



---

## A Derrota Moral de Portugal no Luxemburgo

O Tribunal de Justiça da União Europeia vai decidir, no processo C-757/25, uma questão essencial para o mercado de capitais português. O direito de alienação potestativa previsto no artigo 16.º da Diretiva 2004/25/CE abrange todos os titulares de ações remanescentes após uma OPA ou apenas aqueles que já eram acionistas no momento da oferta.

Para a ATM, a posição defendida pela CMVM, pela Fidelidade e pelo Estado Português perante o TJUE é juridicamente errada, institucionalmente grave e profundamente lesiva da confiança dos investidores.

A ATM defende Portugal. Defende os interesses de Portugal. Tem respeito institucional pela CMVM e reconhece a importância do papel que o regulador deve desempenhar no funcionamento sério, transparente e eficiente do mercado de capitais.

Mas a ATM é, acima de tudo, uma associação que defende o Estado de Direito, a legalidade, a União Europeia e o primado do Direito da União Europeia. É precisamente por defender Portugal, e por entender que Portugal não se defende encobrendo erros regulatórios, que a ATM tem o dever de criticar esta posição.

É triste que a CMVM tenha defendido esta interpretação. É chocante que o Estado Português a tenha levado ao Luxemburgo como posição oficial e é grave que, durante anos, esta leitura tenha causado prejuízos concretos aos investidores, em particular aos acionistas da Luz Saúde, que viram negado um direito potestativo que a lei, na sua letra e no seu espírito, lhes reconhece.

São 11 anos de negação de um direito potestativo por parte do regulador. Onze anos em que a CMVM, em vez de reduzir o risco dos investidores, o aumentou. Onze anos em que se falou de confiança no mercado de capitais enquanto, na prática, se retirava aos investidores a confiança mais básica de todas, a confiança na letra da lei.

A questão em poucas palavras

Após uma OPA bem-sucedida, o artigo 16.º da Diretiva 2004/25/CE garante aos titulares dos valores mobiliários remanescentes o direito de exigir que o oferente compre esses títulos por um preço justo.



---

Este mecanismo existe para evitar que os investidores minoritários fiquem presos numa sociedade dominada quase integralmente pelo oferente, com liquidez reduzida, menor capacidade de influência e risco acrescido de marginalização económica.

A CMVM, apoiada pela Fidelidade (ou vice-versa, falta saber) sustenta que este direito não se aplica a investidores que tenham adquirido ações depois da divulgação do resultado da OPA.

O Estado Português, em vez de reconhecer o erro regulatório e defender a interpretação mais conforme com a Diretiva, apresentou observações no TJUE a sustentar essa tese restritiva. Alinhou com o regulador que falhou e contra os investidores que devia proteger.

A posição da ATM e dos investidores

Para a ATM, a tese portuguesa é indefensável.

Em primeiro lugar, viola a letra da lei. A Diretiva fala em qualquer titular dos valores mobiliários remanescentes. A lei portuguesa, no artigo 196.º do Código dos Valores Mobiliários, fala em titulares das ações remanescentes. Nenhuma destas normas limita o direito aos acionistas que já detinham ações durante a OPA ou antes da divulgação dos seus resultados.

Em segundo lugar, ignora a fungibilidade dos títulos. O direito de saída é inerente às ações remanescentes, não à biografia do seu detentor. As ações circulam com os direitos que lhes estão associados. Criar uma distinção entre ações remanescentes com direito e ações remanescentes sem direito, apenas com base na data de aquisição pelo atual titular, é uma ficção jurídica que destrói a previsibilidade e a eficiência do mercado.

Em terceiro lugar, transforma a proteção legal numa armadilha cronológica. O risco de ficar encurralado numa minoria pós-OPA afeta todos os titulares de ações remanescentes, independentemente do momento em que



---

adquiriram os títulos. O problema não está no passado do acionista. Está na situação objetiva criada pela concentração de controlo após a OPA.

A solidão de Portugal no TJUE

A posição de Portugal está isolada, exatamente por ser pobre e errada.

A Comissão Europeia afirmou claramente que o direito de alienação potestativa não contém qualquer limitação temporal. Quem é titular dos valores mobiliários remanescentes pode exercer o direito, mesmo que tenha comprado após a OPA.

A República Italiana defendeu que a Diretiva deve ser interpretada de forma extensiva, incluindo os adquirentes posteriores, porque a proteção visa uma situação objetiva e não a história individual do acionista.

A República Helénica alinhou na mesma posição, sustentando que o direito acompanha o título enquanto este for remanescente.

Portugal ficou, assim, numa posição difícil de explicar. Defendeu o erro do regulador, a posição do oferente e uma interpretação restritiva que enfraquece a proteção dos investidores. Não é assim que se constrói confiança no mercado. É assim que se confirma a suspeita de que, quando chega o momento decisivo, o pequeno investidor fica sozinho.

Um falhanço de carácter institucional

Este processo revela mais do que uma disputa técnica sobre interpretação jurídica. Revela um problema de cultura regulatória.



---

A CMVM fala e bem, na necessidade de criar confiança no mercado de capitais. Mas durante 11 anos, neste caso, fez precisamente o contrário. Aumentou o risco jurídico dos investidores. Tornou incerta a aplicação de um mecanismo potestativo criado para proteger minoritários. Enfraqueceu a confiança na letra da lei, no espírito da lei e na eficácia dos direitos legalmente reconhecidos.

O dano não se limita aos acionistas da Luz Saúde. Esses foram os prejudicados diretos. Mas o dano sistémico é mais amplo. Todos os investidores passam a perguntar-se se, numa futura operação de mercado, poderão confiar nos mecanismos de proteção previstos na lei ou se esses mecanismos serão reinterpretados administrativamente quando se tornarem inconvenientes para interesses mais fortes.

Num mercado de capitais pequeno, periférico e cronicamente desconfiado, isto é muitíssimo grave. Portugal não pode pedir investimento, liquidez e participação dos pequenos aforradores e, ao mesmo tempo, aceitar que direitos claros sejam esvaziados por interpretações que a lei não contém.

O papel decisivo do Supremo Tribunal Administrativo

Felizmente, o Supremo Tribunal Administrativo decidiu fazer o reenvio prejudicial para o Tribunal de Justiça da União Europeia.

Essa decisão é essencial. Sem esse reenvio, corria-se o risco de perpetuar uma interpretação que colocou Portugal e a CMVM do lado oposto daquele que deveria ser o seu lugar natural. Não do lado da confiança no mercado, não do lado da proteção dos investidores, não do lado da legalidade europeia, mas do lado da restrição administrativa de um direito que a lei consagra.

O reenvio prejudicial devolve a questão ao seu lugar próprio. A interpretação do Direito da União deve caber ao Tribunal de Justiça da União Europeia. E, neste caso, a pergunta é simples. Pode um Estado Membro ou um regulador nacional limitar, por interpretação, um direito que a Diretiva atribui aos titulares dos valores mobiliários remanescentes sem prever essa limitação.



---

Para a ATM, a resposta só pode ser negativa.

O que está verdadeiramente em causa

O ponto decisivo é simples. O direito de alienação potestativa deve acompanhar a ação remanescente enquanto esta mantiver essa natureza e enquanto o prazo legal de exercício estiver em curso.

Se o legislador europeu quisesse limitar o direito aos acionistas que não aceitaram a OPA ou aos acionistas que já eram titulares antes do apuramento dos resultados, teria dito isso. Não disse.

A interpretação restritiva introduz uma condição que não está na Diretiva, não está no Código dos Valores Mobiliários e não resulta da lógica do mercado. Pior ainda, cria uma incerteza intolerável. O investidor deixa de saber se compra uma ação com todos os direitos que a lei lhe associa ou se compra uma ação amputada por uma leitura administrativa posterior.

Esta não é uma subtileza académica. É o coração da confiança no mercado.

Entenda-se:

A ATM respeita Portugal, respeita as instituições portuguesas e respeita a CMVM enquanto entidade reguladora. Mas esse respeito não exige silêncio. Pelo contrário, exige frontalidade.

Quando uma posição institucional viola a letra da lei, enfraquece o Direito da União Europeia, prejudica investidores e aumenta o risco de mercado durante 11 anos, a crítica não é apenas legítima. É obrigatória.



---

Para a ATM, a tese da CMVM, da Fidelidade e do Estado Português sacrifica a proteção dos pequenos acionistas, a eficiência do mercado e o primado do Direito da União Europeia.

A posição oficial de Portugal no TJUE não honra o mercado de capitais português. Não honra os investidores. E não honra o próprio país, porque Portugal não se defende quando se protege o erro. Portugal defende-se quando se corrige o erro.

O processo C-757/25 é, por isso, mais do que um litígio sobre uma OPA antiga. É um teste à seriedade regulatória portuguesa.

Durante 11 anos, os acionistas da Luz Saúde viram ser-lhes negado um direito potestativo que deveria ter funcionado como garantia de proteção. Durante 11 anos, o mercado recebeu uma mensagem perigosa. A lei pode dizer uma coisa, mas o regulador pode fazer outra.

Essa mensagem tem de acabar.

Quem é titular de ações remanescentes deve poder exercer o direito legal associado a essas ações. A data da compra não pode ser usada como pretexto para destruir uma proteção que a Diretiva consagra, que a lei portuguesa acolheu e que o Estado de Direito exige que seja respeitada.