

Das restrições ao exercício do direito de voto no âmbito de uma oferta pública de aquisição: uma análise do anteprojeto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários

DR. ANDRÉ MONDAINE RODRIGUES

SUMÁRIO: *Introdução. Capítulo I – Das ofertas públicas de aquisição (OPA): 1.1. Ofertas Públicas (lato sensu): 1.1.1. Princípios das ofertas públicas; 1.1.2. Processo das ofertas públicas; 1.2. Ofertas públicas de aquisição: 1.2.1. Classificação das OPAs; 1.2.2. Os princípios das OPAs; 1.2.3. O processo das OPAs; 1.2.4. OPAs concorrentes; 1.2.5. OPAs obrigatórias; 1.3. Das condutas do oferente e da sociedade visada. Capítulo II – Do direito de voto: 2.1. Dos direitos dos sócios; 2.2. Do direito de participação nas deliberações sociais; 2.3. Do direito de voto. Capítulo III – Das restrições ao exercício do direito de voto no anteprojeto de alteração ao artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários: 3.1. Da estratégia anti-OPA; 3.2. Do regime atual da suspensão voluntária de eficácia de restrições ao exercício dos direitos de voto; 3.3. Breve análise das restrições ao exercício do direito de voto no anteprojeto de alteração ao artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários. Conclusão. Anexo.*

Introdução*

O presente estudo procura descrever o direito de suspensão voluntária às restrições ao exercício do direito de voto no âmbito de uma oferta pública de aquisição e abordará sucintamente o regime português das ofertas públicas de aquisição e do direito de voto no âmbito das sociedades anónimas e sociedades abertas, procurando desenvolver tal estudo através de uma perspetiva multidisciplinar sobre o tema. Assim, ele terá em vista o Direito Comercial e suas ramificações, dentre as quais estarão presentes o Direito das Sociedades Comerciais e o Direito dos Valores Mobiliários.

* Abreviaturas: Código da Insolvência e Recuperação de Empresas (CIRE); Código das Sociedades Comerciais (CSC); Código dos Valores Mobiliários (CVM); Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM); Diretiva 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004 (Diretiva das OPA); Oferta Pública de Aquisição (OPA); Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS).

Este estudo terá como objeto a análise do anteprojeto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários, além de, subsidiariamente, procurar explicar a importância do direito de voto e das ofertas públicas de aquisição para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e para a valorização das sociedades que integram este.

Para tanto, faz-se a seguinte pergunta: Seria o artigo 182.º-A do Código de Valores Mobiliários uma norma suficiente para garantir que diante de uma oferta pública de aquisição estejam todos os seus sócios em igualdade de condições para exercerem de maneira autónoma e consciente seu direito de voto? Em não sendo, como uma nova redação do artigo em questão poderia atingir esta meta?

Acreditamos, em um primeiro momento, que nossos legisladores foram competentes em, através do artigo em cotejo, preservar os sócios no que tange à livre escolha destes em exercer um direito de aderir ou não a uma oferta pública de aquisição, preservando seus interesses pessoais ante um possível interesse divergente da administração de uma sociedade.

Tem-se que a relevância do tema para o Direito, está na própria realidade sócio-económica que envolve o tema, principalmente em relação à necessidade de se garantir o melhor interesse dos sócios não controladores de uma sociedade e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários português e de suas sociedades. Podemos afirmar que o tema reveste-se de particular importância no âmbito das sociedades abertas, dos investidores, a todos os intervenientes no mercado e, enfim, ao público em geral.

Devemos atentar, ainda, que esta, possível, nova redação do artigo 182.º-A do CVM se insere em um contexto em que os direitos especiais do Estado nas sociedades abertas estão sendo extintos, por imposição do memorando de entendimento acordado com a “troika”¹.

Assim, o Executivo avança com um anteprojeto que prevê a suspensão de “blindagens” em caso de OPA, colocando termo às restrições ao exercício de direitos de voto, de transmissibilidade de ações e à existência de direitos especiais, o que nos aparenta ser um movimento entre os mercados dos Estados-membros da União Europeia, principalmente aqueles mais afetados pela atual crise.

Resta informar que antes de Portugal, em Espanha norma similar já vigora desde 1 de julho de 2011, após um período de transição de um ano².

¹ REIS, Marta. Nova lei facilita OPA sobre as empresas cotadas. Lisboa, 18 de agosto de 2011. Disponível em http://mobile.economico.pt/noticias/nova-lei-facilita-opa-sobre-as-empresas-na-bolsa-de-lisboa_124813.html.

² REIS, Marta. Nova lei facilita OPA sobre as empresas cotadas. Lisboa, 18 de agosto de 2011. Disponível em http://mobile.economico.pt/noticias/nova-lei-facilita-opa-sobre-as-empresas-na-bolsa-de-lisboa_124813.html.

Parte-se da premissa que o interesse maior que nos motivou a desenvolver este estudo foi o recente anteprojeto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários divulgado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e suas implicações no universo do Direito das Sociedades Comerciais. Neste ponto, cabe esclarecer o facto de que algumas falhas possam ter ocorrido quando do desenvolvimento deste trabalho, acelerado devido à modernidade do tema. Todavia, motivados pelo ineditismo da novidade, resolvemos abordar e enfrentar o presente tema, tendo em vista, até o momento, a escassez de estudos sobre o mesmo.

Este estudo terá como objetivo proporcionar uma visão sucinta e organizada das idéias que aqui forem apresentadas além de procurar contribuir, ainda que mui humildemente, para a popularização do tema em si.

Para o pleno desenvolvimento deste trabalho foram realizadas inúmeras pesquisas em doutrinas que abordassem os temas relativos aos Direitos dos Sócios e das Sociedades Comerciais e ao Direito dos Valores Mobiliários e seu mercado de capitais.

Assim, pode-se dizer que a metodologia utilizada envolveu pesquisas bibliográficas em monografias e teses académicas. Também foram realizadas pesquisas documentais, principalmente artigos de jornais, de revistas especializadas e disponibilizados na *internet*.

Importante é ressaltar que o primeiro capítulo procurará inserir o leitor no contexto das ofertas públicas de aquisição, abordando, sucintamente, muitas das variáveis questões envolvidas por estas, Além de demonstrar ao leitor a importância que estas exercem, quando bem reguladas e realizadas, para o desenvolvimento económico das sociedades, do mercado de valores mobiliários e, por conseguinte, para o sistema financeiro nacional.

Já no que tange ao segundo capítulo, este procurará demonstrar ao leitor a importância fundamental que exerce o direito de voto na vida social de uma sociedade, elucidando sobre a crescente necessidade de se impor maior autonomia a este, de forma a privilegiar os melhores interesses dos investidores e, consequentemente, das sociedades.

Em conclusão, o derradeiro terceiro capítulo deverá conduzir a uma análise sobre o artigo 182.º-A do Código de Valores Mobiliários e do recente anteprojeto de alteração deste, procurando demonstrar para o leitor a importância de se exercer livremente, sem restrições, o direito de voto afim de se proteger os interesses das sociedades e de seus investidores. Ainda procuraremos demonstrar que a adoção de medidas estatutárias restritivas gera um impacto bastante negativo na mudança do controlo social e, consequentemente, na proteção dos interesses dos acionistas.

Desnecessário é dizer que no presente trabalho deixarão de ser analisadas inúmeras outras questões de destaque que envolvem as ofertas públicas de aquisição e os direitos dos sócios. A análise ficará adstrita ao artigo 182.º-A do Código de Valores Mobiliários e do anteprojeto de alteração deste.

1. Das ofertas públicas de aquisição (OPA)

1.1. *Ofertas públicas (lato sensu)*

As ofertas públicas em Portugal encontram-se reguladas no seguinte dispositivo legal: Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro (Código dos Valores Mobiliários – CVM)³. Além deste diploma, temos que outras normas também interferem no tema, principalmente as Diretivas elaboradas a nível comunitário.

Conforme o artigo 109.º, n.º 1 do CVM, é essencial para reconhecer se estamos tratando de uma oferta pública o fato desta ser relativa a valores mobiliários e dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados⁴.

À luz do artigo 109.º, n.º 3, al. b) do CVM são, ainda, consideradas públicas as ofertas que, no todo ou em parte, forem precedidas ou acompanhadas de prospeção ou de recolha de intenções de investimento junto de destinatários indeterminados ou de promoção publicitária.

Distinguindo-se assim das ofertas particulares por estas terem como únicos destinatários investidores qualificados, conforme o artigo 110.º, n.º 1, al. a) do CVM.

As ofertas públicas podem ter como destinatários sócios de uma sociedade aberta ou fechada podendo ser de distribuição⁵ ou de aquisição, a qual será objeto de análise do presente capítulo.

1.1.1. *Princípios das ofertas públicas*

Constituem princípios relacionados as ofertas públicas os seguintes:

- a) proteção do público;
- b) igualdade de tratamento; e
- c) estabilidade da oferta.

Acerca da proteção do público destinatário da oferta pode-se dizer que por ser o público composto, em sua grande maioria, por investidores não profissionais é necessária uma proteção especial que os possibilite o acesso a informações de maneira que se sintam confiantes na tomada da melhor decisão de investimento.

³ Disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Codigo%20dos%20Valores%20Mobiliarios/Documents/CodVMVersDownload.pdf.

⁴ Nota-se que, conforme os artigos 109.º, n.º 2 e 3, que não é prejudicial a indeterminação dos destinatários o fato de a oferta se realizar através de múltiplas comunicações padronizadas, ainda que endereçadas a destinatários individualmente identificados, desde que destinada a mais de 100 investidores, não qualificados, com residência ou estabelecimento em Portugal.

⁵ Esta subdivide-se em de subscrição (constituição de sociedades anónimas e aumentos de capital social via subscrição pública) ou de venda (alienação de ações).

Motivo pelo qual, o legislador português no artigo 110.º, n.º 1, al. a) do CVM cria regime específico de oferta, *in casu*, ofertas particulares, para os investidores qualificados⁶.

Sobre o princípio da igualdade de tratamento, o mesmo encontra-se normatizado no artigo 112.º, *in totum*, do CVM e está presente em todo o processo de lançamento da oferta, devendo as ofertas públicas serem realizadas em condições que assegurem tratamento igual aos destinatários, não devendo haver discriminações arbitrárias, salvo a possibilidade de preços diversos consoante as categorias de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do oferente, conforme dita a norma do artigo 124.º, n.º 2 do CVM.

Por fim, a estabilidade da oferta dita que a mesma, em regra, será inalterável e irrevogável, salvo, conforme o artigo 128.º do CVM, nos casos de alterações imprevisíveis e substanciais das circunstâncias que, de modo cognoscível pelos destinatários, hajam fundado a decisão de lançamento da oferta, excedendo os riscos a esta inerentes e mediante autorização da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

Essa alteração imprevisível e substancial das circunstâncias, conforme os ensinamentos de Paula Costa e Silva⁷ deverá, amontar, os seguintes pressupostos presentes no caput do artigo 128.º do CVM:

- a) constituir-se uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias que hajam fundado a decisão de lançamento da oferta;
- b) serem cognoscível pelos destinatários as circunstâncias que hajam fundado a decisão de lançamento da oferta; e
- c) uma alteração que transborde os riscos inerentes à oferta.

Poderá, ainda, o princípio da estabilidade da oferta ser mitigado por decisão da própria CMVM, através da retirada⁸ ou suspensão⁹ da oferta quando da verificação de que esta é enferma de alguma ilegalidade ou violação de regulamento insanáveis, respetivamente àquela; ou que esteja enferma de alguma ilegalidade ou violação de regulamento sanáveis, respetivamente a esta. Sobressaindo, neste aspeto, o princípio da proteção do público ao da estabilidade da oferta.

In conclusio, conforme o artigo 132.º do CVM, quando da revogação e a retirada da oferta, lícitas, é determinada a ineficácia desta e dos atos de aceitação anteriores ou posteriores àquelas, devendo ser restituído tudo o que foi entregue.

⁶ Aqueles que se encontram no rol do artigo 110.º-A, n.º 1 do CVM

⁷ SILVA, Paula Costa e. *Oferta pública e Alteração das Circunstâncias*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, volume IV. Coimbra Editora, 2003.

⁸ Artigo 131.º do CVM

⁹ Artigo 133.º do CVM

1.1.2. *Processo das ofertas públicas*

Inicialmente, segundo o artigo 113.º do CVM, todas as ofertas públicas relativas a valores mobiliários em que seja exigível prospeto devem ser realizadas com intervenção de intermediário financeiro¹⁰, o qual deverá suportar o oferente durante o processo, respeitando as normas expostas no título VI do CVM, sendo, ainda, co-responsável pelo prospeto na forma do artigo 149.º, n.º 1, al. g) do CVM.

A seguir, deverá ser realizado o prospeto, sendo este o instrumento formal, embora sem formato estabelecido, e obrigatório¹¹, conforme o artigo 134.º, n.º 1 do CVM, pelo qual se transmite a informação integral, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita acerca dos valores mobiliários objetos da oferta e os direitos que lhe são inerentes, sobre as características específicas, a situação patrimonial, económica e financeira e as previsões relativas à evolução da atividade e dos resultados do emitente e de um eventual garante destes, conforme o artigo 135.º, n.º 1 do CVM Procura-se assim, aumentar a proteção dos investidores e a confiança do mercado como um todo.

Na formação do prospeto deverá ainda ser observada as disposições contidas na Diretiva n.º 2003/71/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 04 de novembro de 2003, complementada pelas normas de aplicação presentes no Regulamento (CE) n.º 809/2004, da Comissão, de 29 de abril. Que buscam harmonizar as regras Europeias acerca do prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação e que altera a Diretiva n.º 2001/34/CE¹².

No prospeto, deverão estar contidas¹³ as informações que se fazem presentes nos artigos 136.º e 136.º-A do CVM, além das informações do artigo 137.º do mesmo diploma, quando se tratar de uma oferta pública de distribuição¹⁴, e 138.º ainda da mesma norma, quando se tratar de uma OPA.

Após aprovação pela CMVM, poderá o prospeto vir a ser divulgado, devendo o respetivo texto e formato a divulgar serem idênticos à versão original aprovada, conforme dita o artigo 140.º do CVM.

¹⁰ Constituem intermediários financeiros aqueles que constem no rol do artigo 293.º do CVM.

¹¹ O prospeto não é exigível quando contempladas uma das situações presentes no artigo 134.º, n.º 2, al. a) e c) do CVM.

¹² Nota-se aqui o parecer exarado pela CMVM de 17/06/2005, o qual entende que, no âmbito dos pedidos de aprovação de prospectos de ofertas públicas ou de admissão à negociação de valores mobiliários apresentados perante a CMVM, os particulares poderão prevalecer-se das disposições da Diretiva dos Prospectos que imponham aos Estados-membros obrigações incondicionais e suficientemente precisas, mesmo antes da sua integral transposição para o ordenamento jurídico português.

¹³ Inclusive para que se identifique os responsáveis por informar o conteúdo presente no mesmo.

¹⁴ Nestes casos deverá, ainda, ser elaborado um sumário na forma do artigo 135.º-A do CVM.

Como divulgação, entende o artigo 140.º, n.º 5 do CVM ser:

- a) através de publicação num ou mais jornais de difusão nacional ou de grande difusão; ou
- b) sob forma impressa, colocado gratuitamente à disposição do público nas instalações do mercado em que é solicitada a admissão à negociação dos valores mobiliários, ou na sede estatutária do emitente e nas agências dos intermediários financeiros responsáveis pela sua colocação, incluindo os responsáveis pelo serviço financeiro do emitente; ou
- c) sob forma eletrónica no sítio da internet do emitente e, se for caso disso, no sítio da internet dos intermediários financeiros responsáveis pela colocação ou venda dos valores mobiliários, incluindo os responsáveis pelo serviço financeiro do emitente; ou no próprio sítio da internet do mercado regulamentado em que se solicita a admissão à negociação; ou no próprio sítio da internet da CMVM.

No caso da divulgação sob forma eletrónica no sítio da Internet do emitente considera-se esta como obrigatória.

Ainda sobre o prospecto, o artigo 141.º do CVM traz tipos de informações que, mediante requerimento do emitente ou do oferente, a CMVM pode dispensar a sua inclusão.

O artigo 142.º do CVM disciplina a questão de adendas e retificações do prospecto.

Há, ainda, que se mencionar acerca da responsabilidade pelo prospecto, uma vez que as informações neste contidas têm uma relevância importante e exercem contributo para que os investidores tomem a melhor decisão sobre a matéria exposta; além, claro, de procurar funcionar como uma garantia de confiança e credibilidade para mercado.

Assim, o CVM, como nos ensina Carlos Costa Pina¹⁵ institui um regime estrito de responsabilidade civil pela desconformidade do conteúdo do prospecto com o disposto no artigo 135.º do CVM, em que a culpa é presumida e apreciada de acordo com elevados padrões de diligência profissional, conforme artigo 149.º, n.º 1 e 2 do CVM.

Esta responsabilidade será solidária se forem várias as pessoas responsáveis pelos danos causados, conforme o artigo 151.º do CVM E será, excecionalmente, objetiva para o oferente, o emitente e o chefe do consórcio de colocação nos casos do artigo 150.º do CVM

¹⁵ PINA, Carlos Manuel Costa. *Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*. Coimbra Editora, 1999.

No que concerne a indemnização, o artigo 152.º, n.º 1 e 2 do CVM, indica que esta deverá colocar o lesado na exata situação em que estaria se, no momento da aquisição ou da alienação dos valores mobiliários, o conteúdo do prospeto estivesse conforme com o disposto no artigo 135.º do CVM; e, ainda, que o montante do dano indemnizável reduz-se na medida em que os responsáveis provem que o dano se deve também a causas diversas dos vícios da informação ou da previsão constantes do prospeto.

O direito de indemnização fundado em alguma das causas do artigo 152.º do CVM prescreve no prazo de seis meses após o conhecimento da deficiência do conteúdo do prospeto e cessa, em qualquer caso, decorridos dois anos contados desde a data da divulgação do resultado da oferta.

Por fim, deve-se levar a registo na CMVM para que se inicie o processo de uma oferta pública, conforme dita o artigo 114.º, n.º 2 do CVM.

A CMVM tem como obrigações a análise da documentação enviada e da legalidade da oferta pública. Devendo comunicar¹⁶ ao oferente a aprovação do prospeto, o registo ou a sua recusa em 8 dias no caso de uma OPA ou em 10 dias úteis em ofertas de outra natureza a partir da receção do pedido ou das informações complementares solicitadas ao oferente ou a terceiros, conforme o artigo 118.º, n.º 1 e 2 do CVM.

A partir da aprovação poderá ser iniciada a publicidade pertinente a oferta pública devendo observar o disposto no artigo 121.º e seus incisos do CVM. Cabendo, também, o início da publicidade de forma prévia, conforme o artigo 122.º do mesmo Código, quando a CMVM, após exame preliminar do pedido, considerar que a aprovação do prospeto ou o registo da oferta é viável, desde que daí não resulte perturbação para os destinatários ou para o mercado.

A oferta pública, então, estará lançada ao mercado, terá prazo de vigência, segundo o caput do artigo 125.º do CVM, a ser fixado em conformidade com as suas características, com a defesa dos interesses dos destinatários e do emitente e com as exigências de funcionamento do mercado.

Dentro deste prazo, serão realizadas as ordens de aceitação dos destinatários da oferta que deverão ser dirigidas ao intermediário financeiro, conforme o artigo 126.º, n.º 1 do CVM, nas formas constantes do artigo 327.º do CVM. Podendo a aceitação ser revogada através de comunicação ao intermediário financeiro que a recebeu até cinco dias antes de concluir o prazo da oferta ou em prazo inferior constante dos documentos da oferta, conforme o artigo 126.º, n.º 2 do CVM.

¹⁶ As decisões da CMVM de aprovação de prospeto e de concessão de registo de oferta pública de aquisição são divulgadas via seu sistema de difusão de informação.

Terminado o prazo da oferta, o resultado desta é imediatamente apurado e publicado por um intermediário financeiro que concentre as declarações de aceitação ou o será feito em sessão especial de mercado regulamentado, segundo o artigo 127.º, n.º 1 do CVM.

1.2. *Ofertas públicas de aquisição (OPAs)*

Trata-se de oferta pública apresentada aos acionistas de uma sociedade anónima para compra e/ou troca de valores mobiliários, que segundo a doutrina majoritária¹⁷ constitui em um processo de concentração empresarial¹⁸.

Segundo António Menezes Cordeiro:

As ofertas públicas de aquisição (OPA) constituem a fase mais visível e mais mediática do funcionamento do mercado de valores mobiliários. Elas permitem a tomada de sociedades (takeover), animam as cotações e dão corpo ao fenómeno da concentração empresarial¹⁹.

Segundo Modesto Carvalhosa:

A oferta pública de aquisição (...) constitui uma declaração unilateral de vontade por meio da qual o proponente manifesta (...) seu compromisso de adquirir um bloco de ações a um preço determinado e segundo cláusulas e condições previamente estabelecidas²⁰.

Conforme o artigo 173.º do CVM, a OPA é dirigida a todos os titulares dos valores mobiliários que dela são objeto, desde que ações ou outros valores mobiliários que garantam o controle societário.

Constitui, ainda, outro receio do regime da OPA a garantia do princípio da igualdade quando da distribuição do prémio de controlo.

¹⁷ CORDEIRO, António Menezes. *Manual de Direito das Sociedades: Das Sociedades em Especial*, volume II. Almedina, 2006, 633 ss.; ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, 789 ss.; CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Almedina, 2009, 600 ss.; MENDONÇA, Jorge Ribeiro. *A Tomada de Sociedade Através de Oferta Pública de Aquisição*, in *Revista da Faculdade de Direito de Lisboa*, volume XLV, n.º 1 e 2. Coimbra Editora, 2004, 47 ss; e EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna; HENRIQUES, Marcus de Freitas; e PARENTE, Flávia. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2.ª edição. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, 551 ss.

¹⁸ Fusão e aquisição.

¹⁹ CORDEIRO, António Menezes. *Manual de Direito das Sociedades: Das Sociedades em Especial*, volume II. Almedina, 2006, 633.

²⁰ CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: Editora IBMEC, 1979, 24.

O valor da empresa não é dividido equanimemente por todas as suas participações societárias, um grupo de ações que garantam a maior parte do controlo social terá um valor elevado ao da média das participações. Assim, embora aos minoritários não seja pretendido o controlo da empresa, estes não ficam desinteressados em relação a quem exerce o controlo social, até por estar, na maior parte das vezes, diretamente ligado em relação ao investimento efetuado.

As OPAs são reguladas de uma maneira geral pelas disposições comuns a todas as ofertas públicas presentes no capítulo I do Título III do CVM, e, em especial, encontra-se regulada no capítulo III do mesmo título e diploma legal.

Além disso, encontram-se regras uniformizadas na Diretiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003.

1.2.1. *Classificação das OPAs*

As OPAs podem ser relativas as aquisições ou trocas²¹ de valores mobiliários, ações ou outros quaisquer.

Classificamos as OPAs conforme o seguinte:

- a) quanto ao objeto da oferta;
- b) quanto à forma;
- c) quanto à obrigatoriedade; e
- d) quanto à natureza da contrapartida.

Quanto ao objeto da oferta poderá ser total ou parcial. Total ou geral²², como o próprio nome já diz é a que se destina a uma universalidade de ações ou outros valores mobiliários que garantam o controlo social.

Já as ofertas parciais se destinam a somente determinado quinhão social.

A OPA deve ter como objeto todos os sócios de uma sociedade, do contrário, estaríamos diante de uma oferta particular, conforme o artigo 173.º, n.º 1 do CVM.

Segundo o artigo 173.º, n.º 2 do CVM, caso a oferta pública não vise a aquisição da totalidade das ações da sociedade visada e dos valores mobiliários que conferem direito à sua subscrição ou aquisição, emitidos pela sociedade visada, não é permitida a aceitação pelo oferente ou por pessoas que com este estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º do CVM.

²¹ Cabe observar o requisito do artigo 178.º, n.º 1, qual seja: “Os valores mobiliários oferecidos como contrapartida, que já tenham sido emitidos, devem ser registados ou depositados à ordem do oferente em sistema centralizado ou junto de intermediário financeiro, procedendo-se ao seu bloqueio.”

²² Será sempre OPA total a que seja obrigatória na forma do artigo 187.º, n.º 1 do CVM.

Nas OPAs parciais, a fixação de limite mínimo ou máximo a serem adquiridos pelo oferente e a sujeição da oferta a qualquer condição só serão eficazes se constarem do anúncio preliminar, conforme o artigo 176.º, n.º 2 do CVM.

Quanto à forma, são classificadas em amigáveis ou hostis. Tal distinção será relativa a forma como a administração da sociedade visada receberá a oferta.

No que concerne as hostis (*takeovers*), pode-se dizer que se trata de uma maneira que procura recompensar a saída do acionista controlador da sociedade através do prémio de controlo.

Quanto a obrigatoriedade, são classificadas em obrigatórias ou voluntárias. Sendo a OPA voluntária um meio de concentração do capital e de aquisição do controlo da sociedade visada.

Será obrigatória, toda OPA lançada por um acionista cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, diretamente ou indiretamente, nos termos do n.º 1 do artigo 20.º do CVM, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social. Neste sentido, Paula Costa e Silva:

*O que lhe imporá operar uma aplicação do artigo 20/1 do CVM que não esqueça que essa aplicação foi condicionada pelo ponto de partida: o artigo 187/1 do mesmo diploma*²³.

A OPA obrigatória procura proteger as minorias; é garantido aos minoritários o direito de escolher entre permanecer na sociedade com uma nova maioria, garantidora do controlo, ou retirar-se garantindo seu quinhão no prémio de controlo²⁴.

As OPAs obrigatórias serão sempre totais e não condicionadas, já as voluntárias poderão ser totais ou parciais e conterem condições próprias, as quais, segundo o artigo 124.º, n.º 3 e 4 do CVM, deverão corresponder a um interesse legítimo do oferente sem afetar o funcionamento normal do mercado e cuja verificação não dependa do oferente.

As OPAs voluntárias poderão conter certas condições, conforme o artigo 176.º, n.º 2 do CVM, restando a sociedade visada, por vezes, ter alguns de seus direitos mitigados na forma do artigo 182.º do CVM.

Quanto à natureza da contrapartida, poderá a OPA ser de compra, de troca ou mista, conforme o artigo 177.º do CVM. Na primeira a contrapartida é exercida em dinheiro, na segunda será exercida pela troca por outros valores mobiliários, restando a terceira ser um intermédio entre ambas as modalidades.

²³ SILVA, Paula Costa e. *A imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, volume VII. Coimbra Editora, 2007, 441.

²⁴ Este direito de se retirar da sociedade através de uma contrapartida possui certa similaridade com o direito de exoneração.

Em sendo escolhida uma OPA de troca, deve-se atentar ao artigo 177.º, n.º 3 do CVM, sendo necessário que estes valores mobiliários tenham adequada liquidez e fácil avaliação.

É observável também que nas OPAs obrigatórias a regra geral de que o oferente é livre para estabelecer o valor da contrapartida não é válida, pois, por força do artigo 188.º do CVM, nestes casos há já um preço mínimo obrigatório.

1.2.2. *Os princípios das OPAs*

Além dos princípios inerentes a todas as modalidades de ofertas públicas, de acordo com a Diretiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004 (Diretiva das OPA) em seu artigo 3.º, n.º 1, constituem os princípios gerais que devem pautar, especificamente, uma OPA:

- a) princípio da igualdade;
- b) princípio da reflexão e da informação adequada;
- c) princípio da isenção;
- d) princípio da verdade do mercado;
- e) princípio da ponderação; e
- f) princípio da perturbação mínima.

Acerca do princípio da igualdade, pelo qual qualquer titular de valores mobiliários de uma sociedade visada, pertencentes a uma mesma categoria, devem beneficiar de um tratamento equivalente; ademais, em havendo uma aquisição do controlo de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos. Tal princípio já se encontrava consagrado no artigo 112.º do CVM.

Sobre o princípio da reflexão e da informação adequada, pelo qual é imposta como condição a concessão de tempo e informações suficientes para que os titulares de valores mobiliários da sociedade visada tomem a melhor decisão sobre a oferta com pleno conhecimento de causa.

Assim, ao aconselhar os titulares de valores mobiliários, o órgão de administração da sociedade visada deve apresentar o seu parecer no que diz respeito às repercussões da concretização da oferta sobre o emprego, as condições de emprego e os locais em que a sociedade exerce a sua atividade.

Relativamente ao princípio da isenção, pelo qual fica o órgão de administração da sociedade visada obrigado a agir levando em consideração os interesses da sociedade no seu conjunto sem qualquer interferência sobre os titulares de valores mobiliários na decisão sobre o mérito da oferta.

Acerca do princípio da verdade do mercado, pelo qual procura-se proibir condutas que tendam a criar mercados artificiais para os valores mobiliários da

sociedade visada, da sociedade oferente ou de qualquer outra sociedade interessada na oferta de que resulte uma especulação artificial dos preços dos valores mobiliários e interferindo no normal funcionamento do mercado.

No que concerne ao princípio da ponderação, pelo qual o oferente deve assegurar as contrapartidas, integralmente, necessárias para fazer valer uma oferta. Devendo, ainda, realizar todas as medidas razoáveis para garantir a entrega de qualquer outro tipo de contrapartida.

Caso a contrapartida consista em dinheiro, o oferente deve depositar o montante total em instituição de crédito ou apresentar garantia bancária adequada, conforme o artigo 177.º, n.º 2 do CVM.

Sobre o princípio da perturbação mínima, constitui a imposição de um limite temporal razoável em que a sociedade visada não procederá no exercício normal da sua atividade.

Além destes princípios consagrados por via normativa e dos demais princípios que regem toda e qualquer oferta pública, há, ainda, o dever do oferente de garantir a informação aos trabalhadores, consagrado no artigo 175.º, n.º 2, al. c) do CVM. Ou seja, deve-se transmitir a estes acerca das implicações que a OPA venha a causar nas relações laborais.

Ao mesmo tempo, deverá a administração da sociedade visada divulgar relatório contendo um parecer autónomo e fundamentado sobre as repercussões da oferta nos interesses dos trabalhadores²⁵ e nas suas condições de trabalho, conforme o artigo 181.º, n.º 2, al. c) do CVM.

1.2.3. *O processo das OPAs*

O processo de OPA inicia-se com o envio de anúncio preliminar²⁶ à CMVM, à sociedade visada e às entidades gestoras dos mercados regulamentados em que estejam admitidos à negociação os valores mobiliários que são objeto da oferta, devendo em seguida ser publicado, conforme o artigo 175.º, n.º 1 e 2 do CVM.

A partir da publicação deste anúncio preliminar, efetiva-se a aplicação do princípio da estabilidade, pois a partir deste momento, torna-se inalterável e irrevogável a oferta, ficando o oferente obrigado, conforme o artigo 175.º, n.º 2 do CVM a lançar OPA em termos iguais ou mais favoráveis que os presentes no anúncio preliminar; requerer o registo da oferta no prazo de 20 dias, prorrogável pela CMVM até 60 dias nas ofertas públicas de troca; e informar os representan-

²⁵ Estes poderão até ao início da oferta elaborar um parecer quanto às repercussões da OPA a nível do emprego, este deverá ser divulgado pelo órgão da administração em apenso ao relatório por si elaborado.

²⁶ Este anúncio preliminar terá como objetos a indicar àqueles que constam no artigo 176.º do CVM.

tes dos seus trabalhadores ou, na sua falta, os trabalhadores sobre o conteúdo dos documentos da oferta, assim que estes sejam tornados públicos.

Desta forma, pretendeu o legislador, nas palavras de António Pereira de Almeida:

*(...) dar alguma transparência à informação disponível logo que seja tomada a decisão de lançamento da OPA, ainda que os contornos não estejam definidos*²⁷.

Deve-se atentar a norma constante do artigo 174.º do CVM, qual seja, o segredo, segundo o qual, até que se dê à publicação do anúncio preliminar, deverá, o oferente, a sociedade visada, os seus acionistas e os titulares de órgãos sociais e todos os que lhes prestem serviços a título permanente ou ocasional, guardar segredo²⁸⁻²⁹ sobre a preparação da oferta³⁰, afim de se evitar o uso abusivo de informação privilegiada que possa afetar a confiança no mercado.

Em regra, por ser a OPA uma operação societária de concentração empresarial, cabe aplicação³¹, na forma de seu artigo 8.º, da Lei n.º 18/2003, de 11 de junho, Lei da Concorrência, assim, é imprescindível a observação do artigo 9.º do mesmo diploma legal, o qual dita a exigência de uma notificação prévia à Autoridade da Concorrência em até sete dias úteis após a conclusão do acordo ou, sendo caso disso, até à data da publicação do anúncio de uma OPA ou de troca ou de aquisição de uma participação de controlo. Nota-se, então, que, na prática, este dever de segredo mostra-se mitigado, pois, em regra, a grande maioria de OPAs necessitam de apreciação da Autoridade da Concorrência.

A Autoridade da Concorrência terá um prazo de 30 dias, segundo o artigo 35.º da Lei n.º 18/2003, de 11 de junho, para tomar uma decisão sobre esta notificação prévia.

Poderá a Autoridade da Concorrência denegar a operação que crie ou reforce uma posição dominante da qual possa resultar entraves significativos à concor-

²⁷ ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, 794 e 795.

²⁸ Poderia dizer-se aqui sobre a existência de um princípio de confidencialidade ante ao princípio da informação?

²⁹ Atenta-se a dificuldade de respeito ao sigilo quando em processos de concentração empresarial devido à obrigação de notificar previamente a Autoridade da Concorrência.

³⁰ Atentar para o fato que constitui contra-ordenação muito grave a violação de segredo sobre a preparação de OPA, na forma do artigo 393.º, n.º 2, al. e) do CVM Sendo, o autor do fato, punido na forma do artigo 378.º do CVM.

³¹ MATEUS, Abel Moreira. *As Ofertas Públicas de Aquisição e a Lei da Concorrência*, in *Direito dos Valores Mobiliários IX*. Coimbra Editora, 2010, 115 ss.

rência efetiva no mercado nacional ou numa parte substancial deste, na forma do artigo 9.º da Lei n.º 18/2003, de 11 de junho.

Poderá, também, condicionar a realização e sucesso da OPA, na forma do artigo 35.º, n.º 3, da Lei n.º 18/2003, de 11 de junho, a imposição de condições e obrigações que busquem garantir o cumprimento de compromissos assumidos pelos autores da notificação com vista a assegurar a manutenção de uma concorrência efetiva.

Após publicação do anúncio preliminar, caberá ao oferente preparar o prospeto, na forma dos artigos 138.º e 183.º-A do CVM, e requerer o registo da oferta na CMVM. Requerimento este que deverá ser instruído com os documentos mencionados no artigo 115.º do CVM combinados com os do artigo 179.º do CVM.

A seguir, o oferente procederá com a publicação do anúncio da OPA, na forma do artigo 183.º-A do CVM, em simultâneo com a divulgação do prospeto, em meio de comunicação com grande difusão no país e em meio de divulgação de informação indicado pela entidade gestora do mercado regulamentado em que os valores mobiliários estejam admitidos à negociação.

A partir de então, a OPA estará, em um primeiro momento, válida em um período entre 2 e 10 semanas, podendo a CMVM, por sua própria iniciativa ou a pedido do oferente, prorrogar a oferta em caso de revisão, lançamento de oferta concorrente ou quando a proteção dos interesses dos destinatários o justifique, conforme o artigo 183.º do CVM.

Este prazo visa impedir distúrbios ao mercado ocasionados por operações meramente especulativas efetuadas as sociedades participantes da OPA e a terceiras envolvidas (empresas do mesmo setor, por exemplo).

A OPA poderá, ainda, ser revista, quanto à natureza e o montante da contrapartida, na forma do artigo 184.º do CVM, em até cinco dias antes do fim do prazo da oferta, sem conter condições que a torne menos favorável e com nova contrapartida superior à antecedente em, pelo menos, 2 % do seu valor.

1.2.4. OPAs concorrentes

Segundo Nelson Eizirik et al trata-se de:

*(...) OPA concorrente, que é aquela formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada e que tenha por objeto ações abrangidas por oferta pública de aquisição que já esteja em curso*³².

³² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna; HENRIQUES, Marcus de Freitas; e PARENTE, Flávia. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2.ª edição. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, 552.

Não há que se falar em um conceito próprio de OPA concorrente devendo, conforme ensina António Pereira de Almeida³³, observar “os pressupostos, requisitos e condicionalismos” presentes na oferta.

Um dos pressupostos para que se possa falar de uma OPA concorrente é a existência de uma OPA devidamente registada e lançada e que ainda não tenha caducado o seu prazo. Não se considera o facto de haver um anúncio preliminar como pressuposto da existência de uma OPA, uma vez que ainda não ocorreu o registo e lançamento da oferta, distinguindo-se, de maneira lógica, do que prescreve o n.º 1 do artigo 185.º do CVM.

Tem-se como requisitos para que uma OPA seja concorrente que ela seja pública, assim como as demais ofertas que estejam concorrendo com ela. Que haja identidade de objeto, somente serão concorrentes OPAs que concorram por valores mobiliários de igual categoria³⁴. Que sejam valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado. E que seja lançada até ao quinto dia anterior àquele em que finde o prazo da oferta inicial, conforme o artigo 185.º-A, n.º 1 do CVM.

As OPAs concorrentes diferem do regime geral das OPAs no que concerne ao seu processo de lançamento, o qual possui condições de admissibilidade específicas, presentes nos artigos 185.º e 185.º-A do CVM, quais sejam:

- 1) lançamento da oferta até ao quinto dia anterior ao término do prazo da oferta inicial, conforme já observado;
- 2) proibição da publicação de anúncio preliminar em momento que não permita o cumprimento do prazo referido no número anterior;
- 3) conforme o artigo 20.º do CVM, a oferta concorrente não poderá ser lançada por pessoas relacionadas com o oferente da oferta concorrida³⁵;
- 4) a quantidade de valores mobiliários da oferta concorrente nunca poderá ser inferior àquela que é objeto da oferta inicial^{36,37};
- 5) o valor da contrapartida da oferta concorrente deve possuir valor, pelo menos, 2 % superior ao oferecido pela oferta concorrida;

³³ ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, 803.

³⁴ Conforme o artigo 45.º do CVM, valores mobiliários emitidos pela mesma entidade e com idêntico conteúdo constituem uma categoria, ainda que pertençam a emissões ou séries diferentes.

³⁵ Conforme o artigo 185.º, n.º 3 do CVM, poderá a CMVM conceder a tais pessoas o direito de lançar OPA concorrente caso a situação que determina a imputação de direitos de voto cesse antes do registo da oferta.

³⁶ Procura-se, assim, garantir uma isonomia de tratamento para os oferentes concorrentes e para os sócios da sociedade visada.

³⁷ Deve-se computar os valores mobiliários detidos pelos oferentes.

- 6) a OPA concorrente, conforme o artigo 185.º, n.º 5 do CVM, não pode conter condições que a tornem menos favorável a oferta concorrida³⁸; e
- 7) por fim, o artigo 185.º, n.º 6 do CVM trata do facto de a OPA concorrente não poder fazer depender a sua eficácia de uma percentagem de aceitações por titulares de valores mobiliários ou de direitos de voto em quantidade superior ao constante das ofertas concorridas, salvo se, para efeitos do número anterior, essa percentagem se justificar em função dos direitos de voto na sociedade visada já detidos pelo oferente e por pessoas que com este estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º do CVM.

A publicação do anúncio preliminar de uma OPA concorrente produzirá efeitos nas esferas do ou dos:

- 1) oferentes anteriores;
- 2) destinatários da oferta; e
- 3) prazos.

Em relação aos oferentes anteriores, a priori, suas ofertas ficariam desfasadas em relação a concorrente e, exceptuando-se interesses extra-patrimoniais, estas ofertas tenderiam a fracassar. Logo, é racional que se possibilite aos oferentes anteriores exercerem o direito de revogar ou o de rever a proposta realizada, conforme o artigo 185.º-B, n.º 1 do CVM.

Sendo que tal possibilidade, acaba por ser, em regra, vantajosa aos próprios destinatários, ao se vislumbrar um aumento, sempre superior a 2%, no valor da contrapartida a ser exercida.

Ainda, de acordo com o artigo 185.º-B, n.º 4 do CVM, o lançamento de OPA concorrente constitui fundamento de revogação de ofertas voluntárias nos termos do artigo 128.º do CVM, por haver ocorrido uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias que hajam fundado a decisão de lançamento da oferta. Cabe saber se deve o oferente anterior demonstrar a verificação dos requisitos presentes no artigo 128.º do CVM?

Havia divergência doutrinária acerca do tema, para Paula Costa e Silva³⁹ não havia esta possibilidade de revogação, posto que a possibilidade de uma OPA concorrente não deveria ser tratada como uma alteração imprevisível das circunstâncias, pelo contrário, tratar-se-ia de um cenário provável.

³⁸ Convém atentar de maneira objetiva a parte económica das ofertas, relegando qualquer subjetivismo relacionado as pessoas dos oferentes.

³⁹ SILVA, Paula Costa e. *Oferta pública e alteração das circunstâncias*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, volume IV. Coimbra Editora, 2003, 141.

Contudo, pós revisão de 2006, a possibilidade de revogação da oferta anterior, que se tratava de regulamento da CMVM, passou a ser norma constante do CVM Assim, não cabe mais a mencionada discussão. Nas palavras de António Pereira de Almeida:

A referência a este artigo explica-se por o legislador considerar que a OPA concorrente, em si, é uma situação de alteração das circunstâncias, pelo que o oferente inicial nada mais tem que demonstrar para revogação de uma proposta, para além de existência de uma OPA concorrente⁴⁰.

De acordo com o artigo 185.º-B, n.º 5 do CVM, o prazo para o exercício dessa faculdade será de quatro dias a contar do lançamento da oferta concorrente, sem a necessidade de autorização da CMVM, defende António Pereira de Almeida⁴¹.

Assim como quem pode o mais, pode o menos, os oferentes anteriores poderão rever suas ofertas, na forma do artigo 185.º-B, n.º 1 do CVM, faculdade que existe em prol dos interesses dos oferentes⁴² e dos próprios destinatários, umas vez que a competição é benéfica na defesa de seus interesses.

Como já mencionado, a nova oferta deverá ser superior à antecedente em pelo menos 2 % do seu valor e não pode conter condições que a torne menos favorável, além disto, o oferente deverá comunicar a sua decisão de revisão à CMVM e publicar um anúncio no prazo de quatro dias úteis a contar do lançamento da oferta concorrente ou da revisão da oferta, sob pena de perda do direito de revisão, sendo obrigado a manter os termos da sua oferta, conforme o artigo 185.º-B, n.º 2 e 3 do CVM.

Em relação aos destinatários da oferta, estes poderão exercer a faculdade de revogar suas declarações de aceitação até o último instante previsto para as aceitações, conforme o artigo 185.º-A, n.º 6 do CVM, prolongando-se, assim, o prazo para o exercício de revogação das declarações de aceitação previsto no artigo 126.º, n.º 2 do CVM; entretanto, sem se modificar a forma de se exercer este direito.

Em relação aos prazos, dispõe o artigo 185.º-A, n.º 3 do CVM que o prazo das ofertas deve ser coincidente, devendo cada OPA concorrente respeitar o prazo mínimo previsto no n.º 1 do artigo 183.º do CVM.

Assim, tem-se que deverá ser respeitado o prazo mínimo de duas semanas, podendo, todavia, ser prolongado o prazo máximo para além das dez semanas.

⁴⁰ ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, 806.

⁴¹ Idem.

⁴² Trata-se de uma forma de se restabelecer a igualdade de circunstâncias.

O que na visão de Hugo Moredo Santos⁴³ restabelece a igualdade de tratamento entre os oferentes e cria condição mais benéfica para os destinatários melhor exercerem seu direito de escolha.

Por fim, segundo o artigo 185.º-A, n.º 5 do CVM, poderá ocorrer uma diferenciação de prazos entre as ofertas quando o anúncio preliminar da oferta concorrente seja publicado após o registo da oferta inicial ou de ofertas concorrentes anteriores, reduzindo-se para oito dias e quatro dias, respetivamente, os prazos para requerer o registo após a publicação do anúncio preliminar e para enviar ao oferente e à CMVM e divulgar ao público o relatório acerca das oportunidades e condições da oferta.⁴⁴

1.2.5. OPAs obrigatórias

Trata-se de uma obrigação de lançar oferta sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por uma sociedade aberta que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.

A OPA obrigatória (*Mandatory Bid*)⁴⁵ visa a proteção dos minoritários. Conforme Ana Sá Couto:

*(...) o instituto das ofertas públicas de aquisição obrigatórias surge com o objetivo primordial de proteger os acionistas minoritários contra situações efetivas de mudança de controlo, conferindo-lhes a possibilidade de vender a sua participação social e beneficiar do prémio de controlo que o comprador esteja eventualmente disposto a pagar pela sua aquisição*⁴⁶.

Contudo, Paula Costa e Silva⁴⁷ entende que, na verdade, o acionista majoritário fique, relativamente, indiferente quanto a necessidade de adquirir outras ações, enquanto isso, perdem os minoritários peso na participação social, pois há um grupo de ações com valor superior ao da média das participações.

⁴³ SANTOS, Hugo Moredo. *Ofertas Concorrentes. Relatório do Seminário Direito Europeu das Sociedades*. Universidade de Lisboa, 2006, 152.

⁴⁴ Esta distinção de prazos busca facilitar a ocorrência de OPAs concorrentes e não eternizar o processo, garantindo a celeridade razoável para a normatização do mercado, privilegiando-se, assim os princípios da perturbação mínima e da verdade do mercado.

⁴⁵ SANTOS, Hugo Moredo. *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*. Almedina, 2011, 165 ss.; ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, 809 ss.; CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Almedina, 2009, 646 ss.

⁴⁶ COUTO, Ana Sá. *Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPAs*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 25, dezembro de 2006, 71 e 72. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/f2ebc703633e430a8745f3cecd35576cDossier4.pdf>.

⁴⁷ SILVA, Paula Costa e. *Direito dos Valores Mobiliários – Relatório*. Coimbra Editora, 2005, 237.

Temos que, em regra, por não interessar aos minoritários o exercício de controlo empresarial, a OPA obrigatória torna-se uma medida que resguarda a defesa dos interesses desta categoria.

Conforme o artigo 187.º, n.º 1 e 5⁴⁸ do CVM, obriga-se a lançar OPA, sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, aquele que possua participação em sociedade aberta que ultrapasse, diretamente ou através de imputação de direitos de voto⁴⁹, nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto⁵⁰ correspondentes ao capital social.

Esta obrigação é perentória em relação àquele que venha a possuir posição acionária superior a metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social, sendo flexibilizada, conforme dita o artigo 187.º, n.º 2 do CVM⁵¹, em relação àquele que ultrapassar o limite de um terço dos mesmos direitos, porém não adquira o controlo da sociedade.

Será flexibilizada a obrigação de lançar OPA toda vez que a pessoa, que a ela estaria obrigada, prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com esta em relação de grupo, conforme o artigo 187.º, n.º 2 do CVM. Obrigando-se a pessoa a comunicar à CMVM qualquer aumento superior a 1% da percentagem de direitos de voto e a lançar OPA total logo que adquira uma posição que lhe permita exercer influência dominante sobre a sociedade visada.

⁴⁸ Deve-se observar que a inibição do direito de voto, artigo 192.º do CVM, é irrelevante para este cômputo afim de que não se favoreça aquele que incumpriu a obrigação de lançar OPA.

⁴⁹ SANTOS, Hugo Moredo. *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*. Almedina, 2011, 327 ss.; RESENDE, João Mattamouros. *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*. Editora Universidade Católica, 2010; SILVA, Paula Costa e. *A imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, volume VII. Coimbra Editora, 2007, 403 ss.; GUINÉ, Orlando Vogler. *Do Contrato de Gestão de Carteiras e do Exercício do Direito de Voto: OPA Obrigatória, Comunicação de Participação Qualificada e Imputação de Direitos de Voto*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, volume VIII. Coimbra Editora, 2008, 151 ss.; SCHNEIDER, Uwe H. *The Computation of Qualified Participations According to the EU: Transparency Directive*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, volume VI. Coimbra Editora, 2006, 399 ss.; NEVES, Vítor Alexandre Caetano Pereira. *A natureza Transitiva dos Critérios de Imputação de Direitos de Voto no Código de Valores Mobiliários in Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, volume II. Almedina, 2008, 507 ss.; e CASTRO, Carlos Osório de. *A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, número 7, abril de 2000. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C07CarlosOCastro.pdf>. SILVA, Paula Costa e. *Organismos de Investimento Colectivo e Imputação de Direitos de Voto*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, número 26, abril de 2007. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/29022b1739f14a9e9e26ef506c6f484dDossier3.pdf>.

⁵⁰ Aqui está abrangido somente os votos possíveis, excluindo-se, logo, ações ou demais valores mobiliários que não conferem tal direito.

⁵¹ Atentar para o artigo 384.º, n.º 2, al. b) do Código das Sociedades Comerciais.

Esta prova deverá ser fática e demonstrar a realidade acerca da disposição da maioria dos direitos de voto, nas palavras de António Pereira de Almeida:

A prova negativa do domínio tem de ser interpretada em termos factuais. Não basta que o sócio demonstre que não dispõe, direta ou inderetamente, da maioria dos direitos de voto, pois, se assim fosse, não teria sentido impor a OPA a quem apenas dispõe de um terço dos direitos de voto (artigo 187.º, n.º 1). Como é sabido, para se dominar uma sociedade aberta não é necessário dispor de ações representativas da maioria dos direitos de voto, dado o absentismo dos acionistas. Porém, se o acionista dispuser da maioria dos direitos de voto, a presunção de domínio é inilidível⁵².

Poderá, ainda, comprovar, conforme o artigo 21.º, n.º 2 do CVM, que não exerce domínio sobre a sociedade quando uma terceira pessoa disponha da maioria dos direitos de voto ou devido a existência de acordo parassocial possa exercer a maioria dos direitos de voto ou possa nomear ou destituir a maioria dos titulares dos órgãos de administração ou de fiscalização.

Outra opção de flexibilização deverá, não cumulativamente a anterior, respeitar a norma do artigo 187.º, n.º 4 do CVM, ou seja, só será flexível caso a sociedade, em seu estatuto social, não tenha ações ou valores mobiliários que confirmem direito à sua subscrição ou aquisição admitidos à negociação em mercado regulamentado.

O CVM também prevê situações de derrogação ou suspensão da obrigação de lançar OPA.

Constituem situações de derrogação, conforme o artigo 189.º, n.º 1 do CVM⁵³:

- 1) quando a ultrapassagem de um dos limites do artigo 187.º do CVM for proveniente de uma OPA total voluntária realizada sob a forma de uma OPA obrigatória e cuja contrapartida não seja menor ao mais elevado dos valores das contrapartidas do artigo 188.º do CVM⁵⁴;

⁵² ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, pg. 810 e 811.

⁵³ Fora as previsões constantes no CVM, há, também, uma situação prevista no artigo 205.º, al. c) do Código da Insolvência e Recuperação de Empresas (CIRE). Segundo esta, não se aplicará o CVM no que concerne a obrigatoriedade de OPA quando à ultrapassagem dos limiares de obrigatoriedade do lançamento de uma OPA decorrente do exercício de tais opções de compra imputadas em processo de insolvência, ou da aquisição de ações em aumento de capital da sociedade insolvente previsto no plano de insolvência.

⁵⁴ A defesa dos interesses dos sócios minoritários já se encontra efetuada pela realização da OPA total voluntária, tornando-se desnecessária, cara e prejudicial a realização de uma nova OPA (Obrigatória).

- 2) quando da execução de plano de insolvência ou de reestruturação financeira no âmbito de uma das modalidades de recuperação ou saneamento previstas na lei⁵⁵; e
- 3) quando a ultrapassagem resultar de uma operação de fusão⁵⁶ de sociedades, se da deliberação da assembleia geral da sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria dirigida constar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de oferta pública de aquisição.

Já no que concerne a flexibilização por suspensão desta obrigação de lançar OPA. Tal direito deverá ser requerido à CMVM imediatamente pelo interessado após a ocorrência do facto constitutivo do dever de lançamento, obrigando-se a pôr termo à situação nos 120 dias subsequentes, segundo o artigo 190.º, n.º 1 do CVM, neste prazo, conforme o n.º 2 da mesma norma, deve o interessado alienar as pessoas que, em relação a ele, não estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º do CVM⁵⁷ os valores mobiliários bastantes para que os seus direitos de voto se situem abaixo dos limites referentes a obrigação de lançar OPA. Além disto, neste mesmo período, ficam inibidos os direitos de voto do interessado nos termos dos n.º 1, 3 e 4 do artigo 192.º do CVM.

A flexibilização por suspensão tem como finalidade elucidar casos em que há um domínio formal conjuntural. Afastando-se, assim, casos em que há um real domínio exercido. A natureza conjuntural deste domínio fica evidente na estipulação de um prazo de suspensão de OPA igual a 120 dias.

Originada a obrigação de lançamento de OPA e inexistindo situações derogatórias ou suspensivas presentes no CVM ou no CIRE. Deverá o interessado proceder de imediato a publicação do anúncio preliminar da oferta, conforme o artigo 191.º, n.º 1 do CVM Podendo ser substituído por outrem, conforme o n.º 2 do mesmo artigo. Esta substituição fica restrita a pessoa do oferente, sem produzir quaisquer efeitos no que concerne a obrigação original.

Deve-se, ainda, atentar acerca da dificuldade em precisar o exato momento em que se origina a obrigação de lançar OPA e sobre quem será o sujeito, ou quais serão os sujeitos, obrigado(s) devido ao regime de imputações de direitos de voto presente no artigo 20.º do CVM Segundo Paulo Câmara:

⁵⁵ Procura-se, assim, defender a função social da empresa e sua própria existência.

⁵⁶ Esta operação já possui regulamentação específica que defende os direitos dos minoritários.

⁵⁷ Ocorrendo alienações dos valores mobiliários bastantes para que os seus direitos de voto se situem abaixo dos limites referentes a obrigação de lançar OPA à qualquer dos presentes no rol do artigo 20.º, n.º 1 do CVM manter-se-á a obrigação do lançamento de OPA.

*Se existe uma imputação plurissubjetiva dos direitos de voto, para efeitos do artigo 20.º, o dever abrange todos os sujeitos a quem é imputada a participação qualificada – embora o lançamento por apenas um deles exonere os demais*⁵⁸.

A OPA obrigatória tem como objeto, conforme o artigo 187.º, n.º 1 do CVM, a totalidade das ações e de outros valores mobiliários, inclui-se aqui até aqueles que não contêm direito de voto, emitidos por uma sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição. E não pode ter sua eficácia condicionada a cláusulas de sucesso, o que, segundo Paulo Câmara, seria:

*(...) cláusulas de sucesso, que fazem depender a eficácia da oferta de um número mínimo de aceitações por parte dos titulares, (...)*⁵⁹.

A contrapartida na OPA obrigatória constitui o direito de participar no prémio de controlo. Nunca podendo o valor ser inferior, conforme o artigo 188.º, n.º 1, al. a) e b) do CVM, ao maior preço pago pelo oferente ou por quaisquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações presentes no artigo 20.º, n.º 1 do CVM pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta; ou ao preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante igual período.

Conforme o artigo 188.º, n.º 2 do CVM, em não se podendo aplicar a regra supra ou se a CMVM entender que a contrapartida, em dinheiro ou em valores mobiliários, proposta pelo oferente não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa⁶⁰⁻⁶¹, por ser insuficiente ou excessiva, a contrapartida mínima será fixada por auditor independente designado pela CMVM.

De acordo com o artigo 180.º, n.º 2 e 3, al. b) do CVM, se o oferente adquirir valores mobiliários fora do mercado regulamentado fica obrigado a aumentar a contrapartida para um preço não inferior ao preço mais alto pago pelos valores mobiliários assim adquiridos.

Segundo o artigo 188.º, n.º 5 do CVM, é possível que a contrapartida seja, alternativamente, em valores mobiliários, flexibilizando e desonerando a OPA

⁵⁸ CÂMARA, Paulo. *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, volume II. Coimbra Editora, 2000. 220.

⁵⁹ Idem, 205.

⁶⁰ Presume-se, *Juris Tantum*, como não equitativa a contrapartida que se encontre em uma das situações constantes do artigo 188.º, n.º 3 do CVM

⁶¹ SILVA, João Soares da. *Mandatory Bid Rule e Alternativa Necessária em Dinheiro: Nota sobre o Artigo 188.º, n.º 3, do Código dos Valores Mobiliários*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles: Novos Estudos de Direito Privado*, volume IV. Almedina, 2003, 1031 ss.

obrigatória⁶². Ao mesmo tempo, procurou-se defender os destinatários da OPA, pois a contrapartida deverá ter comprovada liquidez⁶³, presumindo-se não equitativa a contrapartida cuja liquidez seja reduzida, e serem admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Entretanto, procurando defender os destinatários da oferta e em respeito ao princípio da igualdade, fica proibido, conforme a segunda parte do artigo 188.º, n.º 5 do CVM, que o oferente use a contrapartida alternativa no caso de ele ou as pessoas que com ele estejam em alguma das situações do n.º 1 do artigo 20.º do CVM não tenham, nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta, adquirido quaisquer ações representativas do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro.

Por fim, deve-se atentar que em infringindo a obrigação de lançar OPA, sem que haja situações derogatórias ou suspensivas, o interessado responderá pelo incumprimento sujeitando-se a inibição dos direitos de voto e a dividendos inerentes às ações, além disto, será responsabilizado civilmente e em contra-ordenação muito grave.

No que concerne a inibição dos direitos de voto⁶⁴⁻⁶⁵ e a dividendos⁶⁶ inerentes às ações, conforme o artigo 192.º do CVM, esta inibição recairá sobre as ações que excedam o limite a partir do qual o lançamento seria devido ou de ações ou outros valores mobiliários, que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, que tenham sido adquiridos por exercício de direitos inerentes. Além disto, terá prazo de cinco anos.

O interessado poderá por fim a inibição a qualquer momento com a publicação de anúncio preliminar de OPA mediante contrapartida não inferior à que seria exigida se o dever tivesse sido cumprido atempadamente, conforme o artigo 192.º, n.º 2, al. a) do CVM.

Em relação a responsabilidade civil, segundo o artigo 193.º do CVM, o interessado será responsável pelos danos causados aos titulares dos valores mobiliários sobre os quais deveria ter ofertado OPA. Sendo que a indemnização deverá respeitar a norma geral das ofertas públicas presente no artigo 152.º do CVM.

⁶² Tal novidade foi implantada a partir da Diretiva n.º 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho.

⁶³ Atentar para a técnica de *cash underpinning*. Ver SILVA, João Soares da. *Mandatory Bid Rule e Alternativa Necessária em Dinheiro: Nota sobre o Artigo 188.º, n.º 3, do Código dos Valores Mobiliários in Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles: Novos Estudos de Direito Privado*, volume IV. Almedina, 2003, 1043 ss.

⁶⁴ Atentar ao artigo 192.º, n.º 4 do CVM que dita que serão anuláveis as deliberações tomadas com participação dos votos inibidos.

⁶⁵ Ver infra, 2.3. Do direito de voto.

⁶⁶ Atentar ao artigo 192.º, n.º 5 do CVM que dita que reverterão para a sociedade os dividendos que tenham sido objeto de inibição.

No que tange a responsabilidade contra-ordenacional esta será muito grave e encontra-se tipificada no artigo 393.º, n.º 2, al. h) do CVM.

1.3. Das condutas do oferente e da sociedade visada

O oferente e as pessoas que com este estejam em alguma das situações previstas no artigo 20.º, conforme preceito do artigo 180.º, n.º 1 do CVM, ficam proibidos de negociar fora de mercado regulamentado valores mobiliários da categoria dos que são objeto da oferta ou dos que integram a contrapartida, exceto se forem autorizados pela CMVM, com parecer prévio da sociedade visada; além de deverem informar diariamente a CMVM sobre as transações realizadas sobre valores mobiliários emitidos pela sociedade visada ou da categoria dos que integram a contrapartida. Ou seja, lançada a OPA, poderá o oferente adquirir no mercado regulamentado os valores mobiliários objeto da OPA.

Conforme o artigo 180.º, n.º 2 do CVM, as aquisições mencionadas serão imputadas no cálculo da quantidade mínima que o adquirente se propõe adquirir.

Em observância ao princípio da igualdade, em ocorrendo tais aquisições poderá ser revisto o valor da contrapartida em benefício dos destinatários da OPA, conforme o artigo 180.º, n.º 3 do CVM.

O artigo 186.º do CVM procurando defender os interesses dos destinatários ou da sociedade visada pela OPA, preceitua que salvo autorização concedida pela CMVM nem o oferente nem qualquer das pessoas que com este estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º do CVM podem, nos doze meses seguintes à publicação do apuramento do resultado da oferta, lançar, diretamente, por intermédio de terceiro ou por conta de terceiro, qualquer OPA sobre os valores mobiliários pertencentes à mesma categoria dos que foram objeto da oferta ou que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.

Com base no princípio da isenção, a sociedade visada quando do conhecimento de lançamento de OPA sobre si fica, em teoria, obstruída de praticar atos que possam afetar a esta, devendo conforme os artigo 181.º do CVM praticar atos específicos, deveres de colaboração, e tendo limitado, imperativamente, seus poderes conforme o artigo 182.º do mesmo diploma.

O artigo 181.º, n.º 1 do CVM procura garantir os princípios da reflexão e da informação adequada, assim, deverá o órgão de administração da sociedade visada, no prazo de oito dias a contar da receção dos projetos de prospeto e de anúncio de lançamento e no prazo de cinco dias após a divulgação de adenda aos documentos da oferta, enviar ao oferente e à CMVM e divulgar ao público um relatório elaborado nos termos do artigo 7.º do CVM e contendo os preceitos do artigo 181.º, n.º 2, ambos do mesmo diploma legal, sobre a oportunidade,

as condições da oferta e eventuais votos negativos realizados na deliberação da administração que tenha aprovado a OPA⁶⁷. Podendo, ainda, ser anexado um parecer dos trabalhadores quanto às repercussões da oferta a nível do emprego, conforme o n.º 4 da mesma norma.

Ao final, deverá a sociedade visada a partir da publicação do anúncio preliminar e até ao apuramento do resultado da oferta, conforme o ar. 181.º, n.º 5 do CVM:

- a) informar diariamente a CMVM acerca das transações realizadas pelos seus titulares sobre valores mobiliários emitidos pela sociedade visada ou por pessoas que com esta estejam em alguma das situações previstas do n.º 1 do artigo 20.º do CVM;
- b) prestar todas as informações que lhe venham a ser solicitadas pela CMVM no âmbito das suas funções de supervisão;
- c) informar os representantes dos seus trabalhadores ou, na sua falta, os trabalhadores sobre o conteúdo dos documentos da oferta e do relatório por si elaborado, assim que estes sejam tornados públicos; e
- d) agir de boa fé, designadamente quanto à correção da informação e quanto à lealdade do comportamento.

Quando da existência de uma OPA, a sociedade visada não poderá praticar atos que não sejam de típica gestão, que sejam suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade ou diluir o valor nominal das ações ou outros valores mobiliários objetos da oferta e que afetem de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente.

Assim, fica a sociedade opada impedida de vender ativos sociais e emitir ações ou outros valores mobiliários que confirmem direito à sua subscrição ou aquisição que possam interferir nos objetivos da OPA.

Exceptuam-se do disposto, os atos praticados na forma do artigo 182.º, n.º 3 do CVM, que são atos que buscam garantir os direitos dos sócios e a própria sociedade perante terceiros⁶⁸.

Questão que cabe análise é a de saber se os artigos 181.º e 182.º do CVM somente dizem respeito a sociedade objeto de OPA ou se podem ter alcance as sociedades dominadas pela sociedade opada e as que estejam em relação de grupo com esta?

⁶⁷ Momento em que se verifica se a OPA é amigável ou hostil.

⁶⁸ Nota-se que o incumprimento de obrigações assumidas frente a terceiros antes do conhecimento do lançamento da OPA poderão acarretar questões de responsabilidade civil.

Em um primeiro momento, acreditamos que quanto ao artigo 181.º do CVM não deva este alcançar as sociedades dominadas e as que estejam em relação de grupo com a visada. Quanto ao artigo 182.º do CVM, entendemos que deve haver uma separação entre os atos que possam afetar diretamente ou indiretamente a sociedade visada e os que não o possam, acerca destes, não há que se falar em respeito as normas do artigo 182.º do CVM. Todavia, quanto aos atos que possam causar influências na sociedade opada deverão ser limitados.

Entendemos, então, que apenas a situação fática dirá se devem ou não as sociedades dominadas pela sociedade opada e as que estejam em relação de grupo com esta seguir os preceitos do artigo 182.º do CVM.

Conforme entendimento de Jorge Brito Pereira⁶⁹, poderão os membros do órgão de administração da sociedade dominada incorrerem em responsabilidade civil quando da violação de seus deveres funcionais por atenderem aos interesses, no que concerne aos seus sócios e trabalhadores, da sociedade dominante face aos da sociedade dominada.

Questão controvertida, também, é a de saber o momento gerador da limitação dos deveres da sociedade visada. Segundo o artigo 182.º, n.º 2, al *a*) do CVM este ocorreria quando da receção pela sociedade visada do anúncio preliminar; todavia, para o n.º 1 do mesmo artigo se daria a partir da tomada de conhecimento do lançamento de OPA.

Ainda segundo Jorge Brito Pereira⁷⁰, deve-se entender que em regra será quando da receção pela sociedade visada do anúncio preliminar, sendo admissível que se dê em um momento anterior, desde que haja trocas de informações seguras entre as sociedades no sentido de uma operação de concentração empresarial, sendo irrelevante para tanto a existência de rumores, consultas, intenções vagas e afins.

A limitação procura garantir o interesse do oferente, quando da dificuldade de frustração da OPA por interferência ilegal da sociedade visada. O que segundo Augusto Teixeira Garcia⁷¹ seria a forma que o legislador encontrou para garantir ao oferente a presa tal qual ela existe no momento do anúncio preliminar, sem a possibilidade de tomada de decisões que pudessem afetar tal situação.

Procura, ainda, garantir os acionistas da sociedade visada que estejam interessados em compartilhar o prémio de controlo. Ainda, protege os acionistas quando do facto de a limitação ser exclusiva ao órgão da administração, não afetando os

⁶⁹ PEREIRA, Jorge Brito. *A Limitação dos Poderes da Sociedade Visada Durante o Processo de OPA*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, volume II. Coimbra Editora, 2001, 191.

⁷⁰ Idem.

⁷¹ GARCIA, Augusto Teixeira. *OPA: Da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico*. Coimbra Editora, 1995, 247.

atos autorizados por força de assembleia geral⁷² convocada exclusivamente para o efeito durante o período de limitação dos poderes, conforme o artigo 182.º, n.º 3, al. b) do CVM.

Nota-se, ainda, que no caso de má-fé do oferente que lance OPA procurando apenas causar prejuízos à sociedade “visada” ao colocá-la em situação de limitação dos poderes, este será responsável, conforme o artigo 182.º, n.º 5 do CVM, pelos danos causados por sua decisão.

Parece-nos perfeito o entendimento de António Menezes Cordeiro:

Na pendência de OPA, o legislador pretende, fundamentalmente, o funcionamento do mercado. Além disso, visa obstar a que o mecanismo das OPAs dê azo à mera destruição de riqueza. A situação de capitis deminutio da sociedade visada também não é conveniente. (...) tudo isto só se justifica perante OPAs sérias e bem estruturadas⁷³.

2. Do direito de voto

2.1. *Dos direitos dos sócios*

Os direitos dos sócios, ou direitos sociais, são aqueles que correspondem à qualidade de sócio, por isso, são direitos subjetivos. Sobre estes, ensina-nos Filipe Cassiano Santos⁷⁴ que não podem ser considerados direitos absolutos, pois poderão ser relativizados diante dos interesses da sociedade.

Os direitos dos sócios estão tipificados, de forma não taxativa, na secção II do Código das Sociedades Comerciais (CSC), dentre outras normas espalhadas pelo próprio Código, bem como no Código Civil Português e no CVM.

De acordo com o artigo 55.º, n.º 1 do CVM aquele em nome do qual estiver registado ou com o título, for titular de direitos relativos a valores mobiliários estará legitimado para o exercício dos direitos que lhes são inerentes.

Segundo Jorge Manuel Coutinho de Abreu⁷⁵, os direitos dos sócios podem ser classificados de acordo com a função, quando se distinguem em direitos de

⁷² Atenta-se ao prazo diferenciado de 15 dias para a convocatória de assembleias, conforme o artigo 182.º, n.º 4, al. a) do CVM

⁷³ CORDEIRO, António Menezes. *Manual de Direito das Sociedades: Das Sociedades em Especial*, volume II. Almedina, 2006, 638.

⁷⁴ SANTOS, Filipe Cassiano. *Estrutura Associativa e Participação Societária Capitalista*. Coimbra Editora, 2006, 73.

⁷⁵ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades*. 3.ª edição. Almedina, 2009, 208.

participação, direitos patrimoniais e direitos de controlo. Ou podem se classificar de acordo com a titularidade, quando se distinguem em direitos gerais e especiais.

Quanto a titularidade, temos a divisão dos direitos dos sócios em direitos fundamentais, ou gerais, e direitos especiais.

Acerca dos direitos especiais⁷⁶, temos que os mesmos possuem uma origem contratual, conforme o artigo 24.º, n.º 1 do CSC, logo, não necessariamente são inerentes a todos os sócios, podendo existir direitos que só atingem uma determinada parcela dos sócios. E, em princípio, só podem ser limitados ou excluídos mediante a anuência de seus titulares.

Conforme o artigo 24.º, n.º 4 do CSC, os direitos especiais em sociedades anónimas só podem ser atribuídos a categorias de ações e transmitem-se com estas.

Tratam-se de flexibilizações legais ao princípio da igualdade entre os sócios. Nas sociedades anónimas cada categoria diversa de ações poderá conter uma igual diversidade de direitos especiais. Quando um direito especial extrapola o limite desta flexibilização, tem-se que o mesmo é anulável, conforme o artigo 58.º, n.º 1, als. a) e b) do CSC.

Conforme o artigo 24.º, n.º 5 do CSC tais direitos só podem ser suprimidos ou coartados através do consentimento do respetivo titular, salvo regra legal ou estipulação contratual expressa em contrário.

Sobre esse consentimento dita o artigo 24.º, n.º 6 do CSC que nas sociedades anónimas será dado por deliberação tomada em assembleia especial, conforme artigo 389.º do CSC, dos acionistas titulares de ações da respetiva categoria.

Em não sendo respeitada a regra supra, temos que as deliberações tomadas sobre os direitos especiais que ocorram sem o consentimento de determinado sócio são nulas para todos enquanto o interessado não der o seu acordo, expressa ou tacitamente, conforme o artigo 55.º do CSC.

Os direitos considerados fundamentais ou gerais são os inerentes, salvo exceções, a todos os sócios.

Segundo António Pereira de Almeida⁷⁷ os direitos fundamentais dos sócios seriam os seguintes:

- i) direito à qualidade de sócio;
- ii) direito à informação;
- iii) direito de participar nas deliberações sociais;
- iv) direito aos lucros; e
- v) direito preferencial de subscrição de aumentos de capital.

⁷⁶ Ver CUNHA, Paulo Miguel Olavo Pitta. *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas as Ações Privilegiadas*. Almedina, 1993.

⁷⁷ ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, 135.

Não analisaremos aqui o direito à qualidade de sócio⁷⁸, o direito à informação⁷⁹, o direito aos lucros⁸⁰ e o direito preferencial de subscrição de aumentos de capital⁸¹, pelo facto dos mesmos não possuírem maiores conexões com o objeto aqui trabalhado.

2.2. *Do direito de participação nas deliberações sociais*

O direito de participar nas deliberações sociais é considerado um dos direitos gerais dos sócios, encontra-se tipificado no artigo 21.º, n.º 1, al. b) do CSC.

É considerado um direito fundamental por ser o meio disponível dos sócios de exercerem o direito de protegerem seus interesses particulares e de participar nas tomadas de decisões da sociedade.

Conforme João Sousa Gião:

*A participação dos acionistas nas assembleias gerais das sociedades é, a par do direito à informação, o meio mais idóneo de assegurar um acompanhamento próximo da gestão e fiscalização da sociedade*⁸².

Em regra, todos os sócios tem o direito de participar nas deliberações sociais, salvo exceções expressas em lei. Esta participação pode ser entendida em sentido restrito, sem direito de voto, ou amplo, com este.

As formas de se tomar as deliberações são aquelas presentes nos artigos 53.º e 54.º do CSC sendo que para as sociedades anónimas estão excluídas as

⁷⁸ ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, 135 ss.

⁷⁹ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades*. 3.ª edição. Almedina, 2009, 252 ss.; ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, 140 ss.; MAIA, Pedro; RAMOS, Maria Elisabete; MARTINS, Alexandre Soveral; DOMINGUES, Paulo de Tarso; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (coordenação). *Estudos de Direito das Sociedades*. 9.ª edição. Almedina, 2008, 148 ss.

⁸⁰ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades*. 3.ª edição. Almedina, 2009, 234.; ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, 153 ss.; MAIA, Pedro; RAMOS, Maria Elisabete; MARTINS, Alexandre Soveral; DOMINGUES, Paulo de Tarso; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (coordenação). *Estudos de Direito das Sociedades*. 9.ª edição. Almedina, 2008, 141.

⁸¹ ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, 179 ss.

⁸² GIÃO, João Sousa. *Notas sobre o Anunciado Fim do Bloqueio de Acções como Requisito do Exercício do Direito de Voto em Sociedades Cotadas*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 21, agosto de 2005, 50. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/f9be7d6e784d42e684827a486cb4b6bcJoaoGiao.pdf>.

deliberações tomadas por voto escrito⁸³. Podem ser efetuadas fisicamente ou por meios telemáticos⁸⁴, conforme o artigo 377.º, n.º 6 do CSC, assim, não se adotou exclusivamente o método de assembleia.

Acerca da natureza jurídica das deliberações, temos que para a doutrina não há unanimidade, assim, temos que para a doutrina majoritária, dentre os quais temos Jorge Manuel Coutinho de Abreu⁸⁵ e António Menezes Cordeiro⁸⁶, em regra, seja a de um negócio jurídico da sociedade. Havendo, como informa Jorge Manuel Coutinho de Abreu⁸⁷, porém, deliberações que ao não constituir, modificar ou extinguir relações ou posições jurídicas não merecem tal qualificação. Ainda, acompanhando o raciocínio de António Pereira de Almeida⁸⁸, temos que a natureza jurídica das deliberações sociais seja de negócio jurídico unilateral plural heterogéneo, fundamenta o Autor que as deliberações sociais sejam entendidas “(...) como declarações de vontade da sociedade, emanadas de um órgão coletivo, destinadas a produzir efeitos, ainda que indiretamente (...)”. Todavia, uma doutrina minoritária⁸⁹ defende que a natureza jurídica das deliberações seja *sui generis*.

Tal direito, em regra, poderá ser exercido pelo próprio sócio ou, através de representação, por um terceiro.

⁸³ O que não se confunde com os votos por correspondência. Sendo estes permitidos, conforme os artigos 384.º, n.º 9 do CSC e 22.º, n.º 1 do CVM Sobre o tema, ver SANTOS, Gonçalo Castilho. *O Voto por Correspondência nas Sociedades Abertas*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, abril de 2000. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C07GoncaloCSantos.pdf>; e LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Voto por Correspondência e Realização Telemática de Reuniões de Órgãos Sociais*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários: Edição Especial, 15.º Aniversário CMVM*, n.º 24, novembro de 2006. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/608032e98c5c41289da4248cab523234Artigo9.pdf>.

⁸⁴ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Voto por Correspondência e Realização Telemática de Reuniões de Órgãos Sociais*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários: Edição Especial, 15.º Aniversário CMVM*, n.º 24, novembro de 2006. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/608032e98c5c41289da4248cab523234Artigo9.pdf>.

⁸⁵ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades*. 3.ª edição. Almedina, 2009, 239 e 240.

⁸⁶ CORDEIRO, António Menezes. *Manual de Direito das Sociedades: Volume I, Das Sociedades em Geral*. Almedina, 2004, 617.

⁸⁷ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades*. 3.ª edição. Almedina, 2009, 239.

⁸⁸ ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, 232.

⁸⁹ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades*. 3.ª edição. Almedina, 2009, 239, nota de n.º 67.

Segundo António Pereira de Almeida⁹⁰ este direito possui três subespécies, quais sejam:

- i) direito de ser convocado para assembleias gerais;
- ii) direito de assistir e intervir nas assembleias gerais; e
- iii) direito de voto.

Sobre o direito de ser convocado para assembleias gerais, temos que o mesmo é básico para que o sócio tenha o direito de proteger seus interesses e os da sociedade, assim, temos que as convocações deverão ser públicas afim de se atingir todos os sócios, conforme os artigos 375.º, n.º 4 do CSC e 377.º, n.º 5 do CSC.

Ademais, afim de se proteger todos os sócios, as assembleias deverão ser convocadas com uma antecedência mínima que garanta a igualdade de participação nestas de todos os sócios, conforme o artigo 377.º, n.º 4 do CSC.

Ainda conforme o artigo 56.º, n.º 1, al. a) do CSC serão consideradas nulas⁹² as decisões tomadas em assembleias não convocadas, exceto se ocorrer a presença ou representação de todos os sócios.

Também, revestem de uma certa formalidade as convocações de assembleias devendo as mesmas serem assinadas por aqueles que sejam competentes para tanto, além de conterem o mínimo de informação para que se dê sua satisfatória realização conforme os artigos 56.º, n.º 2; 375.º, n.º 1 e 3; e 377.º, n.º 1 e 5 do CSC.

Acerca do direito de assistir (real ou virtualmente) e intervir nas assembleias gerais, temos que para as sociedades anónimas, diferentemente do que ocorre nas sociedades por quotas⁹³, quanto ao primeiro não haja qualquer relativização, já quanto ao segundo, temos que aqueles acionistas que não possuam direito a votar, poderão, trata-se de uma cláusula estatutária, também, não possuir este, conforme o artigo 379.º, n.º 1 e 2 do CSC Assim, entende-se que em regra os acionistas sem direito de voto podem intervir em assembleias, salvo disposição expressa contrária⁹⁴.

⁹⁰ ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, 170.

⁹¹ Para outros autores trata-se de uma classificação binária em participação plena ou limitada. Entretanto, parece-nos mais correta a divisão tripartida feita por António Pereira de Almeida.

⁹² Sobre vícios nas deliberações, ver ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades*. 3.ª edição. Almedina, 2009, 443 ss.; MAIA, Pedro; RAMOS, Maria Elisabete; MARTINS, Alexandre Soveral; DOMINGUES, Paulo de Tarso; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (coordenação). *Estudos de Direito das Sociedades*. 9.ª edição. Almedina, 2008, 249 ss.

⁹³ Artigo 248.º, n.º 5 do CSC.

⁹⁴ O que atualmente se encontra bastante mitigado devido às necessidades das companhias se adequarem aos princípios de governo das sociedades.

Quanto aos acionistas que detenham o direito de voto, mas estejam impedidos ou inibidos de exercê-lo, temos que nem por isso perdem o direito a intervir nas deliberações a serem discutidas.

Inerente ao direito de assistir e intervir nas assembleias gerais está o direito à informação, assim, tem-se, conforme o artigo 379.º do CSC que deverão se fazer presentes nas assembleias gerais de acionistas os administradores, os membros do conselho fiscal ou do conselho geral e de supervisão e, na assembleia anual, os revisores oficiais de contas que tenham examinado as contas, pois só assim será possível a prestação de informações a todos os acionistas participantes das assembleias, conforme o artigo 214.º combinado com o 290.º do CSC.

De acordo com o artigo 380.º do CSC estes direitos poderão ser exercidos, também, através da representatividade⁹⁵ quando o sócio não deseje exercê-lo pessoalmente. O representante, a priori, poderá ser qualquer pessoa capaz, exceto aquelas do artigo 381.º, n.º 2 da mesma norma.

2.3. Do direito de voto

Encontra-se tipificado no artigo 55.º, n.º 3, al. b) do CVM e no artigo 384.º do CSC Trata-se do mais importante entre os direitos que os sócios possuem de participar nas deliberações sociais. É visto pela doutrina como o ápice do direito que o sócio tem de intervir na administração da sociedade.

É considerado um direito fundamental, embora não seja um direito inerente à qualidade de sócio, e, nas palavras de António Pereira de Almeida⁹⁶, “(...) que nunca é definitivamente afastado (...)”.

Resta definir se os votos têm natureza jurídica de declaração de vontade ou de negócio jurídico. Parte da doutrina defende que o voto não seja negócio jurídico, o fazem baseando-se no facto de o voto não produzir efeitos, estes são produzidos pela deliberação, tendo, então, o voto natureza de declaração de vontade.

Segue tal linha de pensamento Alexandre Soveral Martins e Maria Elisabete Ramos⁹⁷ para os quais a natureza jurídica do voto é discutida na doutrina entre uma declaração de vontade ou de verdade. Assumindo os referidos Autores que

⁹⁵ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades*. 3.ª edição. Almedina, 2009, 250 ss.

⁹⁶ ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*. 6.ª edição. Coimbra Editora, 2011, 176.

⁹⁷ MAIA, Pedro; RAMOS, Maria Elisabete; MARTINS, Alexandre Soveral; DOMINGUES, Paulo de Tarso; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (coordenação). *Estudos de Direito das Sociedades*. 9.ª edição. Almedina, 2008, 144.

suas posições seja de que se trate de uma declaração de vontade sem constituir um negócio jurídico.

Todavia, outra parte da doutrina, dentre os quais temos Oliveira Ascensão⁹⁸, afirma que a par dos efeitos do voto somente serem perceptíveis através da deliberação, tem-se que os sócios ao manifestarem suas vontades procuram atingir aquele efeito. Logo, teria o voto uma natureza de negócio jurídico, em regra, pois há, exceções, casos em que o voto terá natureza declaratória. Acompanhamos esta segunda vertente.

O direito de voto, em respeito ao princípio da proporcionalidade, ou capitalístico, é inerente a participação social do sócio, assim, temos que para cada ação se atribui um voto⁹⁹, conforme artigo 384.º, n.º 1 do CSC, salvo quando o estatuto obrigue a um situação de agrupamento na forma do artigo 384.º, n.º 2, al. a) do CSC ou quando estabeleça que não sejam contados votos¹⁰⁰, emitidos por um só acionista, em nome próprio ou também como representante de outro, acima de determinado número, conforme o artigo 384.º, n.º 2, al. b) do CSC.

O voto não poderá ser fracionado, em o sendo, será considerado nulo todos os votos exercidos pelo acionista acerca de uma deliberação. Assim, temos que o artigo 385.º CSC consagrou o princípio da unidade de voto. Devendo-se atentar ao facto de que no caso de representação ser cabível que o acionista vote de forma(s) diversa(s) em relação as suas ações e as de seu(s) representado(s), conforme o artigo 385.º, n.º 2 do CSC.

O direito de voto pode ser exercido por correspondência, conforme artigos 22.º do CVM, 377.º, n.º 5, al. f) e 384.º, n.º 9, ambos do CSC Ou, ainda, por meios telemáticos¹⁰¹, conforme artigo 377.º, n.º 6 do CSC.

Há acionistas que não possuem o direito de voto, há aqueles que os possuam, mas estejam impedidos ou inibidos ou impossibilitados de exercê-lo.

Todavia, no caso de ações sem direito de voto¹⁰², há uma situação de exceção a regra de não votar, conforme o artigo 342.º, n.º 3 do CSC, assim, passará a possuir

⁹⁸ ASCENSÃO, José de Oliveira. *Direito Comercial: Sociedades Comerciais – Parte Geral*, volume IV. Lisboa, 2000, 407.

⁹⁹ Contudo, resta proibido o voto plural, conforme o artigo 384.º, n.º 5 do CSC, salvo nos casos do artigo 531.º do CSC Para maiores informações: COELHO, Eduardo de Melo Lucas. *Direito de Voto dos Acionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*. Lisboa. Editora Rei dos Livros, 1987, 58 ss.

¹⁰⁰ Aqui não há que se falar em uma limitação subjetiva a determinado acionista.

¹⁰¹ Ver supra notas de n.º 84 e 85.

¹⁰² Em verdade, conforme o artigo 389.º do CSC, não seria correto afirmar que há ações sem direito de voto, mais correto é dizer que há ações com direito de voto a ser exercido somente em assembleias especiais de acionistas, ou ações sem direito de voto para assembleias gerais.

o direito de voto o acionista preferencial que originalmente não o tenha quando o dividendo prioritário não for integralmente pago durante dois exercícios sociais.

Os casos de inibição do direito de voto se devem a uma falta cometida pelo sócio, assim, constitui esta inibição verdadeira sanção e poderá se dar nos seguintes casos:

- i) a partir da mora na realização de entradas de capital e enquanto esta durar (conforme artigo 384.º, n.º 4 do CSC);
- ii) quando do regime de subscrição, aquisição e detenção de ações, enquanto as ações pertencerem à sociedade dependente (conforme artigo 325.º-B, n.º 3 do CSC);
- iii) quando não informada à sociedade uma participação qualificada (conforme artigos 16.º, n.º 7 do CVM e 485.º, n.º 3 do CSC); e
- iv) quando do incumprimento do dever de lançar OPA qualificada (conforme artigo 192.º, n.º 1 e 4 do CVM).

Já quanto aos casos de impedimentos do direito de voto em sociedades abertas, temos que estes ocorrem quando da existência de um conflito de interesses¹⁰³, objetivamente avaliados, entre o sócio e a sociedade. Tipificado no artigo 384.º, n.º 6 e 7 do CSC, temos que o rol do número seis não seja taxativo, assim, é cabível a existência de outras situações que gerem o impedimento desde que previstas em lei, conforme o artigo 21.º, n.º 1, al. b) do CSC.

Caso o sócio impedido vote, este será considerado nulo, conforme o artigo 56.º, n.º 1, al. d) do CSC.

Há a impossibilidade de exercer o direito de voto quando as ações estejam sobre o regime de ações próprias, quando fica suspenso o direito de votar, conforme o artigo 324.º, n.º 1, al. a) do CSC.

Importante observar o que dita o artigo 386.º, n.º 5 do CSC, segundo este, os votos dos sócios que se encontrem em uma das situações supra mencionadas não integram aquele cálculo.

Temos que, conforme Armando Manuel Triunfante¹⁰⁴, salvo quando a lei assim o prever, não poderá haver limites ao uso do direito de voto, uma vez que este é um direito individual, irrenunciável e inderrogável.

O direito de voto também pode ser exercido por outrem que não o titular do direito através de representação, conforme o artigo 380.º do CSC combinado com o artigo 381.º, n.º 1 e 2 da mesma norma.

¹⁰³ CÂMARA, Paulo et al. *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Balanço a Partir da Crise Financeira*. Almedina, 2010.

¹⁰⁴ TRIUNFANTE, Armando Manuel. *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas: Direitos Individuais*. Coimbra Editora, 2004, 95 ss.

Por fim, temos que para a teoria institucionalista pura o direito de voto deveria refletir puramente os interesses da sociedade. Já a teoria mista assevera que o direito de voto deverá refletir os interesses sociais e os dos sócios, prevalecendo aqueles ante estes quando de um conflito, o que nos parece ser o mais correto, vide os casos de impedimento.

Assim, pode-se afirmar que o direito de voto é um direito cujo exercício é usufruído pela sociedade e pelo sócio, porém, sobrepõe-se os interesses sociais aos deste.

3. Da suspensão voluntária as restrições ao exercício do direito de voto

3.1. *Da estratégia anti-OPA*

A OPA hostil é um processo que procura modificar o controlo social sem que haja a aceitação do presente controlador. Assim, torna-se quase imperioso a adoção de estratégias e medidas¹⁰⁵ que busquem evitar tal facto.

A administração das sociedades deve atentar, sempre, a manobras, que procurem enfraquecer o domínio da sociedade, anteriores a própria OPA.

Nesta linha, o CVM em seu artigo 16.º, n.º 1 e 2 e o CSC em seu artigo 448.º, n.º 1 e 2 tornam obrigatório que aquele que passar a adquirir uma participação qualificada deva informar¹⁰⁶ o facto a CMVM e a sociedade participada. O mesmo vale para aqueles que constam no artigo 20.º, n.º 1 do CVM; ao cônjuge, independente do regime matrimonial de bens, não separado judicialmente; aos descendentes de menor idade; às pessoas em cujo nome as ações ou obrigações se encontrem, tendo sido adquiridas por conta do acionista em causa; e a sociedade de que o acionista em causa seja sócio de responsabilidade ilimitada, exerça a administração ou possua, pelo menos, metade do capital social ou dos votos correspondentes.

Trata-se, em verdade, de uma maneira da sociedade manter-se sempre informada acerca da participação social, independente de as ações serem nominativas ou ao portador registadas.

Os limites supra previstos podem ser alterados, de tal forma que sejam inferiores, pelo próprio estatuto.

Estratégia comum, também, é a sociedade emitir ações com dividendos privilegiados, porém com a limitação ou inexistência do direito de voto. Quando

¹⁰⁵ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *As Medidas Defensivas Contra uma Oferta Pública de Aquisição Hostil*, in *Direitos dos Valores Mobiliários*, volume VII. Coimbra Editora, 2007.

¹⁰⁶ SANTOS, Hugo Moredo. *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*. Almedina, 2011, 49 ss.

se limita o direito de voto impede-se que o interessado venha a obter o domínio da sociedade através da OPA. Quando inexistente direito de voto, como já vimos, não há que se falar em controlo social¹⁰⁷.

Cabe observar que em sociedades abertas, em regra, o capital social encontra-se muito disperso, sendo óbvio que o domínio da sociedade será exercido, possivelmente, por alguém que não possua a maioria do mesmo.

Assim, em regra, são feitos acordos parassociais que asseguram a percentagem do capital necessária para o exercício do domínio. Para garantir a estabilidade necessária desta medida, adota-se a estratégia de limitação ou dificuldade da transmissão das ações deste bloco ou são instituídos direitos de preferência.

Torna-se atraente ao bloco a criação de um “núcleo duro” que será responsável pela gestão social.

Caso este “núcleo duro” não possua a maioria dos votos do capital social, afim de que ele seja protegido e possa exercer livremente o domínio social, mais uma vez será necessário realizar acordos parassociais e adotar outras medidas protetivas, tais quais a criação de uma sociedade gestora de participações sociais (SGPS) não cotada com a finalidade de se transmitir as ações ou a adoção de cláusulas estatutárias que estabeleça maiorias qualificadas, que só possam ser atingidas com a participação do “núcleo duro”, superiores às legalmente estabelecidas para a adoção de certas deliberações que possam por em risco a estabilidade do domínio exercido por este “núcleo duro”. Desincentivando, então, possíveis OPAs hostis.

Outra estratégia anti-OPA trata-se da OPA concorrente, a qual busca desestimular uma OPA hostil através da concorrência com uma OPA amigável.

Enfim, são inúmeras as possíveis estratégias a serem adotadas afim de se evitar uma OPA hostil.

3.2. Do regime atual da suspensão voluntária de eficácia de restrições ao exercício dos direitos de voto

Visando desestimular ou até impossibilitar as adoção de estratégias anti-OPA devem ser observadas as regras presentes na Diretiva das OPA e os princípios da governança corporativa. Posto que tais estratégias conforme entendimento de Luís Menezes Leitão¹⁰⁸ refletem diretamente no livre funcionamento do mercado e, logicamente, nas operações de *takeover*.

¹⁰⁷ Ver infra, ponto 3.2. o regime actual.

¹⁰⁸ LEITÃO, Luís Menezes. *As Medidas Defensivas Contra uma Oferta Pública de Aquisição Hostil in O Direito*, ano 138.º, III. 2006, 457 ss.

A Diretiva das OPA inovou em seu artigo 11.º ao introduzir a *breakthrough rule* no direito societário europeu, tal norma procura dificultar a tomada de medidas anti-OPA nas sociedades que assim o queiram fazer.

Segundo Paulo Olavo Cunha, de maneira deveras crítica, sobre a *breakthrough rule*:

*Trata-se de um preceito de difícil compreensão, com uma redação pouco feliz, sem paternidade reconhecida e que grande parte das pessoas com conhecimentos especializados tem dificuldade em compreender*¹⁰⁹.

A Diretiva das OPA para ser aceita¹¹⁰ teve que conciliar diversas posições, assim, embora, induza os Estados-membros a internalizarem o regime da *breakthrough rule* quando do artigo 11.º, flexibiliza que os mesmos, no âmbito de sua legislação interna, optem por aplicar a *breakthrough rule* de forma facultativa às sociedades, conforme o artigo 12.º. Logo, temos que a *breakthrough rule* não possui a imperatividade de proibir as restrições estatutárias, mas, antes, aconselha que o façam.

É de se atentar ao facto de que a Diretiva das OPA, conforme seu artigo 20.º, encontra-se neste exato momento em processo de revisão.

A Diretiva das OPA foi transposta para o ordenamento jurídico nacional através do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de novembro. Prevalecendo o princípio da liberdade de circulação de capitais ante a autonomia privada. Assim, o artigo 182.º-A do CVM inova ao introduzir no ordenamento jurídico pátrio a suspensão voluntária de eficácia de restrições ao exercício dos direitos de voto¹¹¹. Este artigo surge da transposição para o direito nacional dos artigos 11.º e 12.º da Diretiva das OPA.

Baseado no modelo previsto na Diretiva das OPA, o legislador nacional deu preferência a pressão dos mercados como instrumento para evitar a eternização das cláusulas restritivas, razão da norma não ser imperativa.

Desta forma, o mercado e a concorrência¹¹² entre as sociedades em captar recursos de capital ao menor custo, levaria as sociedades, de per si, a eliminar ou

¹⁰⁹ CUNHA, Paulo Olavo. *A Breakthrough Rule e o Paradoxo da Blindagem Societária*. Jornal de Negócios. Lisboa, Quarta-feira 9 de janeiro 2008, 36.

¹¹⁰ Sobre o histórico da Diretiva das OPA, ver CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Almedina, 2009, 628 ss.

¹¹¹ Não somente quanto a este direito, mas também a suspensão voluntária as restrições à transmissão das ações e aos direitos especiais de designação e destituição de elementos do órgão de administração.

¹¹² ARAÚJO, Fernando. *Introdução à Economia*. 3.ª edição. Almedina, 2005, 313 ss. RODRIGUES, Vasco. *Análise Económica do Direito: Uma Introdução*. Almedina, 2007, 157 ss.

suspender a eficácia das restrições estatutárias e contratuais elencadas no artigo 11.º da Diretiva das OPA. Assim, cabe às sociedades o direito de inserir ou não a *breakthrough rule* nos seus Estatutos.

Constitui estratégia defensiva comum as sociedades emitirem ações com restrições do direito de voto. Quando se restringe o direito de voto tenta-se impedir que um possível interessado venha a obter o domínio da sociedade através da OPA.

A existência de restrições ao exercício do direito de voto afeta inclusive quando da pendência da OPA, pois a assembleia geral, conforme o artigo 182.º, n.º 3, al. b) do CVM e artigo 9.º da Diretiva das OPA, pode deliberar, dentre outras deliberações, sobre a adoção de medidas defensivas. O que poderá acarretar no insucesso da OPA.

Assim, o artigo 11.º da Diretiva das OPA proíbe o uso de tal estratégia quando prescreve o veto ao uso de limitações estatutárias ao direito de voto.

Crê-se que as sociedades que adotem tal veto tendem a ter seus valores mobiliários valorizados, dado o facto de que só através do preço destes será possível impedir uma OPA hostil. O que resta evidente ser excelente para os sócios.

Entretanto, o Instituto Português de Corporate Governance assevera que tal ideia pode não ser compatível com a tutela de outros interesses, assim, temos que:

(...) de outros pontos de vista e para a tutela de outros interesses – dos acionistas, da defesa de determinada política económica, da salvaguarda de estabilidade social-laboral, etc. –, a supressão daqueles mecanismos pode ter consequências mais variadas e de avaliação bastante mais complexa, que não-de variar consoante as circunstâncias em que surja (a situação do mercado de capitais, as condições financeiras, a estrutura acionista das sociedades, etc.)¹¹³.

O artigo 182.º-A do CVM procura promover a suspensão voluntária de medidas anti-OPA¹¹⁴. Logo, é possível que as sociedades, em termos não imperativos, exerçam tal suspensão em seus estatutos.

Deste modo temos que as restrições ao exercício do direito de voto estatutárias ou previstas em acordos parassociais ficam suspensas, não produzindo efeitos na assembleia geral que discuta a OPA, conforme o artigo 182.º-A, n.º 1, b) do CVM

Ou seja, durante o período de aceitação de uma OPA, as limitações existentes em matéria do exercício do direito de voto não são eficazes, ficando, assim, todos

¹¹³ Resposta à Consulta Pública sobre o “Anteprojecto de Alteração ao Artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários sobre restrições à transmissão de ações e ao exercício do direito de voto nas sociedades abertas”, 3. Disponível em http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/resposta_consulta_publica_20110906.pdf.

¹¹⁴ Dentre as quais, além daquela objeto do presente Estudo, que sejam aplicadas ao oferente as restrições relativas à transmissão de ações e o exercício de direitos especiais de designação ou de destituição de membros do órgão de administração da sociedade visada.

os sócios habilitados a votar na assembleia que discuta possíveis medidas defensivas a serem adotadas pela sociedade visada.

Em se tratando do caso de uma OPA na qual o interessado atinja pelo menos 75% do capital social com direito de voto, ao oferente não se aplicam as restrições relativas ao exercício do direito de voto estatutárias ou previstas em acordos parassociais ou com a sociedade, conforme o artigo 182.º-A, n.º 1, c) do CVM. Deve-se cumular este artigo com o artigo 182.º-A, n.º 2 do CVM.

Assim, temos que para o oferente que tenha adquirido ao menos três quartos do capital social com direito de voto não lhe são oponíveis as restrições ao exercício de direitos de voto. Para o efeito, o oferente deve ter o direito de convocar uma assembleia, desde que seja convocada pelo menos com duas semanas de antecedência.

As sociedades que não exerçam integralmente esta opção não podem estabelecer um quórum deliberativo superior a 75% dos votos emitidos para a alteração ou eliminação das restrições referentes à transmissão ou ao exercício do direito de voto.

O CVM destinou às sociedades, a opção em se adotar voluntariamente a *breakthrough rule*. Contudo, o Código não fica indiferente no que tange as sociedades que não adotam o regime, tendo disposto no artigo 182.º-A, n.º 2 para o caso de a *breakthrough rule* não ser adotada voluntariamente.

Conforme Paulo Olavo Cunha:

*Nunca podem é ir para além delas, dada a sua natureza imperativa. Assim, se a regra estatutária a criar extravasar os limites da norma legal, ela será nula, podendo a nulidade ser suscitada por qualquer interessado, designadamente por um acionista ou pela própria CMVM, como autoridade de supervisão do mercado*¹¹⁵.

Assim, o artigo 182.º-A, n.º 2 do CVM tem a função de impedir a perpetuação de cláusulas sociais com medidas defensivas. Destacando o princípio da livre circulação de capitais.

Contudo, parece-nos que o quórum mencionado de 75 % do capital social com direito de voto é considerado bastante elevado, o que dificulta a materialização da norma. Uma vez que nos parece difícilimo que quando for este o limite estipulado se consiga atingí-lo, ainda que as ações com direito a voto estejam dispersas a nível de não haver uma concentração notória.

Tem-se que o artigo 182.º-A, n.º 3 do CVM acolhe o princípio da reciprocidade, também presente no artigo 12.º da Diretiva das OPA. Assim, temos que a sociedade visada que preveja em seus estatutos ou acordos parassociais a

¹¹⁵ CUNHA, Paulo Olavo. *A Breakthrough Rule e o Paradoxo da Blindagem Societária*. Jornal de Negócios. Lisboa, Quarta-feira 9 de janeiro 2008, 36.

suspensão das restrições ao exercício do direito de voto ao se ver diante de uma OPA em que a sociedade oferente não esteja sujeita a mesma regra ou que seja controlada¹¹⁶, direta ou indiretamente, por uma sociedade que não se sujeite à mesma regra, poderá não aplicar tal suspensão, estando dispensada de seguir o regime. Mantendo-se as restrições ao exercício dos direitos de voto.

Ao passo que o artigo 182.º-A, n.º 4 do CVM dita ser o oferente responsável pelos danos causados pela suspensão de eficácia de acordos parassociais integralmente divulgados até a data da publicação do anúncio preliminar. Ora, tal norma pode ser interpretada como uma medida defensiva, o que não faz o menor sentido no contexto do artigo em cotejo, pois tende a dificultar uma OPA pela possibilidade de se constituírem indemnizações.

Em contraposto, o legislador foi mais feliz no artigo 182.º-A, n.º 5 do CVM segundo o qual fica eximida a responsabilidade pelos danos causados aos acionistas que tenham votado favoravelmente as alterações estatutárias para efeitos do 182.º-A, n.º 1 do CVM e as pessoas que com eles se encontrem em alguma das relações previstas no artigo 20.º do mesmo diploma. O que, nos parece, respeitar a lógica do artigo, qual seja, a de facilitar o sucesso das OPA.

Acerca do artigo 182.º-A, n.º 6 do CVM, este consagra o princípio da publicidade ao ditar que a aprovação de medidas que suspendam as restrições ao exercício do direito de voto devam ser divulgadas à CMVM e ao público.

Sobre as cláusulas estatutárias presentes no artigo 182.º-A, n.º 1 do CVM, conforme o artigo 182.º-A, n.º 7 do CVM, poderão vigorar por um prazo máximo de 18 meses, sendo renováveis através de nova deliberação da assembleia geral.

Em relação a este, temos que tal período impõe-se demasiado curto, expondo constantemente o investidor a médio e longo prazo aos perigos de que ocorra uma alteração e o mesmo veja uma desvalorização de seu investimento.

Em relação ao artigo 182.º-A, n.º 8 do CVM dita que as suspensões voluntárias as restrições ao exercício do direito de voto não se aplicam no caso de um Estado membro ser titular de valores mobiliários da sociedade visada que lhe confira direitos especiais.

Segundo Paulo Câmara¹¹⁷ esta norma é fundamentada devido a convicção de que os direitos especiais dos Estados devam ser imunes aos jogos deliberativos das sociedades.

Ora, acompanhando ainda o referido autor, temos que não é aceitável esta lógica, pois “a exclusão dos direitos estatais não surge como uma inevitabilidade no plano das escolhas de política legislativa”¹¹⁸ e “a solução é permeável a críticas

¹¹⁶ Conforme artigo 21.º do CVM.

¹¹⁷ CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Almedina, 2009, 633.

¹¹⁸ Idem.

porque não deixa de fora apenas os direitos especiais do Estado, mas todas as sociedades em que o Estado detenha participações com direitos especiais. Ainda que o estado não seja o único sujeito a beneficiar de vantagens especiais, tais sociedades passam a constituir um grupo à parte, onde a auto-suspensão de defesas é impenetrável”¹¹⁹.

Ainda podemos afirmar que tal prática encontra-se contrária a lógica contemporânea de que não são cabíveis direitos especiais¹²⁰ aos Estados que não aqueles que sejam comum a todos os sócios de uma sociedade. Caminhando esta norma em sentido completamente oposto as boas práticas de governo das sociedades.

Como nos informa Marta Reis¹²¹, algumas das principais sociedades portuguesas possuem restrições aos direitos de voto, assim, temos que:

- i) as regras de blindagem causaram o fracasso da OPA hostil da Sonae sobre a Portugal Telecom (PT)¹²² em 2007;
- ii) os estatutos do BCP restringem os direitos de voto a 20% do capital social, um sócio que detenha uma participação superior não vê reconhecidos estes votos. Restringem, ainda, os votos dos acionistas que, quando de uma OPA “cooperem ativamente com o oferente tendo em vista assegurar o êxito da oferta”;
- iii) os estatutos da EDP restringem os direitos de voto a 5% do capital social. da EDP, o que procura impedir uma OPA hostil sobre a EDP;
- iv) os estatutos da Zon Multimedia restringem os direitos de voto a 10% do capital social¹²³; e
- v) os estatutos do BPI restringem os direitos de voto a 20% do capital social¹²⁴.

¹¹⁹ Ibidem.

¹²⁰ MADEIRA, Paulo Miguel. *Tribunal de Justiça europeu considera ilegal a golden share do Estado Português na PT*. Lisboa, 8 de julho de 2010. Disponível em http://economia.publico.pt/Noticia/tribunal-de-justica-europeu-considera-ilegal-a-goldenshare-do-estado-portugues-na-pt_1445778. SIMÕES, Sandra Almeida. *Golden share. Saída do Estado das empresas ressuscita debate sobre centros de decisão nacional*. Lisboa, 13 de junho de 2011. Disponível em <http://www.ionline.pt/interior/index.php?p=news-print&idNota=129947>. GARRIDO, Helena. *Santa troika*. Lisboa, 26 de agosto de 2011. Disponível em http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS_V2&id=503155.

¹²¹ REIS, Marta. *Nova lei facilita OPA sobre as empresas cotadas*. Lisboa, 18 de agosto de 2011. Disponível em http://mobile.economico.pt/noticias/nova-lei-facilita-opa-sobre-as-empresas-na-bolsa-de-lisboa_124813.html.

¹²² Na PT existe uma limitação dos direitos de voto a um máximo de 10%, independentemente do capital detido por cada acionista.

¹²³ O principal acionista, a Caixa Geral de Depósitos, detém, atualmente, o equivalente a 12% do capital social.

¹²⁴ O principal acionista, o Criteria CaixaCorp, detém, conforme janeiro de 2011, o equivalente a 30,1% do capital social.

3.3. *Breve análise do anteprojeto de alteração ao artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários*

Recentemente, a CMVM submeteu a consulta pública um anteprojeto de alteração ao artigo 182.º-A do CVM¹²⁵ com o objetivo de rever as regras relativas as restrições à transmissão de ações e ao exercício do direito de voto nas sociedades abertas.

O que nas palavras do Instituto Português de Corporate Governance não faz o menor sentido:

*Acresce, ainda – e este ponto afigura-se especialmente relevante –, que a Diretiva das OPAs se encontra em fase de revisão (por força do disposto no seu artigo 20.º). Ora, afigura-se absolutamente extemporâneo introduzir uma significativa alteração de regime como a que se propõe, quando, a breve trecho, poderá vir a ser alterado (e não sabemos em que sentido, nem em que medida) o regime europeu atual. Faz sentido alterar o regime que transpôs uma diretiva, no momento em que esta se encontra em fase de revisão?*¹²⁶.

A nosso ver, interpretamos tal anteprojeto muita mais como uma medida de estímulo económica face a atual crise, daí que se proceda a esta proposta de alteração, ainda que a nível da União Europeia se esteja discutindo a Diretiva das OPA.

Passaremos a analisar algumas das mudanças apresentadas neste anteprojeto, especificamente, aquelas que de alguma forma interferem no direito de voto.

Como vimos, as restrições ao exercício do direito de voto poderão acarretar o insucesso de uma OPA e poderá se dar no momento da assembleia geral ou do apuramento do resultado. Conforme as razões do anteprojeto¹²⁷ há a necessidade de “salvaguardar o poder decisório dos acionistas e do princípio da proporcionalidade entre o controlo e o capital – por via da neutralização das restrições transmissivas e relativas ao exercício do direito de voto – não apenas na fase da aceitação, mas igualmente na assembleia geral convocada para deliberar sobre a adoção de medidas defensivas, na pendência da oferta”

¹²⁵ Disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Documents/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVMpdf.

¹²⁶ Cf. Resposta à Consulta Pública sobre o “Anteprojecto de Alteração ao Artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários sobre restrições à transmissão de ações e ao exercício do direito de voto nas sociedades abertas”, 5. Disponível em http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/resposta__consulta_pblica_20110906.pdf.

¹²⁷ Consulta Pública sobre Anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários, 6. Disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Documents/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVMpdf.

Segundo este anteprojeto¹²⁸, apesar da escolha do legislador pela não imperatividade da norma, até o momento, nenhuma sociedade em Portugal deliberou sobre a *breakthrough rule* e, muito menos, a adotou voluntariamente.

Razão pela qual o anteprojeto exclui do título do artigo 182.º-A do CVM o termo “voluntária”, passando a norma da suspensão das restrições ao exercício do direito de voto a ser mandatária. O que, comungando com a lógica do anteprojeto, pensamos ser a melhor forma de se chegar ao objetivo de inibir as restrições ao livre exercício do direito de voto, ressaltamos que pode ser considerado por alguns como arbitrário e limitador da soberania dos sócios em exercer via voto sua escolha pela adoção ou não de tal regra.

Muito bem vinda, nos parece, é a proposta de modificação do artigo 182.º-A, n.º 2 do CVM reduzindo o limite referido para dois terços do capital social com direito a voto, adequando-se ao limite de maioria para alterações do estatuto disposto no artigo 386.º, n.º 3 do CSC

Assim temos que o artigo 182.º-A, n.º 3 do anteprojeto se mostra mais condescendente a alcançar os impactos desejados e em materializar o preceito previsto no artigo 182.º-A, n.º 2 do CVM

Conforme as próprias razões do anteprojeto¹²⁹, parece-nos um absurdo que “um oferente que pague um prêmio de controlo aos acionistas e que adquira pelo menos 2/3 do capital com direitos de voto de uma sociedade, através de oferta pública, não consiga provocar uma alteração estatutária na sociedade que adquiriu, de modo a eliminar os limites aos direitos de voto, por os seus votos, por exemplo, não se contarem acima de 10% ou 20% do total do capital com direito de voto, ou que lhe sejam oponíveis direitos especiais relativos à composição do órgão de administração”.

Segundo o anteprojeto¹³⁰ o fundamento para um novo artigo 182.º-A, n.º 3 do CVM seria que em “não sendo aplicável a regra de *breakthrough* após o prazo da oferta é necessário evitar que o oferente fique indefinidamente sujeito aos inconvenientes (...) decorrentes da existência de tais limitações, particularmente nas situações em que a sociedade visada é uma sociedade aberta, estando sujeita ao regime da OPA obrigatória, ou seja, quando o lançamento da oferta não

¹²⁸ Consulta Pública sobre Anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários, 6. Disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Documents/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVMpdf.

¹²⁹ Consulta Pública sobre Anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários, 5. Disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Documents/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVMpdf.

¹³⁰ Consulta Pública sobre Anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários, 6. Disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Documents/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVMpdf.

depende exclusivamente da vontade do oferente. Em consequência, no presente projeto propõe-se que caso os estatutos das sociedades abertas prevejam limitações ao número de votos que podem ser detidos ou exercidos pelos acionistas devem igualmente prever a sujeição periódica (pelo menos de cinco em cinco anos) das mesmas, em termos da sua manutenção ou revogação, a deliberação dos acionistas, sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal e na qual tais limitações não funcionem.”

O artigo 182.º-A, n.º 5 do anteprojecto trata do direito a reciprocidade, como se percebe de sua leitura esta, diferentemente da redação atual, limita a reciprocidade, não há mais que se falar em reciprocidade quando a restrição existente da oferente ou a sociedade que a controle for referente ao exercício do direito de voto.

Evidente é que não há mais esta menção uma vez que só desta maneira se fica garantido o direito de voto a todos os sócios que os possua. Diferentemente do que ocorre no regime atual, quando caso a oferente ou a sociedade que a controle restrinja tal direito, poderá a visada, por reciprocidade, também o fazer, o que, nos parece, ser totalmente o oposto do que pretendia a Diretiva das OPA.

Ainda, devemos perceber que um direito de reciprocidade ilimitado tende a limitar os direitos que os sócios têm de decidir sobre o futuro da sociedade e de seus próprios interesses. Assim, nos lembra bem o anteprojecto¹³¹ que “o lançamento de uma contra-oferta sobre o oferente tem de ser aprovado pelos acionistas da sociedade visada, dado o disposto no artigo 182.º do CVM, o que permite assegurar o cumprimento do disposto no n.º 5 do artigo 12.º da Diretiva, o qual exige que quaisquer medidas tomadas pela sociedade visada em termos de reciprocidade se fundem em autorização dos acionistas concedida no máximo 18 meses antes da divulgação da oferta inicial.”. Informa ainda que¹³² “A aplicação geral de uma regra de reciprocidade ilimitada poderá privar, afinal, os acionistas da possibilidade de julgarem o mérito da oferta.”

O artigo 182.º-A, n.º 6 do anteprojecto trata do regime de indemnização por eventuais prejuízos que venham sofrer os acionistas com direitos especiais, cabendo, a nós, analisar a ressalva final, assim temos que o oferente não está obrigado a indemnizar a suspensão aos limites ao exercício dos direitos de voto, desde que estes não se constituam direitos especiais.

¹³¹ Consulta Pública sobre Anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários, 7. Disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Documents/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVMpdf.

¹³² Idem, 8.

Aqui, sobre este regime de indemnização, nos valem da resposta do Instituto Português de Corporate Governance à Consulta Pública 3/2011, segundo a qual:

*A indemnização segundo critérios de equidade introduz uma aleatoriedade nos custos de uma OPA que dificilmente o oferente estará disposto a aceitar ou, melhor, que este não deixará de repercutir no preço, baixando-o: é desejável este efeito? Não seria preferível estabelecer, pelo menos, um valor máximo? De resto, o regime da indemnização suscita demasiadas dúvidas: será credor de indemnização o acionista que aliena as suas ações ou somente aquele que, sendo parte do acordo, não tiver alienado? O eventual sobre-preço pago no âmbito da OPA releva para efeitos do cálculo da indemnização? Qual, exatamente, o dano a indemnizar? O oferente não tem de caucionar o pagamento da indemnização? Podem ser interpostas tantas ações judiciais para pagamento da indemnização quantas as partes num acordo parassocial? E podem vir a ser proferidas decisões absolutamente discrepantes, nomeadamente no que toca ao montante da indemnização arbitrada?*¹³³.

Do exposto, percebe-se que comete uma falha o anteprojeto ao não definir a aplicação da nova lei no tempo. Em não havendo a devida estipulação, nos encontraremos em evidente situação de insegurança jurídica por não sabermos se o novo artigo será aplicado a contratos já celebrados antes da sua entrada em vigor? Assim, nos apoiando na experiência espanhola, somos favoráveis a *vacatio legis* de um ano a contar da entrada em vigor do novo artigo 182.º-A do CVM.

Por fim, não poderia haver, conforme nossa opinião, melhor definição do que representa este anteprojeto para os sócios senão aquela emanada por Marta Reis, segundo quem:

*O foco no acionista é também um ponto fulcral no anteprojeto. Com o fim das limitações ao exercício dos direitos de voto, cada um passa a poder votar a oferta com a percentagem de capital representativa do investimento que fez. Ou seja, um acionista que detenha 21% do capital de uma sociedade cotada que tem um limite ao exercício de direito de voto de 10%, passará a poder votar com a totalidade do capital em caso de OPA, porque a restrição em causa ficará suspensa*¹³⁴.

¹³³ Cf. Resposta à Consulta Pública sobre o “Anteprojecto de Alteração ao Artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários sobre restrições à transmissão de acções e ao exercício do direito de voto nas sociedades abertas”, 6. Disponível em http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/resposta__consulta_pblica_20110906.pdf.

¹³⁴ REIS, Marta. *Nova lei facilita OPA sobre as empresas cotadas*. Lisboa, 18 de agosto de 2011. Disponível em http://mobile.economico.pt/noticias/nova-lei-facilita-opa-sobre-as-empresas-na-bolsa-de-lisboa_124813.html.

Conclusão

A partir do conteúdo apresentado neste estudo, o qual teve como objeto principal a análise do anteprojeto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários e como objetos secundários procurar entender a importância do exercício do direito de voto no âmbito de uma OPA, podemos chegar a conclusão que agora segue.

Para tanto, perguntou-se seria o artigo 182.º-A do Código de Valores Mobiliários uma norma suficiente para garantir que diante de uma oferta pública de aquisição estejam todos os seus sócios em igualdade de condição para exercerem de maneira autónoma e consciente seu direito de voto?

Conforme pode ser observado no terceiro capítulo deste trabalho académico, não foi comprovada nossa resposta provisória de que nossos legisladores foram sim competentes em, através do artigo em cotejo, preservar os sócios no que tange a livre escolha destes em exercer um direito de aderir ou não a uma oferta pública de aquisição, preservando seus interesses pessoais ante um possível interesse divergente da administração de uma sociedade.

Indo além, nossos legisladores ao transporem o artigo 11.º da Diretiva das OPA não tiveram o cuidado de observar a situação fática do capital social das sociedades portuguesas e perceber que, como redigido, o artigo 182.º-A do CVM nunca seria materializado, permanecendo como mera “ficção jurídica”.

O preceito adotado no artigo 182.º-A do CVM acerca da restrição ao exercício de direito de voto, seja através de um contrato social ou via um acordo parassocial, como o é atualmente, parece-nos limitado. Talvez fosse o caso do legislador nacional ter ido além do disposto na Diretiva das OPA e ter adicionado à norma outras situações que influenciam diretamente no controlo de uma sociedade, como por exemplo o caso das estruturas piramidais de domínio dentre outras.

Como vimos, o CVM estabeleceu que ficaria a critério das sociedades, pressionadas pelo mercado e pela concorrência, em adotar voluntariamente a *breakthrough rule*. Todavia, também, o Código se preocupou em proteger os interesses dos sócios minoritários ao dispor no artigo 182.º-A, n.º 2 do CVM para os casos de não adoção voluntária da *breakthrough rule*.

Passados cinco anos da transposição da *breakthrough rule* para o direito pátrio, surge o anteprojeto que procura estimular a competitividade do mercado de controlo societário. No que concerne as cláusulas restritivas ao exercício do direito de voto procura o anteprojeto clarificar as sociedades abertas, aos investidores, aos intervenientes no mercado e ao público em geral para a necessidade de se adotar de modo inequívoco a suspensão destas, afim de se obter uma melhor capitalização das sociedades nacionais.

Como vimos, o sucesso de uma OPA pode ser determinado no apuramento dos resultados ou na assembleia geral convocada na sua pendência para deliberar sobre medidas defensivas [artigo 182.º, n.º 3, al. b) do CVM]. Devendo sempre se respeitar a soberania do poder decisório dos acionistas e o primado do princípio da proporcionalidade entre o controlo e o capital.

Espera-se que sejam, sempre, os acionistas a decidir sobre o futuro da sociedade e a suportar as consequências da sua decisão. Nesta linha temos o princípio II divulgado pela OCDE sobre o governo das sociedades, segundo o qual é recomendável que os acionistas tenham a oportunidade de participar ativamente e de votar nas assembleias gerais. Para tanto, é inconcebível a existência de restrições que inviabilizem o livre exercício do direito de voto, pois, estas podem privar os acionistas de conduzirem os rumos da sociedade, de seus próprios interesses e investimentos.

Assim, temos que a adoção de medidas defensivas no âmbito de uma OPA, tal qual a restrição do exercício dos direitos de voto, exerce uma influência negativa sobre o mercado de controlo das sociedades abertas, uma vez que tendem a elevar os custos externos¹³⁵ de uma OPA, o que acaba por ser desestimulante.

De tal maneira que podemos afirmar que a suspensão da eficácia das medidas restritivas do exercício dos direitos de voto em caso de OPA estimula o mercado de controlo das sociedades abertas, o que tende a favorecer o investimento e a liquidez das ações, exercendo de maneira bastante positiva uma influência sobre o mercado de capitais.

Todavia, não podemos olvidar, como bem o faz o Instituto Português de Corporate Governance¹³⁶, que se para o mercado dos valores mobiliários os mecanismos de defesa prejudicam a adoção de *takeovers* e, por conseguinte, desvalorizam-se os valores mobiliários das sociedades que os adotem, temos que para o governo das sociedades não se pode analisar negativamente os mesmos. Pois é divergente o quanto a adoção destes mecanismos possam contribuir ou prejudicar um bom governo das sociedades.

Há de se atentar que no momento de crise e escassez e encarecimento de crédito em que vivemos, leva com que as sociedades nacionais se encontrem, também, em particulares dificuldades, como pode-se vislumbrar pelas seguidas diminuições de *rating* pelas agências de notação financeira. Este horizonte acaba

¹³⁵ Custos relacionados ao tempo desperdiçado, a possíveis processos, ao risco de insucesso, dentre tantos outros.

¹³⁶ Cf. Resposta à Consulta Pública sobre o “Anteprojecto de Alteração ao Artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários sobre restrições à transmissão de ações e ao exercício do direito de voto nas sociedades abertas”, 2. Disponível em http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/resposta__consulta_publica_20110906.pdf.

por afetar negativamente no valor de cotação dos valores mobiliários dessas sociedades. Assim, temos que a adoção, neste momento, de uma restrição mandatória as estratégias anti-OPA podem acarretar no lançamento repentino de OPAs que estejam se aproveitando da desvalorização das cotações das sociedades, sem qualquer intuito de desenvolver as sociedades visadas, mas somente com o intuito especulativo.

Neste diapasão, devido aos valores baixos em que se encontram, atualmente, as cotações podemos vislumbrar o caso de investidores que, a par do planeamento realizado quanto ao investimento efetuado, se vejam forçados, diante de uma OPA, a aceitar esta pressionados pelo receio de maiores perdas futuras devido a mudança “facilitada” do controlo social.

Em concluso, acreditamos que cabe ao Estado decidir por uma política de maior protecionismo e nacionalismo de suas sociedades ou não, devendo-se evidenciar que o respetivo projecto de alteração do artigo 182.º-A do CVM aqui analisado deixa evidente a escolha pelo executivo da segunda opção, vislumbrando não somente uma melhor adequação aos ideais presentes na Diretiva das OPA, como também, principalmente, uma maior abertura de seu mercado interno a agentes estrangeiros, procurando, assim, maior dinamizar o mercado de controlo das sociedades e, conseqüentemente, o próprio mercado de valores mobiliários português. O que, como sabemos, influencia diretamente no Sistema Financeiro Nacional.

Resta-nos tão somente a dúvida de se a adoção de tal medida procura proteger os interesses dos sócios das sociedades portuguesas ou, antes, os interesses momentâneos da “troika”?

Lisboa, setembro de 2011.

Anexo

Anteprojeto de alteração do artigo 182.º-A do CVM¹³⁷

Artigo 182.º-A

Suspensão de eficácia de restrições transmissivas e de direito de voto

1. Quando seja lançada uma oferta pública de aquisição sobre sociedade aberta sujeita a lei pessoal portuguesa, as restrições, previstas nos estatutos ou em acordos parassociais, referentes ao exercício do direito de voto ficam suspensas, não produzindo efeitos na assembleia geral convocada nos termos da alínea *b*) do n.º 3 do artigo anterior.

¹³⁷ Disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Documents/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVM.pdf.

2. Quando seja lançada uma oferta pública de aquisição sobre sociedade aberta sujeita a lei pessoal portuguesa, as restrições, previstas nos estatutos ou em acordos parassociais, referentes à transmissão de ações ou de outros valores mobiliários que deem direito à sua aquisição ficam suspensas, não produzindo efeitos em relação às transmissões para o oferente durante o período de aceitação da oferta.

3. Sem prejuízo de disposição estatutária que fixe um limiar mais baixo, quando, na sequência de oferta pública de aquisição sobre sociedade aberta sujeita a lei pessoal portuguesa, o oferente adquira pelo menos 2/3 do capital social com direito de voto, não lhe são aplicáveis as restrições referentes à transmissão nem, na primeira assembleia-geral de acionistas subsequente ao encerramento da oferta convocada a fim de alterar os estatutos da sociedade ou de destituir ou nomear membros do órgão de administração, as restrições ao direito de voto previstas nos estatutos ou em acordos parassociais, assim como não podem ser exercidos direitos especiais de designação ou de destituição de membros do órgão de administração da sociedade visada.

4. A assembleia geral referida no número anterior é convocada com uma antecedência mínima de 15 dias.

5. Salvo disposição estatutária em contrário, o regime previsto nos números 2 e 3 não é aplicável a oferta pública de aquisição lançada por sociedade que não esteja sujeita às mesmas regras ou que seja dominada por uma sociedade que não se sujeite às mesmas regras, quando a sociedade visada tenha igualmente anunciado preliminarmente uma oferta pública de aquisição sobre alguma daquelas sociedades, com base em autorização dos acionistas concedida em assembleia geral.

6. O oferente indemniza, segundo critérios de equidade, os danos causados pela suspensão de eficácia de acordos parassociais e dos direitos especiais, integralmente divulgados, ou consagrados nos estatutos, respetivamente, até à data da publicação do anúncio preliminar, exceto tratando-se de suspensão de qualquer limite ao exercício do direito de voto.

7. Os estatutos das sociedades abertas sujeitas a lei pessoal portuguesa que prevejam limitações ao número de votos que podem ser detidos ou exercidos pelos acionistas devem prever a sujeição das mesmas, em termos da sua manutenção ou revogação, pelo menos de cinco em cinco anos, a deliberação dos acionistas, sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal e na qual tais limitações não se aplicam.