

ANÁLISE DO ANTEPROJETO DE ALTERAÇÃO DO ARTIGO 182.º-A DO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS E O PLENO EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO NO ÂMBITO DE UMA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO

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 OPA. 1.2.2- Os Princípios das OPA. 1.2.3- O Processo das OPA. 1.2.4- OPA Concorrentes. 1.2.5- OPA 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 182º-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 182º-A do Código dos Valores Mobiliários. Conclusão. Anexo. Referências Bibliográficas.*

INTRODUÇÃO

* Abreviaturas: Artigo – Art; Artigos – Arts; 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 número 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.



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 (OPA). Assim, será descrito sucintamente o regime português das ofertas públicas de aquisição e do direito de voto no âmbito das sociedades anónimas e sociedades abertas. Procurando desenvolver esta análise através de uma perspectiva multidisciplinar sobre o tema.

Assim, o presente estudo terá como tema o Direito Comercial e suas ramificações, dentre as quais maior destaque se dará ao Direito das Sociedades Comerciais e o Direito dos Valores Mobiliários.

Como objeto será analisado o anteprojeto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários¹. Além de, subsidiariamente, procuraremos 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 OPA 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 cotejo poderia atingir esta meta?

Acreditamos, em um primeiro momento, que nossos legisladores foram competentes em, através do artigo em destaque, preservar os sócios no que tange a livre escolha destes em exercer um direito de aderir ou não a uma OPA, preservando

¹ Disponível em

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

seus interesses pessoais ante um possível interesse divergente da administração de uma sociedade.

Tem-se que a relevância do tema para o Direito, esta na própria realidade sócio-económica que envolve o tema, principalmente em relação a 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.

Atenta-se, ainda, que esta, possível, nova redação do art. 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”².

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

Resta informar que antes de Portugal, em Espanha norma similar já vigora desde 01 de Julho de 2011, após um período de transição de um ano³.

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

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 .

³ 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 .

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 acadêmicas. Também foram realizadas pesquisas documentais, principalmente artigos de jornais, de revistas especializadas e disponibilizados na *internet*.

Importante ressaltar que o primeiro capítulo procurará inserir o leitor no contexto das OPA. 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.

Por fim, 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 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 protecção dos interesses dos acionistas.

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

1 – DAS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO

1.1 – OFERTAS PÚBLICAS (*LATO SENSU*)

As ofertas públicas em Portugal se encontram reguladas no seguinte dispositivo legal:- Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro (Código dos Valores Mobiliários - CVM)⁴. Além deste diploma, outras normas também interferem no tema, principalmente as Diretivas elaboradas a nível comunitário.

Conforme o art. 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 indeterminados⁵.

À luz do art. 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 prospecção 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 art. 110.º, n.º 1, al. *a*) do CVM

As ofertas públicas podem ter como destinatários sócios

⁴ Disponível em

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

⁵ Nota-se que, conforme os arts. 109.º, n.º 2 e 3, 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.

de uma sociedade aberta ou fechada podendo ser de distribuição⁶ 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 a protecção do público; a igualdade de tratamento; e a estabilidade da oferta.

Acerca da protecção 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 protecção especial que os possibilite o acesso a informações de maneira que se sintam confiantes na tomada da melhor decisão de investimento.

Motivo pelo qual, o legislador português no art. 110.º, n.º 1, al. a) do CVM cria regime específico de oferta, *in casu*, ofertas particulares, para os investidores qualificados⁷.

Sobre o princípio da igualdade de tratamento, o mesmo encontra-se normatizado no art. 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 art. 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 art. 128.º do CVM, nos casos de alterações imprevisíveis e subs-

⁶ Esta subdivide-se em de *subscrição* (constituição de sociedades anónimas e aumentos de capital social via subscrição pública) ou de *venda* (alienação de ações).

⁷ Aqueles que se encontram no rol do art. 110.º-A, n.º 1 do CVM.

tanciais 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 Silva⁸ deverá, amontar, os seguintes pressupostos presentes no caput do art. 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 retirada⁹ ou suspensão¹⁰ da oferta quando da verificação de que esta é enferma de alguma ilegalidade ou violação de regulamento insanáveis, respectivamente àquela; ou que esteja enferma de alguma ilegalidade ou violação de regulamento sanáveis, respectivamente a esta. Sobressaindo, neste aspecto, o princípio da proteção do público ao da estabilidade da oferta.

In conclusão, conforme o art. 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.

1.1.2 – PROCESSO DAS OFERTAS PÚBLICAS

Inicialmente, segundo o art. 113.º do CVM, todas as ofertas públicas relativas a valores mobiliários em que seja exigível

⁸ SILVA, Paula Costa e. Oferta pública e Alteração das Circunstâncias in *Direito dos Valores Mobiliários*, volume IV. Editora Coimbra, 2003.

⁹ Art. 131.º do CVM.

¹⁰ Art. 133.º do CVM.

prospecto devem ser realizadas com intervenção de intermediário financeiro¹¹, o qual deverá suportar o oferente durante o processo, respeitando as normas expostas no título VI do CVM, sendo, ainda, co-responsável pelo prospecto na forma do art. 149.º, n.º 1, al. g) do CVM

A seguir, deverá ser realizado o prospecto, sendo este o instrumento formal, embora sem formato estabelecido, e obrigatório¹², conforme o art. 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 actividade e dos resultados do emittente e de um eventual garante destes, conforme o art. 135.º, n.º 1 do CVM Procura-se assim, aumentar proteção dos investidores e a confiança do mercado como um todo.

Na formação do prospecto 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 prospecto 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/CE¹³.

¹¹ Constituem intermediários financeiros aqueles que constem no rol do art. 293.º do CVM.

¹² O prospecto não é exigível quando contempladas uma das situações presentes no art. 134.º, n.º 2, al. a) e c) do CVM.

¹³ 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 Directiva dos Prospectos que imponham aos Estados-membros obrigações incondicionais e suficientemente precisas, mesmo antes da sua integral transposição para o ordenamento jurídico português.

No prospecto, deverão estar contidas¹⁴ as informações que se fazem presentes nos arts. 136.º e 136.º-A do CVM, além das informações do art. 137.º do mesmo diploma, quando se tratar de uma oferta pública de distribuição¹⁵, e 138.º ainda da mesma norma, quando se tratar de uma OPA.

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

Como divulgação, entende o art. 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 electrónica 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 electrónica no sítio da Internet do emitente considera-se esta como obrigatória.

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

O art. 142.º do CVM disciplina a questão de adendas e rectificações do prospecto.

Há, ainda, que se mencionar acerca da responsabilidade

¹⁴ Inclusive para que se identifique os responsáveis por informar o conteúdo presente no mesmo.

¹⁵ Nestes casos deverão, ainda, ser elaborado um sumário na forma do art. 135.º- A do CVM.

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 Pina¹⁶ institui um regime estrito de responsabilidade civil pela desconformidade do conteúdo do prospecto com o disposto no art. 135.º do CVM, em que a culpa é presumida e apreciada de acordo com elevados padrões de diligência profissional, conforme art. 149.º, n.º 1 e 2 do CVM.

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

No que concerne a indemnização, o art. 152.º, n.º 1 e 2 do CVM, indica que esta deverá colocar o lesado na exacta situação em que estaria se, no momento da aquisição ou da alienação dos valores mobiliários, o conteúdo do prospecto estivesse conforme com o disposto no art. 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 prospecto.

O direito de indemnização fundado em alguma das causas do art. 152.º do CVM prescreve no prazo de seis meses após o conhecimento da deficiência do conteúdo do prospecto 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 art.

¹⁶ PINA, Carlos Manuel Costa. Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários. Editora Coimbra, 1999.

114.º, n.º 2 do CVM.

A CMVM tem como obrigações a análise da documentação enviada e da legalidade da oferta pública. Devendo comunicar¹⁷ ao oferente a aprovação do prospecto, o registo ou a sua recusa em oito (08) dias no caso de uma OPA ou em dez (10) dias úteis em ofertas de outra natureza a partir da recepção do pedido ou das informações complementares solicitadas ao oferente ou a terceiros, conforme o art. 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 art. 121.º e seus incisos do CVM. Cabendo, também, o início da publicidade de forma prévia, conforme o art. 122.º do mesmo Código, quando a CMVM, após exame preliminar do pedido, considerar que a aprovação do prospecto 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 art. 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 art. 126.º, n.º 1 do CVM, nas formas constantes do art. 327.º do CVM. Podendo a aceitação ser revogada através de comunicação ao intermediário financeiro que a recebeu até cinco (05) dias antes de concluir o prazo da oferta ou em prazo inferior constante dos documentos da oferta, conforme o art. 126.º, n.º 2 do CVM.

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

¹⁷ As decisões da CMVM de aprovação de prospecto e de concessão de registo de oferta pública de aquisição são divulgadas via seu sistema de difusão de informação.

sessão especial de mercado regulamentado, segundo o art. 127.º, n.º 1 do CVM.

1.2 – OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO (OPA)

Trata-se de oferta pública apresentada aos acionistas de uma sociedade anónima para compra e/ ou troca de valores mobiliários, que segundo a doutrina majoritária¹⁸ constitui em um processo de concentração empresarial¹⁹.

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 empresarial.”*²⁰

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 estabelecidas.”*²¹

Conforme o art. 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 contro-

¹⁸ CORDEIRO, António Menezes. Manual de Direito das Sociedades: Das Sociedades em Especial, volume II. Editora Almedina, 2006, p. 633 e ss.; ALMEIDA, António Pereira de. Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados. 6ª edição. Coimbra Editora, 2011, p. 789 e ss.; CÂMARA, Paulo. Manual de Direito dos Valores Mobiliários. Editora Almedina, 2009, p. 600 e 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. Editora Coimbra, 2004, p. 47 e ss.; e EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna; HENRIQUES, Marcus de Freitas; e PARENTE, Flávia. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 2ª edição. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, p. 551 e ss.

¹⁹ Fusão e aquisição.

²⁰ CORDEIRO, António Menezes. Manual de Direito das Sociedades: Das Sociedades em Especial, volume II. Editora Almedina, 2006, p. 633.

²¹ CARVALHOSA, Modesto. Oferta Pública de Aquisição de Ações. Rio de Janeiro: Editora IBMEC, 1979, p. 24.

le societário.

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

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 efectuado.

As OPA 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 OPA

As OPA podem ser relativas as aquisições ou trocas²² de valores mobiliários, ações ou outros quaisquer.

Classificamos as OPA 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.

²² Cabe observar o requisito do art. 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.”

Total ou geral²³, como o próprio nome já diz é a que se destina a uma universalidade de ações ou outros valores mobiliários que garantam o controle social.

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

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

Segundo o art. 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.

Nas OPA 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 art. 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 prêmio de controle.

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

Será obrigatória, toda OPA lançada por um acionista cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, diretamente ou

²³ Será sempre OPA total a que seja obrigatória na forma do art. 187.º, n.º 1 do CVM.

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 art. 20/1 do CVM que não esqueça que essa aplicação foi condicionada pelo ponto de partida: o art. 187/1 do mesmo diploma.”*²⁴

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 controlo²⁵.

As OPA obrigatórias serão sempre totais e não condicionadas, já as voluntárias poderão ser totais ou parciais e conterem condições próprias, as quais, segundo o art. 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 OPA voluntárias poderão conter certas condições, conforme o art. 176.º, n.º 2 do CVM, restando a sociedade visada, por vezes, ter alguns de seus direitos mitigados na forma do art. 182.º do CVM.

Quanto à natureza da contrapartida, poderá a OPA ser de compra, de troca ou mista, conforme o art. 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.

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

É observável também que nas OPA obrigatórias a regra geral de que o oferente é livre para estabelecer o valor da con-

²⁴ SILVA, Paula Costa e. A imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição in *Direito dos Valores Mobiliários*, volume VII. Editora Coimbra, 2007, p. 441.

²⁵ Este direito de se retirar da sociedade através de uma contrapartida possui certa similaridade com o direito de exoneração.

trapartida não é válida, pois, por força do art. 188.º do CVM, nestes casos há já um preço mínimo obrigatório.

1.2.2 – OS PRINCÍPIOS DAS OPA

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 art. 3.º, n.º1, 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 art. 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 actividade.

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 art. 177.º, n.º 2 do CVM.

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

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 art. 175.º, n.º 2, al. c) do CVM. Ou seja, deve-se transmitir a estes acerca da implicação 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 trabalhadores²⁶ e nas suas condições de trabalho, conforme o

²⁶ 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

art. 181.º, n.º 2, al. c) do CVM.

1.2.3 – O PROCESSO DAS OPA

O processo de OPA inicia-se com o envio de anúncio preliminar²⁷ 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 art. 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 art. 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 representantes 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.”*²⁸

Deve-se atentar a norma constante do art. 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

em apenso ao relatório por si elaborado.

²⁷ Este anúncio preliminar terá como objetos a indicar àqueles que constam no art. 176.º do CVM.

²⁸ ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados*. 6ª edição. Coimbra Editora, 2011, p. 794 e 795.

segredo^{29,30} sobre a preparação da oferta³¹, 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 aplicação³², na forma de seu art. 8.º, da Lei n.º 18/2003, de 11 de Junho de 2003, Lei da Concorrência, assim, é imprescindível a observação do art. 9.º do mesmo diploma legal, o qual dita a exigência de uma notificação prévia à Autoridade da Concorrência em até sete (07) 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 OPA necessitam de apreciação da Autoridade da Concorrência.

A Autoridade da Concorrência terá um prazo de 30 dias, segundo o art. 35.º da Lei n.º 18/2003, de 11 de Junho de 2003, 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 concorrência efectiva no mercado nacional ou numa parte substancial deste, na forma do at. 9.º da Lei n.º 18/2003, de 11 de Junho de 2003.

Poderá, também, condicionar a realização e sucesso da OPA, na forma do art. 35.º, n.º 3, da Lei n.º 18/2003, de 11 de Junho de 2003, a imposição de condições e obrigações que busquem garantir o cumprimento de compromissos assumidos

²⁹ Poderia-se dizer aqui sobre a existência de um princípio de confidencialidade ante ao princípio da informação?

³⁰ Atenta-se a dificuldade de respeito ao sigilo quando em processos de concentração empresarial devido a obrigação de notificação prévia a Autoridade da Concorrência.

³¹ Atentar para o fato que constitui contra-ordenação muito grave a violação de segredo sobre a preparação de OPA, na forma do art. 393.º, n.º 2, al. e) do CVM. Sendo, o autor do fato, punido na forma do art. 378.º do CVM.

³² MATEUS, Abel Moreira. *As Ofertas Públicas de Aquisição e a Lei da Concorrência* in *Direito dos Valores Mobiliários IX*. Editora Coimbra, 2010, p. 115 e ss.

pelos autores da notificação com vista a assegurar a manutenção de uma concorrência efectiva.

Após publicação do anúncio preliminar, caberá ao oferente preparar o prospecto, na forma dos arts. 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 art. 115.º do CVM combinados com os do art. 179.º do CVM.

A seguir, o oferente procederá com a publicação do anúncio da OPA, na forma do art. 183.º-A do CVM, em simultâneo com a divulgação do prospecto, 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 duas (02) e dez (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 protecção dos interesses dos destinatários o justifique, conforme o art. 183.º do CVM.

Este prazo visa impedir disturbios ao mercado ocasionados por operações meramente especulativas efectuadas 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 art. 184.º do CVM, em até cinco (05) 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 – OPA 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.”³³

Não há que se falar em um conceito próprio de OPA concorrente devendo, conforme ensina António Pereira de Almeida³⁴, 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 art. 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 OPA que concorram por valores mobiliários de igual categoria³⁵. 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 art. 185.º- A, n.º 1 do CVM.

As OPA concorrentes diferem do regime geral das OPA no que concerne ao seu processo de lançamento, o qual possui condições de admissibilidade específicas, presentes nos arts. 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

³³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna; HENRIQUES, Marcus de Freitas; e PARENTE, Flávia. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 2ª edição. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, p. 552.

³⁴ ALMEIDA, António Pereira de. Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados. 6ª edição. Coimbra Editora, 2011, p. 803.

³⁵ Conforme o art. 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.

momento que não permita o cumprimento do prazo referido no número anterior;

3) conforme o art. 20.º do CVM, a oferta concorrente não poderá ser lançada por pessoas relacionadas com o oferente da oferta concorrida³⁶;

4) a quantidade de valores mobiliários da oferta concorrente nunca poderá ser inferior àquela que é objeto da oferta inicial^{37,38};

5) o valor da contrapartida da oferta concorrente deve possuir valor, pelo menos, 2 % superior ao oferecido pela oferta concorrida;

6) a OPA concorrente, conforme o art. 185.º, n.º 5 do CVM, não pode conter condições que a tornem menos favorável a oferta concorrida³⁹; e

7) por fim, o art. 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 defasadas em relação a concorrente e, exceptuando-se interesses extra-patrimoniais, estas ofertas tenderiam a fracassar. Logo, é racional que se possibilite aos oferentes anteriores

³⁶ Conforme o art. 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.

³⁷ Procura-se, assim, garantir uma isonomia de tratamento para os oferentes concorrentes e para os sócios da sociedade visada.

³⁸ Deve-se computar os valores mobiliários detidos pelos oferentes.

³⁹ Convém atentar de maneira objectiva a parte económica das ofertas, relegando qualquer subjetivismo relacionado as pessoas dos oferentes.

exercerem o direito de revogar ou o de rever a proposta realizada, conforme o art. 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 art. 185.º-B, n.º 4 do CVM, o lançamento de OPA concorrente constitui fundamento de revogação de ofertas voluntárias nos termos do art. 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 art. 128.º do CVM?

Havia divergência doutrinária acerca do tema, para Paula Costa e Silva⁴⁰ 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.

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 concorrente.”*⁴¹

De acordo com o art. 185.º-B, n.º 5 do CVM, o prazo para o exercício dessa faculdade será de quatro (04) dias a contar do lançamento da oferta concorrente, sem a necessidade de

⁴⁰ SILVA, Paula Costa e. Oferta pública e alteração das circunstâncias in Direito dos Valores Mobiliários, volume IV. Editora Coimbra, 2003, p. 141.

⁴¹ ALMEIDA, António Pereira de. Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados. 6ª edição. Coimbra Editora, 2011, p. 806.

autorização da CMVM, defende António Pereira de Almeida⁴².

Assim como quem pode o mais, pode o menos, os oferentes anteriores poderão rever suas ofertas, na forma do art. 185.º-B, n.º 1 do CVM, faculdade que existe em pról dos interesses dos oferentes⁴³ e dos próprios destinatários, uma 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 (04) 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 art. 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 art. 185.º- A, n.º 6 do CVM. Prolongando-se, assim, o prazo para o exercício de revogação das declarações de aceitação previsto no art. 126.º, n.º 2 do CVM; entretanto, sem se modificar a forma de se exercer este direito.

Em relação aos prazos, dispõe o art. 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 art. 183.º do CVM.

Assim, tem-se que deverá ser respeitado o prazo mínimo de duas (02) semanas, podendo, todavia, ser estendido o prazo máximo para além das dez (10) semanas. O que na visão de Hugo Moredo Santos⁴⁴ restabelece a igualdade de tratamento entre os oferentes e cria condição mais benéfica para os desti-

⁴² Idem.

⁴³ Trata-se de uma forma de se restabelecer a igualdade de circunstâncias.

⁴⁴ SANTOS, Hugo Moredo. *Ofertas Concorrentes*. Relatório do Seminário Direito Europeu das Sociedades. Universidade de Lisboa, 2006, p. 152.

natários melhor exercerem seu direito de escolha.

Por fim, segundo o art. 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 (08) dias e quatro (04) dias, respectivamente, 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.⁴⁵

1.2.5 – OPA 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*)⁴⁶ 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 efectivas 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”*⁴⁷

⁴⁵ Esta distinção de prazos busca facilitar a ocorrência de OPA 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.

⁴⁶ SANTOS, Hugo Moredó. *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*. Editora Almedina, 2011, p. 165 e ss.; ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados*. 6ª edição. Coimbra Editora, 2011, p. 809 e ss.; CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Editora Almedina, 2009, p. 646 e ss.

⁴⁷ COUTO, Ana Sá. *Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 25, Dezembro de 2006, p. 71 e 72. Disponível em

Contudo, Paula Costa e Silva⁴⁸ 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.

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 art. 187.º, n.º 1 e 5⁴⁹ 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 voto⁵⁰, nos termos do n.º 1 do artigo 20.º,

<http://www.cvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/f2ebc703633e430a8745f3cecd35576cDossier4.pdf>.

⁴⁸ SILVA, Paula Costa e. *Direito dos Valores Mobiliários – Relatório*. Editora Coimbra, 2005, p. 237

⁴⁹ Deve-se observar que a inibição do direito de voto, art. 192.º do CVM., é irrelevante para este cômputo afim de que não se favoreça aquele que incumpriu a obrigação de lançar OPA.

⁵⁰ SANTOS, Hugo Moredó. *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*. Editora Almedina, 2011, p. 327 e 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*. Editora Coimbra, 2007, p. 403 e 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*. Editora Coimbra, 2008, p. 151 e ss.; SCHNEIDER, Uwe H. *The Computation of Qualified Participations According to the EU: Transparency Directive in Direito dos Valores Mobiliários, volume VI*. Editora Coimbra, 2006, p. 399 e 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*. Editora Almedina, 2008, p. 507 e 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.cvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C07CarlosOCastro>.

um terço ou metade dos direitos de voto⁵¹ correspondentes ao capital social.

Esta obrigação é peremptória 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 art. 187.º, n.º 2 do CVM⁵², 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 art. 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.

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, directa ou indirectamente, 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 (art. 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

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> .

⁵¹ Aqui está abrangido somente os votos possíveis, excluindo-se, logo, ações ou demais valores mobiliários que não conferem tal direito.

⁵² Atentar para o art. 384.º, n.º 2, al. b) do Código das Sociedades Comerciais.

vot, a presunção de domínio é inilidível.”⁵³

Poderá, ainda, comprovar, conforme o art. 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 art. 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 confirmam 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 art. 189.º, n.º 1 do CVM⁵⁴:

1) Quando a ultrapassagem de um dos limites do art. 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 art. 188.º do CVM⁵⁵;

2) quando da execução de plano de insolvência ou de reestruturação financeira no âmbito de uma das modalidades de

⁵³ ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados*. 6ª edição. Coimbra Editora, 2011, pg. 810 e 811.

⁵⁴ Fora as previsões constantes no CVM., há, também, uma situação prevista no art. 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.

⁵⁵ A defesa dos interesses dos sócios minoritários já se encontra efectuada pela realização da OPA total voluntária, tornando-se desnecessária, cara e prejudicial a realização de uma nova OPA (Obrigatória).

recuperação ou saneamento previstas na lei⁵⁶; e

3) quando a ultrapassagem resultar de uma operação de fusão⁵⁷ 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 art. 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 art. 20.º do CVM⁵⁸ 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 art. 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 pu-

⁵⁶ Procura-se, assim, defender a função social da empresa e sua própria existência.

⁵⁷ Esta operação já possui regulamentação específica que defende os direitos dos minoritários.

⁵⁸ 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 art. 20.º, n.º 1 do CVM. manter-se-á a obrigação do lançamento de OPA.

blicação do anúncio preliminar da oferta, conforme o art. 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 art. 20.º do CVM. Segundo Paulo Câmara:

*“Se existe uma imputação plurissubjectiva dos direitos de voto, para efeitos do art. 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.”*⁵⁹

A OPA obrigatória tem como objeto, conforme o art. 187.º, n.º 1 do CVM, a totalidade das ações e de outros valores mobiliários, inclui-se aqui até aqueles que não contém 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, (...)”*⁶⁰

A contrapartida na OPA obrigatória constitui o direito de participar no prémio de controlo. Nunca podendo o valor ser inferior, conforme o art. 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 art. 20.º, n.º 1 do CVM pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis (06) meses imediatamente

⁵⁹ CÂMARA, Paulo. O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários in Direito dos Valores Mobiliários, volume II. Editora Coimbra, 2000. p. 220.

⁶⁰ Idem, p. 205.

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 art. 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 equitativa⁶¹⁶², por ser insuficiente ou excessiva, a contrapartida mínima será fixada por auditor independente designado pela CMVM.

De acordo com o art. 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 art. 188.º, n.º 5 do CVM, é possível que a contrapartida seja, alternativamente, em valores mobiliários, flexibilizando e desonerando a OPA obrigatória⁶³. Ao mesmo tempo, procurou-se defender os destinatários da OPA, pois a contrapartida deverá ter comprovada liquidez⁶⁴, 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, con-

⁶¹ Presume-se, *Juris Tantum*, como não equitativa a contrapartida que se encontre em uma das situações constantes do art. 188.º, n.º 3 do CVM.

⁶² 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. Editora Almedina, 2003, p. 1031 e ss.

⁶³ Tal novidade foi implantada a partir da Directiva n.º 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho.

⁶⁴ 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. Editora Almedina, 2003, p. 1043 e ss.

forme a 2ª parte do art. 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 art. 20.º do CVM não tenham, nos seis (06) 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 voto⁶⁵ e a dividendos⁶⁷ inerentes às ações, conforme o art. 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 art 192.º, n.º 2, al. a) do CVM.

Em relação a responsabilidade civil, segundo o art. 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 art. 152.º do

⁶⁵ Atentar ao art. 192.º, n.º 4 do CVM. que dita que serão anuláveis as deliberações tomadas com participação dos votos inibidos.

⁶⁶ Ver infra, 2.3 – Do Direito de Voto.

⁶⁷ Atentar ao art. 192.º, n.º 5 do CVM. que dita que reverterão para a sociedade os dividendos que tenham sido objeto de inibição.

CVM.

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

1.3 – DAS CONDUITAS DO OFERENTE E DA SOCIEDADE VISADA

O oferente e as pessoas que com este estejam em alguma das situações previstas no art. 20.º, conforme preceito do art. 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 art. 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 art. 180.º, n.º 3 do CVM.

O art. 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 art. 20.º do CVM podem, nos doze (12) meses seguintes à publicação do apuramento do resultado da oferta, lançar, diretamente, por intermédio de tercei-

ro ou por conta de terceiro, qualquer OPA sobre os valores mobiliários pertencentes à mesma categoria dos que foram objeto da oferta ou que confiram 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 art. 181.º do CVM praticar atos específicos, deveres de colaboração, e tendo limitado, imperativamente, seus poderes conforme o art. 182.º do mesmo diploma.

O art. 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 (08) dias a contar da recepção dos projectos de prospecto e de anúncio de lançamento e no prazo de cinco (05) 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 art. 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 OPA⁶⁸. 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 super-

⁶⁸ Momento em que se verifica se a OPA é amigável ou hostil.

visão;

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 confiram direito à sua subscrição ou aquisição que possam interferir nos objetivos da OPA.

Exceptuam-se do disposto, os atos praticados na forma do art. 182.º, n.º 3 do CVM, que são atos que buscam garantir os direitos dos sócios e a própria sociedade perante terceiros⁶⁹.

Questão que cabe análise é a de saber se os arts. 181.º e 182.º do CVM somente dizem respeito à 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?

Em um primeiro momento, acreditamos que quanto ao art. 181.º do CVM não deva este alcançar as sociedades dominadas e as que estejam em relação de grupo com a visada. Quanto ao art. 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 às normas do art. 182.º

⁶⁹ Nota-se que o incumprimento de obrigações assumidas frente a terceiros antes do conhecimento do lançamento da OPA poderão acarretar questões de responsabilidade civil.

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 art. 182.º do CVM.

Conforme entendimento de Jorge Brito Pereira⁷⁰ 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 art. 182.º, n.º 2, al *a*) do CVM este ocorreria quando da recepção 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 Pereira⁷¹, deve-se entender que em regra será quando da recepção 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 Garcia⁷² seria a forma que o legislador encontrou para garantir

⁷⁰ PEREIRA, Jorge Brito. *A Limitação dos Poderes da Sociedade Visada Durante o Processo de OPA in Direito dos Valores Mobiliários*, volume II. Editora Coimbra, 2001, p. 191.

⁷¹ Idem.

⁷² GARCIA, Augusto Teixeira. *OPA: Da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico*. Editora Coimbra, 1995, p. 247.

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 prêmio de controlo. Ainda, protege os acionistas quando do facto de a limitação ser exclusiva ao órgão da administração, não afetando os atos autorizados por força de assembleia geral⁷³ convocada exclusivamente para o efeito durante o período de limitação dos poderes, conforme o art. 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 art. 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 estruturadas.”*⁷⁴

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 Santos⁷⁵

⁷³ Atenta-se ao prazo diferenciado de quinze (15) dias para a convocatória de assembleias, conforme o art. 182.º, n.º 4, al. a) do CVM.

⁷⁴ CORDEIRO, António Menezes. Manual de Direito das Sociedades: Das Sociedades em Especial, volume II. Editora Almedina, 2006, p. 638.

⁷⁵ SANTOS, Filipe Cassiano. Estrutura Associativa e Participação Societária Capita-

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 art. 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 Abreu⁷⁶, os direitos dos sócios podem ser classificados de acordo com a função, quando se distinguem em direitos de 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 à titularidade, temos a divisão dos direitos dos sócios em direitos fundamentais, ou gerais, e direitos especiais.

Acerca dos direitos especiais⁷⁷, temos que os mesmo possuem uma origem contratual, conforme o art. 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 art. 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 direi-

lista. Editora Coimbra, 2006, p. 73.

⁷⁶ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades. 3ª edição. Editora Almedina, 2009, p. 208.

⁷⁷ Ver CUNHA, Paulo Miguel Olavo Pitta. Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas as Ações Privilegiadas. Editora Almedina, 1993.

tos especiais. Quando um direito especial extrapola o limite desta flexibilização, tem-se que o mesmo é anulável, conforme o art. 58.º, n.º 1, al. *a*) e *b*) do CSC.

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

Sobre esse consentimento dita o art. 24.º, n.º 6 do CSC que nas sociedades anónimas será dado por deliberação tomada em assembleia especial, conforme art. 389.º do CSC, dos acionistas titulares de ações da respectiva 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 art. 55.º do CSC.

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

Segundo António Pereira de Almeida⁷⁸ 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.

Não analisaremos aqui o direito à qualidade de sócio⁷⁹, o direito à informação⁸⁰, o direito aos lucros⁸¹ e o direito prefe-

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

⁷⁹ ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*. 6ª edição. Editora Coimbra, 2011, p. 135 e ss.

⁸⁰ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades*. 3ª edição. Editora Almedina, 2009, p. 252 e ss.; ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados*. 6ª edição. Editora Coimbra, 2011, p. 140 e ss.; MAIA, Pedro; RAMOS, Maria Elisabete; MARTINS, Alexandre Soveral; DOMINGUES, Paulo de Tarso; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (coordenação). *Estudos de Direito das Sociedades*. 9ª edição.

rencial de subscrição de aumentos de capital⁸², 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 art. 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.”*⁸³

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

Editora Almedina, 2008, p. 148 e ss.

⁸¹ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades. 3ª edição. Editora Almedina, 2009, p. 234.; ALMEIDA, António Pereira de. Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados. 6ª edição. Editora Coimbra, 2011, p. 153 e ss.; MAIA, Pedro; RAMOS, Maria Elisabete; MARTINS, Alexandre Soveral; DOMINGUES, Paulo de Tarso; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (coordenação). Estudos de Direito das Sociedades. 9ª edição. Editora Almedina, 2008, p. 141.

⁸² ALMEIDA, António Pereira de. Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados. 6ª edição. Editora Coimbra, 2011, p. 179 e ss.

⁸³ GIÃO, João Sousa. Notas sobre o Anunciado Fim do Bloqueio de Ações como Requisito do Exercício do Direito de Voto em Sociedades Cotadas in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 21, Agosto de 2005, p. 50. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/f9be7d6e784d42e684827a486cb4b6bcJoaoGiao.pdf>.

As formas de se tomar as deliberações são aquelas presentes nos arts. 53.º e 54.º do CSC sendo que para as sociedades anónimas estão excluídas as deliberações tomadas por voto escrito⁸⁴. Podem ser efectuadas fisicamente ou por meios telemáticos⁸⁵, conforme o art. 377.º, n.º 6 do CSC, assim, não se adoptou 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 Abreu⁸⁶ e António Menezes Cordeiro⁸⁷, em regra, seja a de um negócio jurídico da sociedade. Havendo, como informa Jorge Manuel Coutinho de Abreu⁸⁸, 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 Almeida⁸⁹, temos

⁸⁴ O que não se confunde com os votos por correspondência. Sendo estes permitidos, conforme os arts. 384.º, n.º 9 do C.S.C. 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>.

⁸⁵ 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>.

⁸⁶ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades. 3.ª edição. Editora Almedina, 2009, p. 239 e 240.

⁸⁷ CORDEIRO, António Menezes. Manual de Direito das Sociedades: Volume I, Das Sociedades em Geral. Editora Almedina, 2004, p. 617.

⁸⁸ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades. 3.ª edição. Editora Almedina, 2009, p. 239.

⁸⁹ ALMEIDA, António Pereira de. Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados. 6.ª edição. Editora Coimbra, 2011, p. 232.

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 minoritária⁹⁰ 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.

Segundo António Pereira de Almeida⁹¹⁹² 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 arts. 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 art. 377.º, n.º 4 do CSC.

Ainda, conforme o art. 56.º, n.º 1, al. a) do CSC serão consideradas nulas⁹³ as decisões tomadas em assembleias não

⁹⁰ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades. 3ª edição. Editora Almedina, 2009, p. 239, nota de n.º 67.

⁹¹ ALMEIDA, António Pereira de, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados. 6ª edição. Editora Coimbra, 2011, p. 170.

⁹² Para outros autores trata-se de uma classificação binária em participação plena ou limitada. Entretanto, parece-nos mais correcta a divisão tripartite feita por António Pereira de Almeida.

⁹³ Sobre vícios nas deliberações, ver ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. Curso de

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 arts. 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 quotas⁹⁴, 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 art. 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 contrária⁹⁵.

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 art. 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

Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades. 3ª edição. Editora Almedina, 2009, p. 443 e ss.; MAIA, Pedro; RAMOS, Maria Elisabete; MARTINS, Alexandre Soveral; DOMINGUES, Paulo de Tarso; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (coordenação). Estudos de Direito das Sociedades. 9ª edição. Editora Almedina, 2008, p. 249 e ss.

⁹⁴ Art. 248.º, n.º 5 do C.S.C.

⁹⁵ O que actualmente encontra-se bastante mitigado devido as necessidades das companhias se adequarem aos princípios de governo das sociedades.

examinado as contas, pois só assim será possível a prestação de informações a todos os acionistas participantes das assembleias, conforme o art. 214.º combinado com o 290.º do CSC.

De acordo com o art. 380.º do CSC estes direitos poderão ser exercidos, também, através da representatividade⁹⁶ quando o sócio deseje não o exercê-lo pessoalmente. O representante, a priori, poderá ser qualquer pessoa capaz, exceto aquelas do art. 381.º, n.º 2 da mesma norma.

2.3 – DO DIREITO DE VOTO

Encontra-se tipificado no art. 55.º, n.º 3, al. b) do CVM e no art. 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 Almeida⁹⁷, “(...) *que nunca é definitivamente afastado (...)*”.

Resta definir se os votos tem 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 Ramos⁹⁸ para os quais a natureza jurídica

⁹⁶ Cf. ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades. 3ª edição. Editora Almedina, 2009, p. 250 e ss.

⁹⁷ ALMEIDA, António Pereira de, Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários e Mercados. 6ª edição. Editora Coimbra, 2011, p. 176.

⁹⁸ MAIA, Pedro, RAMOS, Maria Elisabete, MARTINS, Alexandre Soveral, DOMINGUES, Paulo de Tarso, ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (coordenação). Estudos de Direito das Sociedades. 9ª edição. Editora Almedina, 2008, p. 144.

do voto é discutida na doutrina entre uma declaração de vontade ou de verdade. Assumindo os referidos Autores que 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 Ascensão⁹⁹, 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 voto¹⁰⁰, conforme art. 384.º, n.º 1 do CSC, salvo quando o estatuto obrigue a uma situação de agrupamento na forma do art. 384.º, n.º 2, al. a) do CSC ou quando estabeleça que não sejam contados votos¹⁰¹, emitidos por um só acionista, em nome próprio ou também como representante de outro, acima de determinado número, conforme o art. 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 art. 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 art. 385.º, n.º 2 do CSC.

O direito de voto pode ser exercido por correspondência,

⁹⁹ ASCENSÃO, José de Oliveira. Direito Comercial: Sociedades Comerciais Parte Geral, volume IV. Lisboa, 2000, p. 407.

¹⁰⁰ Contudo, resta proibido o voto plural, conforme o art. 384.º, n.º 5 do C.S.C., salvo nos casos do art. 531.º do C.S.C. 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, p. 58 e ss.

¹⁰¹ Aqui não há que se falar em uma limitação subjectiva a determinado acionista.

conforme arts. 22.º do CVM, 377.º, n.º 5, al. f) e 384.º, n.º 9, ambos do CSC. Ou, ainda, por meios telemáticos¹⁰², conforme art. 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 voto¹⁰³, há uma situação de exceção à regra de não votar, conforme o art. 342.º, n.º 3 do CSC, assim, passará a possuir 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 art. 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 art. 325.º -B, n.º 3 do CSC);
- iii. quando não informada à sociedade uma participação qualificada (conforme arts. 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 art. 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 interesses¹⁰⁴, objectivamente avaliados, entre o sócio e a sociedade. Tipificado no art. 384.º, n.º 6 e 7 do CSC, temos que o rol do número seis não seja taxati-

¹⁰² Ver supra notas de n.º 84 e 85.

¹⁰³ Em verdade, conforme o art. 389.º do C.S.C., não seria correcto afirmar que há ações sem direito de voto, mais correcto 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.

¹⁰⁴ CÂMARA, Paulo et al. Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Balanço a Partir da Crise Financeira. Editora Almedina, 2010.

vo, assim, é cabível a existência de outras situações que gerem o impedimento desde que previstas em lei, conforme o art. 21.º, n.º 1, al. *b*) do CSC.

Caso o sócio impedido vote, este será considerado nulo, conforme o art. 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 art. 324.º, n.º 1, al. *a*) do CSC.

Importante observar o que dita o art. 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 Triunfante¹⁰⁵, 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 art. 380.º do CSC combinado com o art. 381.º, n.º 1 e 2 da mesma norma.

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 reflectir os interesses sociais e os dos sócios, prevalecendo aqueles ante estes quando de um conflito, o que nos parece ser o mais correcto, 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 SUSPENÇÃO VOLUNTÁRIA AS RESTRIÇÕES AO EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO

¹⁰⁵ TRIUNFANTE, Armando Manuel. A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas: Direitos Individuais. Editora Coimbra, 2004, p. 95 e ss.

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 medidas¹⁰⁶ 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 art. 16.º, n.º 1 e 2 e o CSC em seu art. 448.º, n.º 1 e 2 tornam obrigatório que aquele que passar a adquirir uma participação qualificada deva informar¹⁰⁷ o facto a CMVM e a sociedade participada. O mesmo vale para aqueles que constam no art. 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 ine-

¹⁰⁶ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *As Medidas Defensivas Contra uma Oferta Pública de Aquisição Hostil in Direitos dos Valores Mobiliários*, volume VII. Editora Coimbra, 2007.

¹⁰⁷ SANTOS, Hugo Moredo. *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*. Editora Almedina, 2011, p. 49 e ss.

xistência do direito de voto. Quando se limita o direito de voto impede-se que o interessado venha a obter o domínio da sociedade através da OPA. Quando inexistente o direito de voto, como já vimos, não há que se falar em controlo social¹⁰⁸.

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, adopta-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 OPA 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.

¹⁰⁸ Ver infra, ponto 3.2 – O regime actual.

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 Leitão¹⁰⁹ refletem diretamente no livre funcionamento do mercado e, logicamente, nas operações de *takeover*.

A Diretiva das OPA inovou em seu art. 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.”*¹¹⁰

A Diretiva das OPA para ser aceita¹¹¹ teve que conciliar diversas posições, assim, embora, induza os Estados-membros a internalizarem o regime da *breakthrough rule* quando do art. 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 art. 12.º. Logo, temos que a *breakthrough rule* não possui a imperatividade de proibir as restrições estatutárias, mas, antes, aconselha que o façam.

¹⁰⁹ LEITÃO, Luís Menezes. As Medidas Defensivas Contra uma Oferta Pública de Aquisição Hostil in Revista O Direito, ano 138.º, III. Faculdade de Direito de Lisboa, 2006, p. 457 e ss.

¹¹⁰ CUNHA, Paulo Olavo. A Breakthrough Rule e o Paradoxo da Blindagem Societária. Jornal de Negócios. Lisboa, Quarta-feira 9 de Janeiro 2008, p. 36.

¹¹¹ Sobre o histórico da Directiva das OPA, ver CÂMARA, Paulo. Manual de Direito dos Valores Mobiliários. Editora Almedina, 2009, p. 628 e ss.

É de se atentar ao facto de que a Diretiva das OPA, conforme seu art. 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 02 de Novembro. Prevalecendo o princípio da liberdade de circulação de capitais ante a autonomia privada. Assim, o art. 182.º-A do CVM inova ao introduzir no ordenamento jurídico pátrio a suspensão voluntária de eficácia de restrições ao exercício dos direitos de voto¹¹². Este artigo surge da transposição para o direito nacional dos arts. 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 concorrência¹¹³ entre as sociedades em captar recursos de capital ao menor custo, levaria as sociedades, de per si, a eliminar ou suspender a eficácia das restrições estatutárias e contratuais elencadas no art. 11.º da Diretiva das OPA. Assim, cabe as sociedades o direito de inserir ou não a *breakthrough rule* nos seus Estatutos.

Constitui estratégia defensiva comum às 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 afecta inclusive quando da pendência da OPA, pois a assembleia geral, conforme o art. 182.º, n.º 3, al. b) do CVM e art. 9.º da Diretiva das OPA, pode deliberar, dentre outras delibera-

¹¹² 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.

¹¹³ ARAÚJO, Fernando. Introdução à Economia. 3ª edição. Editora Almedina, 2005, p. 313 e ss. RODRIGUES, Vasco. Análise Económica do Direito: Uma Introdução. Editora Almedina, 2007, p. 157 e ss.

ções, sobre a adoção de medidas defensivas. O que poderá acarretar no insucesso da OPA.

Assim, o art. 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 hão-de variar consoante as circunstâncias em que surja (a situação do mercado de capitais, as condições financeiras, a estrutura acionista das sociedades, etc.).”¹¹⁴

O art. 182.º-A do CVM procura promover a suspensão voluntária de medidas anti-OPA¹¹⁵. 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 art. 182.º-A, n.º 1, b) do CVM.

¹¹⁴ Cf. Resposta à Consulta Pública sobre o “Anteprojecto de Alteração ao Artigo 182º-A do Código dos Valores Mobiliários sobre restrições à transmissão de ações e ao exercício do direito de voto nas sociedades abertas”, p. 03. Disponível em http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/resposta_consulta_publica_20110906.pdf.

¹¹⁵ 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.

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 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 art. 182.º-A, n.º 1, c) do CVM. Deve-se cumular este artigo com o art. 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 (02) 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 art. 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 extrasar 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 auto-

ridade de supervisão do mercado”¹¹⁶

Assim, o art. 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 ao nível de não haver uma concentração notória.

Tem-se que o art. 182.º-A, n.º 3 do CVM acolhe o princípio da reciprocidade, também presente no art. 12.º da Diretiva das OPA. Assim, temos que a sociedade visada que preveja em seus estatutos ou acordos parassociais a 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 controlada¹¹⁷, directa ou indirectamente, 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 art. 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 a possibilidade de se constituírem indemnizações.

Em contraposto, o legislador foi mais feliz no art. 182.º-A, n.º 5 do CVM segundo o qual fica eximida a responsabili-

¹¹⁶ CUNHA, Paulo Olavo. A Breakthrough Rule e o Paradoxo da Blindagem Societária. *Jornal de Negócios*. Lisboa, Quarta-feira 9 de Janeiro 2008, p. 36

¹¹⁷ Conforme art. 21.º do CVM.

dade 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 art. 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 art. 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 art. 182.º - A, n.º 1 do CVM, conforme o art. 182.º-A, n.º 7 do CVM, poderão vigorar por um prazo máximo de dezoito (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 art. 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 Câmara¹¹⁸ 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 estatutais não surge como uma inevitabilidade no plano das escolhas de política legislativa*”¹¹⁹ e “*a solução é permeável a críticas porque não deixa de fora apenas os direitos especiais do Esta-*

¹¹⁸ CÂMARA, Paulo. Manual de Direito dos Valores Mobiliários. Editora Almedina, 2009, p. 633.

¹¹⁹ Idem.

*do, 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”*¹²⁰.

Ainda podemos afirmar que tal prática encontra-se contrária a lógica contemporânea de que não são cabíveis direitos especiais¹²¹ 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 Reis¹²², 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)¹²³ 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 activamente 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

¹²⁰ Ibidem.

¹²¹ MADEIRA, Paulo Miguel. Tribunal de Justiça europeu considera ilegal a golden share do Estado Português na PT. Lisboa, 08 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.

¹²² 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 .

¹²³ Na PT existe uma limitação dos direitos de voto a um máximo de 10%, independentemente do capital detido por cada acionista.

- iv. OPA hostil sobre a EDP; os estatutos da Zon Multimedia restringem os direitos de voto a 10% do capital social¹²⁴; e
- v. os estatutos do BPI restringem os direitos de voto a 20% do capital social¹²⁵.

3.3 – BREVE ANÁLISE DO ANTEPROJETO DE ALTERAÇÃO AO ARTIGO 182º-A DO CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

Recentemente, a CMVM submeteu a consulta pública um anteprojeto de alteração ao art. 182º-A do CVM¹²⁶ com o objetivo de rever as regras relativas às restrições a 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:

*“Acrece, ainda — e este ponto afigura-se especialmente relevante —, que a Diretiva das OPA se encontra em fase de revisão (por força do disposto no seu art. 20º). 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?”*¹²⁷

A nosso ver, interpretamos tal anteprojeto muito mais como uma medida de estímulo económico face a atual crise,

¹²⁴ O principal acionista, a Caixa Geral de Depósitos, detém, actualmente, o equivalente a 12% do capital social.

¹²⁵ O principal acionista, o Criteria CaixaCorp, detém, conforme Janeiro de 2011, o equivalente a 30,1% do capital social.

¹²⁶ Disponível em

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

¹²⁷ Cf. Resposta à Consulta Pública sobre o “Anteprojecto de Alteração ao Artigo 182º-A do Código dos Valores Mobiliários sobre restrições à transmissão de ações e ao exercício do direito de voto nas sociedades abertas”, p. 05. Disponível em http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/resposta__consulta_publica_20110906.pdf.

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 anteprojeto¹²⁸ 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”*

Segundo este anteprojeto¹²⁹, 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 art. 182º-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, pode ser considerado por alguns como arbitrário e limitador da soberania dos sócios em exercer via voto sua escolha pela adoção ou não

¹²⁸ Consulta Pública sobre Anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários, p. 06. Disponível em http://www.cvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cvm/Documentos/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVM.pdf.

¹²⁹ Consulta Pública sobre Anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários, p. 06. Disponível em http://www.cvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cvm/Documentos/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVM.pdf.

de tal regra.

Muito bem vinda, nos parece, é a proposta de modificação do art. 182º-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 art. 386.º, n.º 3 do CSC.

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

Conforme as próprias razões do anteprojeto¹³⁰, parecemos um absurdo que *“um oferente que pague um prémio 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 anteprojeto¹³¹ o fundamento para um novo art. 182º-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 depende exclusivamente da vontade do oferente. Em consequência, no*

¹³⁰ Consulta Pública sobre Anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários, p. 05. Disponível em http://www.cvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cvmv/Documents/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVM.pdf.

¹³¹ Consulta Pública sobre Anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários, p. 06. Disponível em http://www.cvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cvmv/Documents/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVM.pdf.

presente projecto 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 art. 182º-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 anteprojecto ¹³² que “o lançamento de uma contra-oferta sobre o oferente tem de ser aprovado pelos acionistas da sociedade visada, dado o disposto no art. 182.º do CVM, o que permite assegurar o cumprimento do disposto no n.º 5 do art. 12.º da Diretiva , o qual exige que quaisquer medidas tomadas pela sociedade visada em termos de reciprocidade se fundem em autorização dos acionistas conce-

¹³² Consulta Pública sobre Anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários, p. 07. Disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Documents/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVM.pdf.

didada no máximo 18 meses antes da divulgação da oferta inicial.”. Informa ainda que¹³³ “*A aplicação geral de uma regra de reciprocidade ilimitada poderá privar, afinal, os acionistas da possibilidade de julgarem o mérito da oferta.*”

O art. 182º-A, n.º 6 do anteprojeto 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.

Aqui, sobre este regime de indemnização, nos valemos 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, exactamente, 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?”*¹³⁴

Do exposto, percebe-se que comete uma falha o anteprojeto ao não definir a aplicação da nova lei no tempo. Em não

¹³³ Idem, p. 08.

¹³⁴ Cf. Resposta à Consulta Pública sobre o “Anteprojeto de Alteração ao Artigo 182º-A do Código dos Valores Mobiliários sobre restrições à transmissão de ações e ao exercício do direito de voto nas sociedades abertas”, p. 06. Disponível em http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/resposta_consulta_publica_20110906.pdf.

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.”*¹³⁵

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 OPA 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, não

¹³⁵ 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 .

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 OPA, preservando seus interesses pessoais ante um possível interesse divergente da administração de uma sociedade.

Indo além, nossos legisladores ao transporem o art. 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 art. 182.º-A do CVM nunca seria materializado, permanecendo como mera “ficção jurídica”.

O preceito adotado no art. 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 a 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 art. 182º-A, n.º 2 do CVM para os casos de não adoção voluntária da *breakthrough rule*.

Passados cinco (05) 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 [art. 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 externos¹³⁶ 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 Governance¹³⁷, que se para o merca-

¹³⁶ Custos relacionados ao tempo desperdiçado, a possíveis processos, ao risco de insucesso, dentre tantos outros.

¹³⁷ Cf. Resposta à Consulta Pública sobre o “Anteprojecto de Alteração ao Artigo 182º-A do Código dos Valores Mobiliários sobre restrições à transmissão de ações e

do 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 por afetar negativamente no valor de cotação dos valores mobiliários dessas sociedades. Assim, temos que a adoção, neste momento, de uma restrição mandatária as estratégias anti-OPA podem acarretar no lançamento repentino de OPA 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 respectivo projecto de alteração do art. 182.º-A do CVM aqui analisado deixa evidente a escolha pelo executivo da segunda opção, vislumbrando não somente uma melhor adequação aos ideais pre-

sentes 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”?



REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial: Volume II, Das Sociedades*. 3ª edição. Editora Almedina, 2009.
- ALMEIDA, António Pereira de. *Sociedades Comerciais Valores Mobiliários e Mercados*. 6ª edição. Coimbra Editora.
- ARAÚJO, Fernando. *Introdução à Economia*. 3ª edição. Editora Almedina, 2005.
- ASCENSÃO, José de Oliveira. *Direito Comercial: Sociedades Comerciais Parte Geral, volume IV*. Lisboa, 2000.
- BORGES, Sofia Leite; CÂMARA, Paulo; DIAS, Gabriela Figueiredo; GIÃO, João Sousa; GOMES, José Ferreira; NEVES, Rui de Oliveira; SANTOS, Gonçalo Castilhos; e SANTOS, Hugo Moredo. *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: Um Balanço a Partir da Crise Financeira*. Editora Almedina, 2010.
- CÂMARA, Paulo. *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários* in *Direito dos Valores Mobiliários, volume II*. Editora Co-

imbra, 2000.

- _____. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Editora Almedina, 2009.
- CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: Editora IBMEC, 1979.
- 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>>. Acesso em 27 de Julho de 2011.
- CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; e RUDGE, Luiz Fernando. *Mercado de Capitais: O que é, como funciona*. 7ª edição. Rio de Janeiro: Editora Campus/Elsevier, 2009.
- COELHO, Eduardo de Melo Lucas. *Direito de Voto dos Acionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*. Lisboa. Editora Rei dos Livros, 1987.
- Consulta Pública sobre Anteprojeto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários. Disponível em <
http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Documents/ConsultaPublica2_2011Art%20182CVM.pdf>. Acesso em 26 de Agosto de 2011.
- CORDEIRO, António Menezes. *Manual de Direito das Sociedades: Volume I, Das Sociedades em Geral*. Editora Almedina, 2004.
- _____. *Manual de Direito das Sociedades: Das Sociedades em Especial, volume II*. Editora Almedina, 2006.
- COUTO, Ana Sá. *Breve Comentário à Transposição da Diretiva das OPA* in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 25, Dezembro de 2006. Disponível em <

- <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/f2ebc703633e430a8745f3cecd35576cDossier4.pdf> >. Acesso em 18 de Junho de 2011.
- CUNHA, Paulo Miguel Olavo Pitta. *Os Direitos Especiais nas Sociedades Anónimas as Ações Privilegiadas*. Editora Almedina, 1993.
- CUNHA, Paulo Olavo. A Breakthrough Rule e o Paradoxo da Blindagem Societária. *Jornal de Negócios*, Lisboa, 09 de Janeiro 2008.
- EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna; HENRIQUES, Marcus de Freitas; e PARENTE, Flávia. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008.
- KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais: Do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Uma introdução*. 1ª edição. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2007.
- GARCIA, Augusto Teixeira. *OPA: Da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico*. Editora Coimbra, 1995.
- GARRIDO, Helena. *Santa troika*. Lisboa, 26 de Agosto de 2011. Disponível em <
http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SH_OWNEWS_V2&id=503155 >. Acesso em 10 de Setembro de 2011.
- GIÃO, João Sousa. *Notas sobre o Anunciado Fim do Bloqueio de Ações como Requisito do Exercício do Direito de Voto em Sociedades Cotadas in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 21, Agosto de 2005. Disponível em <
<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/f9be7d6e784d42e684827a486cb4b6bcJoaoGiao.pdf> >. Acesso em 06 de Agosto de 2011.
- 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. Editora Coimbra, 2008.
- LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *As Medidas Defensivas Contra uma Oferta Pública de Aquisição Hostil* in *Direitos dos Valores Mobiliários*, volume VII. Editora Coimbra, 2007.
-
- _____. *Voto por Correspondência e Realização Telemática de Reuniões de Órgãos Sociais* in *CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: Edição Especial, 15º Aniversário CMVM, nº 24, Novembro de 2006*. Disponível em <<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/608032e98c5c41289da4248cab523234Artigo9.pdf>>. Acesso em 29 de Julho de 2011.
- MADEIRA, Paulo Miguel. *Tribunal de Justiça europeu considera ilegal a golden share do Estado Português na PT*. Lisboa, 08 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>. Acesso em 10 de Setembro de 2011.
- MAIA, Pedro; RAMOS, Maria Elisabete; MARTINS, Alexandre Soveral; DOMINGUES, Paulo de Tarso; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (coordenação). *Estudos de Direito das Sociedades*. 9ª edição. Editora Almedina, 2008.
- MATEUS, Abel Moreira. *As Ofertas Públicas de Aquisição e a Lei da Concorrência* in *Direito dos Valores Mobiliários IX*. Editora Coimbra, 2010.
- MENDONÇA, Jorge Ribeiro. *A Tomada de Sociedade Através de Oferta Pública de Aquisição* in *Revista da Faculdade de Direito de Lisboa*, volume XLV, nº 1 e 2. Editora Coimbra, 2004.
- NEVES, Vítor Alexandre Caetano Pereira. *A natureza Transi-*

- tiva 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. Editora Almedina, 2008.
- PEREIRA, Jorge Brito. *A Limitação dos Poderes da Sociedade Visada Durante o Processo de OPA* in Direito dos Valores Mobiliários, volume II. Editora Coimbra, 2001.
- PINA, Carlos Manuel Costa. *Dever de Informação e Responsabilidade pelo Prospecto no Mercado Primário de Valores Mobiliários*. Editora Coimbra, 1999.
- 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 >. Acesso em 08 de Setembro de 2011.
- Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids. Disponível em < http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf >. Acesso em 03 de Setembro de 2011.
- RESENDE, João Mattamouros. *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*. Editora Universidade Católica, 2010.
- Resposta à Consulta Pública sobre o “Anteprojeto de Alteração ao Artigo 182º-A do Código dos Valores Mobiliários sobre restrições à transmissão de ações e ao exercício do direito de voto nas sociedades abertas”. Disponível em < http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/resposta__consulta_pblica_20110906.pdf >. Acesso em 12 de Setembro de 2011.
- RODRIGUES, Vasco. *Análise Económica do Direito: Uma Introdução*. Editora Almedina, 2007.
- SANTOS, Filipe Cassiano. *Estrutura Associativa e Participação Societária Capitalista*. Editora Coimbra, 2006.

- SANTOS, Gonçalo Castilho. *O Voto por Correspondência nas Sociedades Abertas* in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 7, Abril de 2000. Disponível em < <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C07GoncaloCSantos.pdf> >. Acesso em 30 de Julho de 2011.
- SANTOS, Hugo Moredo. *Ofertas Concorrentes*. Relatório do Seminário Direito Europeu das Sociedades. Universidade de Lisboa, 2006.
- _____. *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*. Editora Almedina, 2011.
- SCHNEIDER, Uwe H. *The Computation of Qualified Participations According to the EU: Transparency Directive* in Direito dos Valores Mobiliários, volume VI. Editora Coimbra, 2006.
- 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> >. Acesso em 10 de Setembro de 2011.
- 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. Editora Almedina, 2003.
- SILVA, Paula Costa e. *Oferta pública e Alteração das Circunstâncias in Direito dos Valores Mobiliários, volume IV*. Editora Coimbra, 2003.
- _____. *Direito dos Valores Mobiliários – Relatório*. Editora Coimbra, 2005.
- _____. *A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição* in Direito dos Valores Mo-

bilíarios, volume VII. Editora Coimbra, 2007.

_____. *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>>. Acesso em 24 de Julho de 2011.

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

YASBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª tiragem. Rio de Janeiro: Editora Campus/Elsevier, 2007.