



Instituto Português de Corporate Governance

Resposta à Consulta Pública sobre o “Anteprojecto de Alteração ao Artigo 182º-A do Código dos Valores Mobiliários sobre restrições à transmissão de acções e ao exercício do direito de voto nas sociedades abertas”

O anteprojecto de alteração do artigo 182º-A do Código de Valores Mobiliários (CVM), apresentado a consulta pública pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, deve ser apreciado em quatro perspectivas distintas:

- (i) a do *mérito dos princípios* em que se inspira e dos *fins* que pretende prosseguir;
- (ii) a da *oportunidade* da introdução do novo regime legal;
- (iii) a da qualidade técnica do enunciado proposto;
- (iv) a das questões e dúvidas que, seja no plano sistemático, seja no plano económico, o regime proposto suscita.

- (i) O mérito dos princípios e dos fins que pretende prosseguir

Constatando que, até à data, as sociedades portuguesas não acolheram a possibilidade, oferecida pelo art. 182º-A do CVM, de consagrarem nos seus estatutos a chamada *breakthrough rule*, a proposta pretende, no essencial, que esse regime passe a ser imposto às sociedades.

O debate em torno das vantagens de um regime que favoreça as OPAs sobre sociedades — inibindo os mecanismos jurídicos destinados a obstar ao êxito da

operação — é vastíssimo e está longe de ter chegado a um consenso. Mas, ainda assim, parece ser possível identificar alguns pontos mais pacíficos:

- a. Os mecanismos anti-OPA prejudicam o chamado mercado de controlo das sociedades;
- b. Como consequência da redução do mercado pelo controlo, admite-se que aqueles mecanismos impliquem uma desvalorização dos títulos e uma redução da sua liquidez.

*Se, do ponto de vista do mercado e dos seus interesses específicos, parece claro que os mecanismos anti-OPA produzem estes efeitos — que, na perspectiva do mercado de capitais, são negativos —, já não são igualmente claros os efeitos indirectos que aqueles mesmos mecanismos podem ter sobre o bom governo das sociedades. De facto, permanece, ainda, como ponto discutível a ideia de que a mera existência — ou, inversamente, a mera supressão — de mecanismos anti-OPA tenha um efeito uniforme e relevante sobre a qualidade de governo das sociedades.*

Com certeza que, não existindo mecanismos anti-OPA, as administrações estarão muito mais pressionadas para o cumprimento de um objectivo: o da *valorização do título*, visto que só esta valorização constituirá eficaz impedimento a que a sociedade seja alvo de OPAs.

Mas, admitindo-se que a valorização do título não é o único fim a prosseguir pelas administrações — ou seja, admitindo-se que o interesse das sociedades não se esgota na valorização dos respectivos títulos —, fica aberta a porta para se criticar a inibição de mecanismos anti-OPA. Acresce, ainda, que nem sempre a política de investimento e de gestão, mesmo sendo adequada, se reflecte imediatamente (ou no curto prazo) na valorização dos títulos, pelo que sociedades bem geridas e com grande capacidade de retorno futuro do investimento podem vir a ser alvo de OPAs. Esta possibilidade pode constituir um incentivo sério a que as administrações prossigam objectivos que mais rapidamente se repercutam no

valor do título, em detrimento daqueles que somente a médio ou a longo prazo possam levar a uma valorização consistente do título.

Em suma, a supressão de mecanismos anti-OPA *não produz efeitos de sentido único ou homogéneo*:

- a. do ponto de vista do mercado de capitais, a supressão é, em princípio, positiva;
- b. de outros pontos de vista e para a tutela de outros interesses — dos accionistas, 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 accionista das sociedades, etc.).

Acrescente-se, por fim, que a actual proposta, visando, na aparência, incrementar a liberdade dos investidores no mercado de capitais, acaba por diminuir essa mesma liberdade, porque impede as sociedades e os seus accionistas de escolherem a sujeição do oferente a limites estatutários ao poder de voto. A *soberania accionista*, invocada para sustentar a alteração proposta, torna-se, afinal, numa não-soberania, porque não serve para introduzir, nos estatutos da sociedade, limites ao poder de voto válidos em situação de OPA.

Importa ainda esclarecer que, não obstante o enunciado legal visar, indistintamente, os chamados “tectos de voto” e os pactos entre accionistas que limitem a transmissão das acções, a verdade é que uns e outros produzem efeitos muito diversos: os tectos de voto obstam, não só à *tomada de domínio por um terceiro*, como à *formação de domínio*; os pactos entre accionistas, podendo dificultar a tomada de domínio por um terceiro, *favorecem a formação e estabilizam o domínio conjunto de sociedades*. O que significa que o regime proposto desincentivará a formação de domínios conjuntos, pela instabilidade a

que passam a estar sujeitos. Ora, são justamente sublinhadas por vasta doutrina as vantagens dos domínios conjuntos, que, em regra, tendem a mitigar a propensão para (e a facilidade de) extracção de *private benefits* pelo accionista no controlo.

A solução extrema que se propõe — impondo a suspensão, em caso de OPA, quer dos tectos de voto estatutários, quer dos acordos entre accionistas — acabará por estimular os domínios individuais, o que produzirá consequências indesejáveis, não só para as sociedades, como também para o mercado.

(ii) *A oportunidade da introdução do novo regime legal*

Como se referiu, as implicações da supressão de mecanismos anti-OPA variam em função de diversas circunstâncias.

Ora, parece claro que as circunstâncias em que actualmente as sociedades portuguesas se encontram — mormente, a significativa queda do valor de cotação no mercado e a especial escassez de crédito no mercado nacional — podem, em conjunto, produzir diversas consequências, a saber:

- a. Suscitar o lançamento de OPAs como mero resultado da desvalorização do título devida a *factores externos à sociedade* — caso em que a tomada da sociedade poderá não produzir, a prazo, nenhum valor para a sociedade, nem eventualmente visará uma melhoria da sua gestão, procurando beneficiar, fundamentalmente, da possibilidade de compra a “preço de saldo”;
- b. Favorecer o lançamento de OPAs, por entidades com acesso ao mercado de crédito em grande escala, o que poderá significar que a maioria das empresas e empresários portugueses possam ser excluídos do papel de oferentes por meras razões de conjuntura financeira em que se encontra o país;

- c. O lançamento de OPAs nestas circunstâncias pode, na prática, levar a que se cristalizem, em definitivo, as menos-valias sofridas pelos accionistas mais estáveis e detentores de maiores fracções de capital, o que pode representar uma importante erosão de valor accionistas portugueses de referência em várias das empresas cotadas.

Acresce, ainda — e este ponto afigura-se especialmente relevante —, que a Directiva das OPAs 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 actual. Faz sentido alterar o regime que transpõe uma directiva, no momento em que esta se encontra em fase de revisão?

Aliás, não podendo embora dizer-se em que sentido irá evoluir o regime da Directiva, dificilmente se aproximará daquele que é proposto. Na verdade, tendo em conta que praticamente nenhum Estado Membro impôs um regime de *breakthrough* como aquele que agora se propõe, dificilmente surgirá na Europa uma tendência para impor a todos os Estados Membros aquilo que, até à data, praticamente nenhum quis.

- (iii) A qualidade técnica do enunciado proposto (algumas questões)

O enunciado proposto resulta, em grande parte, da adaptação do texto do actual art. 182º-A, devidamente convertido num regime de natureza imperativa.

Ainda assim, ressaltam, numa breve análise, algumas questões, que deveriam ser encaradas:

- a. Mostra-se absolutamente necessário definir a *aplicação da nova lei no tempo*: será que vai aplicar-se a contratos celebrados antes da sua entrada em vigor? Será que as sociedades ficarão imediatamente em

situação de incumprimento do dever imposto pelo nº 7 (visto que, evidentemente, nenhuma sociedade prevê a obrigatoriedade de a assembleia geral deliberar sobre a manutenção ou revogação das medidas restritivas, pelo menos, de cinco em cinco anos)? [Aliás, a respeito do nº 7, está longe de se mostrar claro o alcance do regime proposto: os limites caem se não forem renovados? *Quid juris* se a sociedade não prever ou não tomar nenhuma deliberação sobre a manutenção dos limites?]

Tudo a evidenciar, no limite, uma justificadíssima *vacatio legis* de pelo menos três anos, que permita aos interessados reajustar minimamente as suas expectativas ou mesmo direitos adquiridos.

- b. Mostra-se igualmente necessário ponderar os problemas suscitados pela *aplicação da lei no espaço*: a lei portuguesa aplica-se a um acordo parassocial que as partes tenham sujeito a outra ordem jurídica? Mesmo a respeito do direito a indemnização que possa advir do respectivo incumprimento? Se não, como aceitar o exacto conteúdo do nº 6 (dever de indemnização segundo a equidade, somente a cargo do oferente)?
- c. 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 accionista que aliena as suas acções 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 acções 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?

- d. O regime não distingue as OPAs voluntárias das obrigatórias: mas não deveria admitir-se, por exemplo, que, no caso de lançamento de OPA voluntária, o oferente pudesse eximir-se ao regime, justamente para se eximir ao pagamento de indemnizações por não estar disposto a aceitar essa *alea*?
- e. O critério de reciprocidade, independentemente do sentido em que venha a ser interpretado o segundo requisito (“...quando a sociedade tenha igualmente anunciado...”), sempre terá um efeito na prática nulo e uma *ratio* incompreensível.

- (iv) Questões e dúvidas que, seja no plano sistemático, seja no plano económico, o regime proposto suscita

A decisão de se impor um regime de *breakthrough*, sem excluir, todavia, a possibilidade de as sociedades continuarem a consagrar tectos de voto, suscita muitas dúvidas: se os tectos de voto não valem no caso de OPA, por que razão o legislador os admite?

Acresce que a conversão, em imperativo, do regime da *breakthrough* obriga a uma exigente e rigorosa compaginação com outros aspectos do regime das OPAs. Na verdade, o lançamento de uma OPA é obrigatório quando se ultrapasse um terço ou metade dos direitos de voto, mas o regime de *breakthrough* proposto só será eficaz caso se atinja 2/3 do capital: fará sentido o legislador impor o lançamento de uma OPA total sem, ao mesmo tempo, assegurar o uso da *breakthrough* que tornou imperativa? Faz sentido que, numa sociedade em que exista um tecto de voto (de, por exemplo, 49%), o oferente tenha de lançar uma OPA total, e que, tendo atingido 65% do capital, não possa desblindar os estatutos? Se a OPA lançada não for total (o que poderá suceder se se tratar de uma OPA voluntária), faz sentido a aplicação do regime nos seus exactos termos? Nestes



casos, fará sentido que, havendo lugar a *rateio*, o accionista parte num acordo parassocial que não cumpriu (por este ter sido suspenso *ex vi legis*) continue a ser parte desse mesmo acordo com as acções que continuar a deter após a OPA?