamentado vedada pelo período de um ano) não transitou para o novo regime.

Assim, no que se refere à exclusão voluntária da negociação, entendemos essencialmente que o Cód. VM Revisto estabelece um regime autónomo, mais simples e mais claro, cujos traços principais correspondem, em resumo, ao seguinte: (i) a exclusão deve ser deliberada com a aprovação de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social; (ii) os acionistas que tenham votado desfavoravelmente beneficiam de um direito “de exoneração”; (iii) a contrapartida a pagar a tais acionistas em caso de exercício do direito deve ser calculada com recurso a regras aplicáveis à OPA obrigatória; (iv) a entidade adquirente das ações dos acionistas minoritários pode ser um acionista da sociedade, um terceiro ou a própria sociedade; (v) o voto plural não pode ser exercido nas deliberações da AG relativas à exclusão de negociação.

⁹ Conforme se estabelece no artigo 21.º-D, n.º 5, do Cód. VM Revisto.

¹⁰ Cfr. artigo 188.º *ex vi* artigo 251.º-F do Cód. VM Revisto.

¹¹ Como resultava anteriormente do disposto nos artigos 27.º, n.º 1, alínea a), e 29.º, n.º 2, do Cód. VM.

¹² Sendo que, quanto ao demais, se mantém o regime anterior, designadamente os prazos de três meses para o exercício dos direitos potestativos de aquisição/alienação das ações.

Alterações ao *governance* das gestoras de *private equity* e outros OIC



DIANA RIBEIRO DUARTE
SÓCIA
drd@mlgts.pt



**PEDRO
CAPITÃO BARBOSA**
ASSOCIADO PRINCIPAL
pebarbosa@mlgts.pt

A [Lei n.º 99-A/2021, de 31 de dezembro \(Lei\)](#), inclui, para além do Cód. VM Revisto, algumas alterações relevantes ao Regime Jurídico de Supervisão da Auditoria, aprovado pela [Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro \(RJSA\)](#).

No artigo 3.º do RJSA, relativo à qualificação de determinadas entidades como de “interesse público” para efeitos de supervisão dos trabalhos de auditoria às suas demonstrações financeiras, são eliminadas (entre outras) as alíneas *d*) e *e*); estas alíneas qualificam como entidades de interesse público (EIP) «os organismos de investimento coletivo sob forma contratual e societária, previstos no regime geral dos organismos de investimento coletivo, aprovado pela [Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro \[RGOIC\]](#)», e «as sociedades de capital de risco, as sociedades de investimento em capital de risco e os fundos de capital de risco, previstos no Regime Jurídico do Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Especializado, aprovado pela [Lei n.º 18/2015, de 4 de março](#)», respetivamente.

Significa isto que os organismos de investimento coletivo referidos no RGOIC e as sociedades de capital de risco, sociedades de investimento em capital de risco e os fundos de capital de risco deixam de ser qualificados como EIP¹. Nos termos do n.º 13 do artigo 2.º da [Diretiva 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, 17 de maio de 2006](#), as EIP são sociedades com valores mobiliários admitidos à negociação, instituições de crédito e seguradoras; adicionalmente, esta diretiva confere a possibilidade de os Estados-Membros poderem (tautologicamente) designar como EIP outras entidades que considerem ser de interesse público, o que o legislador fez desde 2015 para as entidades acima identificadas (entre outras).

¹ As sociedades gestoras de fundos de capital de risco (i.e., gerindo ativos acima dos limiares previstos na [Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011](#)) não estão incluídas neste elenco, embora o entendimento generalizado, incluindo do regulador, e conforme o sistema, seja o de que atualmente estas entidades também deverão ser consideradas EIP.

Constitui atribuição da CMVM, neste âmbito, a supervisão pública dos revisores oficiais de contas (ROC), das sociedades de revisores oficiais de contas (SROC), de auditores e entidades de auditoria de Estados-Membros e de países terceiros, dos seus sócios e dos membros dos órgãos sociais, incluindo: (i) assegurar o controlo de qualidade e os sistemas de inspeção dos ROC e SROC sobre auditores que realizem a revisão legal das contas de EIP, bem como as inspeções sobre os demais auditores que decorram de denúncia de outra autoridade nacional ou estrangeira; e (ii) avaliar o desempenho do órgão de fiscalização de EIP, nos termos previstos no artigo 27.º do Regulamento (UE) n.º 537/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014 (Regulamento 537/2014).

A revisão que agora se promove (e as demais alterações ao RJSA) está sustentada no disposto no artigo 8.º do diploma preambular do Regime Jurídico de Supervisão da Auditoria, o qual contemplava a necessidade de revisão do referido regime no prazo de três anos após a sua entrada em vigor. Nos termos do n.º 2 do artigo 22.º da Lei, as alterações ao RJSA (incluindo as alterações ao respetivo artigo 3.º) entram em vigor no dia 1 de janeiro de 2022.





A qualificação de uma entidade como sendo de interesse público para efeitos do RJSA tem como principais repercussões as seguintes:

- a) A sujeição das atividades de auditoria às demonstrações financeiras preparadas pelas EIP (necessariamente empreendidas por ROC ou SROC registados junto da CMVM) a um regime regulatório mais exigente, previsto nos termos do disposto no RJSA e no Regulamento 537/2014;
- b) A obrigatoriedade das EIP, nos termos do artigo 3.º do diploma preambular do RJSA, adotarem um dos modelos de governo que envolvam a cumulação de um órgão de fiscalização colegial (conselho fiscal, comissão de auditoria² ou conselho geral e de supervisão) com um ROC/SROC³;
- c) Como consequência da obrigatoriedade de adoção de um modelo de fiscalização “reforçado”, o estabelecimento de deveres acrescidos (em relação aos já previstos na lei geral⁴) do órgão de fiscalização colegial

² Formalmente parte do conselho de administração no “modelo anglo-saxónico”, previsto nos termos da alínea c) do n.º 1 do artigo 278.º do Código das Sociedades Comerciais.

³ Nos termos do n.º 4 do artigo 3.º do diploma preambular do RJSA, nas EIP sem personalidade jurídica os requisitos de fiscalização previstos nos números anteriores aplicam-se à respetiva entidade gestora, o que quer dizer que as entidades gestoras de organismos de investimento coletivo estão também abrangidas por este dever de fiscalização reforçada, apesar de não serem formalmente qualificadas como EIP (apenas os organismos de investimento coletivo por si geridos o são).

⁴ Cfr. o n.º 2 do artigo 420.º do Código das Sociedades Comerciais.

no controlo do processo de preparação das demonstrações financeiras e da auditoria das mesmas, bem como de acompanhamento da independência do ROC/SROC e de verificação da adequação e aprovação da prestação de outros serviços, para além dos serviços de auditoria.

Fica claro que com esta alteração ao RJSA se reduzem significativamente tanto a complexidade dos mecanismos de governança como os custos de operação das sociedades gestoras de organismos de investimento coletivo (SGOIC), das sociedades de capital de risco (SCR) e das sociedades gestoras de fundos de capital de risco (SGFCR) que não desejem adotar um modelo de fiscalização “reforçado”.

Por um lado, os custos de remuneração e de operação inerentes à existência de um órgão de fiscalização plural são eliminados. Estes compreendem, nas entidades acima descritas, tipicamente senhas de presença pagas aos membros do conselho fiscal por cada reunião em que participam, custos relacionados com a organização das reuniões do conselho fiscal e registo das mesmas e custos (incluindo aconselhamento jurídico, emolumentos de registo comercial, etc.) referentes à nomeação, à substituição, à renúncia e à destituição dos seus membros.

Por outro lado, a não qualificação destas sociedades como EIP significa que a complexidade do processo de auditoria das suas demonstrações financeiras (e das demonstrações financeiras dos organismos de investimento coletivo geridos) decrescerá e, por isso, os custos associados à contratação de ROC/SROC para o efeito serão também tendencialmente mais reduzidos.

Mais relevante, porém, que a diminuição dos custos diretos será porventura a simplificação dos processos de decisão e de reporte internos das SGOIC, SCR e SGFCR. Entre outros aspetos,

com a dispensa da qualificação destas entidades como EIP, o respetivo processo de aprovação de contas deixará de carecer da intervenção (parecer) do órgão de fiscalização plural e do controlo mais intenso deste relativamente aos trabalhos de auditoria do ROC, o que representa uma simplificação significativa de tais processos.

Também na aprovação das contas dos organismos de investimento coletivo geridos por estas entidades deixará de existir a necessidade de controlo pelo órgão de fiscalização plural do processo de preparação das contas e da sua auditoria.

Deixará ainda de ser necessária a preparação pelo ROC de um relatório dirigido ao órgão de fiscalização colegial da entidade em causa sobre as suas atividades de auditoria da EIP em questão, nos termos do artigo 11.º do Regulamento 537/2014.

É de notar, relativamente a este ponto, que com a alteração ao RJSA são eliminados constrangimentos relevantes associados à contratação de ROC/SROC que desempenhem atividades de auditoria de EIP. Em primeiro lugar, a nomeação do ROC/SROC deixa de ter de ser precedida por um parecer do conselho fiscal relativamente à entidade concreta a contratar. Em segundo lugar, deixam de ser aplicáveis os períodos máximos para o exercício de funções pelo ROC/SROC previstos no Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas.

Não se podem ainda ignorar as repercussões do foro regulatório desta alteração na constituição e nas atividades das SGOIC, SCR e SGFCR. Com efeito, nos termos das recentes “Orientações sobre a avaliação da adequação para o exercício de funções reguladas e de titulares de participações qualificadas”, publicadas pela CMVM, foram implementados requisitos mais exigentes de comprovação da idoneidade, da experiência e da disponibilidade dos membros dos órgãos sociais das SGOIC, das SCR e das

SGFCR. Estes requisitos têm acrescentado um “peso” regulatório significativo nos processos de autorização/registo do início de atividades destas entidades (expressos, por exemplo, no preenchimento dos respetivos questionários) e para o seu funcionamento (na necessidade de repetir o processo em caso de nomeação de novos membros do órgão de fiscalização e nas obrigações de comunicação de factos que possam afetar a idoneidade das pessoas avaliadas à CMVM). Para as SGOIC, as SCR e as SGFCR que não pretendam eleger estes órgãos de fiscalização colegiais, a retirada da sua qualificação enquanto EIP significará, por isso, na prática, uma simplificação dos requisitos regulatórios para iniciar e para desempenhar as respetivas atividades.

O balanço destas alterações parece pender para uma simplificação dos requisitos de constituição e de organização das SGOIC, das SCR e das SGFCR positiva para estas entidades e para o setor da gestão de ativos em geral. Se, por um lado, a não qualificação destas entidades como EIP poderá aliviar em demasia os seus controlos internos e, no limite, facilitar condutas impróprias pelo órgão de gestão (com potenciais repercussões negativas para os investidores nos organismos de investimento coletivo geridos), a verdade é que a experiência tem demonstrado que a atuação dos órgãos de fiscalização colegiais nestas entidades tem sido de eficácia limitada, tendo em conta o seu processo de seleção (que tem levado, por exemplo, a CMVM a exigir formação adicional a muitos membros do conselho fiscal de entidades gestoras de modo a assegurar a efetiva adequação às funções), as relações próximas pré-existentes entre os seus membros e os acionistas e/ou os membros do órgão de gestão das entidades gestoras⁵ e um desconhecimento considerável do ambiente legal e regulatório que enforma a fiscalização das EIP.

⁵ Mesmo tendo em conta o rol apertado de incompatibilidades existente previsto nos termos do disposto no artigo 414.º-A do Código das Sociedades Comerciais.

Nessa medida, parece que o quadro regulatório desencadeado pela qualificação das SGOIC, das SCR e das SGFCR enquanto EIP impôs custos acrescidos para a operação das entidades gestoras sem ter demonstrado de modo relevante resultados palpáveis relativamente à qualidade dos seus mecanismos de governança. A este respeito, vale a pena referir que a própria CMVM, notoriamente zelosa na sua missão de proteger os interesses dos investidores nos mercados de capitais, mostrou a sua concordância com esta alteração do RJSA no seu parecer à respetiva Proposta de Lei, principalmente por questões de eficácia nas suas ações de supervisão⁶ (o que demonstra uma grande lucidez na sua análise de custo/benefício de imposição de encargos regulatórios a estas entidades).

⁶ Referindo a CMVM, a este propósito, que: «[e]sta redução [do elenco de EIP] permitirá uma melhor alocação dos recursos de supervisão, exercer uma supervisão de auditoria mais próxima, oportuna e focada no risco, focar mais a atividade de supervisão de auditoria da CMVM nos auditores de entidades com maior relevância e risco sistémico (designadamente, instituições de crédito e sociedades cotadas, que têm demonstrado mais fragilidades ao nível da respetiva auditoria) e aproximar a prática de supervisão de auditores com outros Estados Membros que apresentam um rácio de número de EIP *versus* pessoas dedicadas à supervisão de auditoria bastante menor do que Portugal».

O que significa tudo isto para o setor da gestão de ativos? Resumidamente, que a alteração ao artigo 3.º do RJSA, aparentemente singela, não deverá ser negligenciada. Se, por um lado, a alteração prevista é uma oportunidade para simplificar a teia regulatória que está a dificultar a criação ou o crescimento de várias sociedades gestoras, por outro lado, impõe um ónus adicional à administração dessas sociedades gestoras, admitindo que escolham não ter órgãos de fiscalização colegiais, para assumir uma maior responsabilidade no estabelecimento e na supervisão de mecanismos de controlo de gestão, na preparação das demonstrações financeiras das entidades gestoras e dos fundos que gerem e na fiscalização dos trabalhos do ROC.



MORAIS LEITÃO
GALVÃO TELES, SOARES DA SILVA
& ASSOCIADOS

Com o cliente,
em qualquer lugar,
em qualquer
momento.



**MORAIS LEITÃO, GALVÃO
TELES, SOARES DA SILVA
& ASSOCIADOS**

LISBOA

Rua Castilho, 165
1070-050 Lisboa
T +351 213 817 400
F +351 213 817 499
mlgtslisboa@mlgts.pt

PORTO

Avenida da Boavista, 3265 – 4.2
Edifício Oceanvs
4100-137 Porto
T +351 226 166 950 - 226 052 380
F +351 226 163 810 - 226 052 399
mlgtsporto@mlgts.pt

FUNCHAL

Av. Arriaga, n.º 73, 1.º, Sala 113
Edifício Marina Club
9000-060 Funchal
T +351 291 200 040
F +351 291 200 049
mlgtsmadeira@mlgts.pt

mlgts.pt

ALC ADVOGADOS

LUANDA

Masuika Office Plaza
Edifício MKO A, Piso 5, Escritório A/B
Talatona, Município de Belas
Luanda – Angola
T +244 926 877 476/8/9
T +244 926 877 481
geral@alcadvogados.com

alcadvogados.com

MDR ADVOGADOS

MAPUTO

Avenida Marginal, 141, Torres Rani
Torre de Escritórios, 8.º piso
Maputo – Moçambique
T +258 21 344000
F +258 21 344099
geral@mdradvogados.com

mdradvogados.com

VPQ ADVOGADOS

PRAIA

Edifício BAlcenter, 3.º esq.
Av. Cidade de Lisboa, Chã d'Areia
Praia – Cabo Verde
M +238 972 84 20
M +238 973 23 21
geral@vpqadvogados.com

vpqadvogados.com