

CADERNOS DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

NÚMERO 22 * DEZEMBRO DE 2005

ARTIGOS

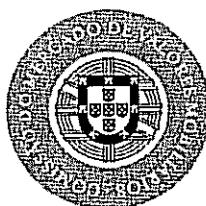
* O RECURSO A PROSPECTORES DE INVESTIDORES
NO QUADRO DA CIRCULAÇÃO DE SERVIÇOS DE INVESTIMENTO
ENTRE ESTADOS-MEMBROS.

O CASO ESPECÍFICO DA GESTÃO DE ACTIVOS

* A TRANSPOSIÇÃO DA DIRECTIVA 2004/25/CE
E A LIMITAÇÃO DOS PODERES DO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO
DA SOCIEDADE VISADA

DOSSIER

PRÉMIO CMVM 2004



CMVM

A TRANSPOSIÇÃO DA DIRECTIVA 2004/25/CE E A LIMITAÇÃO DOS PODERES DO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO DA SOCIEDADE VISADA

ORLANDO VOGLER GUINÉ*

I - INTRODUÇÃO

Razão de conteúdo

No presente trabalho procura-se avançar pistas sobre a regulamentação actual e da futura limitação dos poderes do órgão de administração da sociedade visada no decurso de uma OPA.

Depois de um breve enquadramento no plano dos interesses, entra-se na questão, apontando critérios, possíveis ou necessárias alterações à actual lei e sobretudo soluções, presentes e/ou futuras.

Começa-se por definir o *Tatbestand* da norma, analisando os actuais e possíveis requisitos. Dispensou-se especial atenção ao mais paradigmático deles: a referência à gestão normal da sociedade.

Segue-se depois a análise à intervenção habilitante da assembleia-geral.

Termina-se com a consideração de qual deverá ou terá de ser a consequência decorrente da infracção ao disposto na norma.

Razão de forma

No trabalho adopta-se a seguinte metodologia: analisa-se ponto por ponto a actual regulação e acrescenta-se sempre uma nota relativamente à necessidade ou não de efectuar alterações consonantes.

Optou-se por estudar sobretudo fontes alemãs. Pela razão de no seu seio ter ocorrido acesa e interessantíssima discussão sobre o tema de que se cura, a propósito da consagração da correspondente norma alemã.

Optou-se pelo sistema de citação do tipo anglo-saxónico. Tal como se optou por colocar as citações em itálico.

* O presente texto corresponde, no essencial, ao trabalho com que o autor concorreu em Maio de 2005 para o Prémio Melhor Jovem Advogado, promovido pela *Simmons&Simmons Rebelo de Sousa & Associados* e pelo *Diário Económico*. Aproveita-se para felicitar os seus promotores por esta iniciativa, que terá lugar anualmente.

O autor agradece à CMVM a presente publicação e especialmente ao Dr. Paulo Câmara, Director do Departamento de Supervisão de Informação Financeira e de Operações, essa sugestão e a possibilidade de participar, enquanto estagiário na Comissão, nos trabalhos finais da proposta no Governo de transposição desta Directiva.

1) Questão Prévia

No período de pendência de uma OPA os poderes do órgão de administração da sociedade visada são reduzidos. Assim se estipula no art. 182º/1^a, em muitos outros ordenamentos e na Dir. (art. 9º/2-4 da Dir.)¹.

A Dir. deve ser transposta até 21 de Maio de 2006 (art. 21º/1 da Dir.), pelo que é de todo pertinente averiguar em que medida a actual legislação terá de ser adaptada². Deve atentar-se, antes de mais, no seu art. 12º, que faculta aos Estados-Membros a possibilidade de *opting out*, desde que assegurem às sociedades com sede social no seu território a possibilidade de optarem por tal regime³.

Não parece que a solução adequada passe pela consagração de uma nova norma paralela à actual, mas antes por harmonizar o actual regime. Tanto o CVM como a Dir. visam aqui nuclearmente os mesmos interesses e efeitos, ainda que com *nuances*⁴.

2) Noção de OPA

Uma OPA consiste essencialmente na apresentação, segundo um processo tipificado na lei,

num dado momento e durante um certo prazo de propostas negociais de aquisição de uma certa categoria de valores mobiliários a todos os seus titulares (art. 173º/1; art. 2º/1-a) da Dir.⁵). Entre os objectos possíveis encontram-se todas as acções, ou todas as acções de certa categoria, de uma sociedade, podendo ser destinatários da oferta todos os accionistas ou todos os titulares da categoria de acções concretamente em causa (arts. 1º-a), 109º/3-a)). Na Dir. (art. 2º/1-a) *in fine*) supõe-se que essa aquisição estará ligada ao controlo da sociedade visada⁶ e é essencialmente através de OPA lançada sobre acções com direito de voto que este é conseguido⁷. Pelo que será esse o caso tido em conta neste texto¹⁰.

3) Interesse e Objectivos do Oferente

O oferente procura adquirir acções da visada, para conseguir o controlo desta. Mobilizando a menor despesa possível, não deixará de fazer uma oferta que contemple um prémio de controlo suficientemente aliciante, que leve os accionistas a preferir alienar hoje, do que a manter as acções para benefício futuro¹¹. Atentará designadamente na cotação actual das acções¹² (horizonte de referência sobretudo dos investidores anónimos, não institucionais¹³).

1- As referências a normas desprovidas de outra indicação referem-se ao CVM.

2- Portanto, não se seguiu assim uma via assente na *Business Judgement Rule*, de inspiração americana (sobre a figura, em geral, v. FLEISCHER [2002]). Manifestavam preferência por uma solução desse tipo para a situação de que se cura, relegando normas especiais, KIRCHNER [2000] p.1830 e MERKT [2001] p.234s, 242ss. O segundo fala mesmo numa *Qualified Business Judgement Rule*, assentando a qualificação em deverem os titulares do órgão de administração provar a adequação e necessidade do acto.

3- Somente terei em conta um dos muitos aspectos regulados na Dir., de acordo com o título deste trabalho.

4- Sobre a questão v. CÂMARA [2004] p.17ss. De facto o compromisso na harmonização dos Direitos dos Estados-Membros tem-se feito também um pouco à custa da consagração deste tipo de expedientes. Além de cláusulas *opting out/in*, também surge, p. ex., a consagração de regimes alternativos (v.g. o art. 17º da Dir. 86/653/CEE, de 18 de Dezembro, que possibilita aos Estados a consagração em alternativa de uma indemnização do tipo francês ou de uma compensação do tipo alemão, para o caso da cessação do contrato de agência).

5- Implicando, assim, sobretudo ajustamentos e não alterações de fundo nas soluções; assim também se sublinha na Consulta Pública nº11/2005, p. 2.

6- Mas, para o âmbito da Directiva, somente estão em causa valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado (art. 1º/1 da Dir.). Assim também se propõe no Projecto Francês (art. 10º), para o futuro art. L. 233-32 do CComFr. Entre nós não existe tal restrição, designadamente pode ser lançada uma OPA voluntária sobre acções de uma qualquer sociedade, mas deve tratar-se de oferta pública, nos termos do art. 109º. Já a OPA obrigatória somente se pode verificar quanto a uma sociedade aberta (arts. 187º/2, 13º do CVM).

7- Para mais noções de OPA, v. MONTEIRO/SÁ [1998] p.410, GARCIA [1995] p.13, VENTURA [1992] p.122 e o nc. RP 27/06/2002 (Processo: 0230597 *in www.dgsi.pt*; acesso em 05/11/2005).

8- Esta designação de *sociedade visada* acaba por ser falaciosa, uma vez que o objecto da OPA não é a sociedade em si, mas as acções da mesma; no entanto, percebe-se bem o sentido da expressão e essa foi a designação utilizada pelo legislador nas normas do CVM e da Dir. objecto do presente estudo.

9- Essa é a situação paradigmática. Mas, de facto, outras situações poderão incidir o controlo. Por exemplo, certas posições longas em derivados e opções, que tenham subjacente acções com direito de voto. Neste sentido v. os trabalhos recentes no âmbito do *City Panel*, designadamente o *Consultation Paper* de Novembro que se debruça sobre a matéria. Também certamente por essa razão se alargam no Anteprojecto da CMVM o universo de situações fundamentadoras de OPA obrigatória (com o alargamento dos termos do art. 20º do CVM, designadamente com a inserção de uma nova alínea h) no nº1).

10- Deixando de lado, também e desde logo, OPAs lançadas sobre acções preferenciais sem direito de voto (art. 341º/3 do CSC).

11- Para uma crítica da elevação do prémio de controlo como justificação para a adopção de medidas defensivas pelo órgão de administração, v. MERKT [2001] p.237ss e MÜLBERT/BIRKE [2001] p.71 lss.

12- V. TOMAZETTE [2003] p.418. Dai que se percebe, p. ex., que épocas em que a cotação das acções está bastante baixa (abaixo do seu valor real, o que o oferente não desconhece) sejam particularmente propícias à realização de OPAs. O que não significa que não haja muitas vezes equívocos por parte das administrações dos oferentes quanto ao real valor da empresa visada (v. LOHRER [2001] p.52s). Sobre as vantagens da OPA face a outros processos de aquisição, v. VENTURA [1992] p.139s.

13- V. art. 30º a contrario.

O oferente lança a OPA, esperando que da participação (de controlo) na sociedade lhe advenham benefícios¹⁴. Há dois pontos fundamentais. Em primeiro lugar, a oferta é lançada porque num dado momento temporal a sociedade, tal como está, interessa ao oferente. Não lhe interessam outras sociedades, nem aquela sociedade noutras circunstâncias, interessa aquela sociedade, nos actuais estado e momento. Em segundo, é do seu interesse que o percurso até ao sucesso da operação seja o menos obstaculizado possível.

Estes pontos não passaram despercebidos ao legislador. Daí as normas dos arts. 9º/2-4 da Dir. e 182º; daí que, em certos termos, o oferente possa alterar ou até revogar a oferta (arts. 128º a 130º)¹⁵; daí que, o próprio oferente se possa precaver, subordinando a oferta a uma condição (OPA condicional; arts. 6º/3-h) 13º e) da Dir. e 123º/1-h), 124º/2/4, 176º/2)¹⁶.

A aquisição do controlo não se justifica por si, mas em atenção a certos objectivos do oferente¹⁷. Assim se fala, p. ex., em OPAs visando sinergias empresariais ou financeiras (*operating or financial synergies*¹⁸), visando uma diversificação objectiva das actividades¹⁹, geográfica ou simplesmente reforço de posição no mercado, visando fins puramente especulativos (*underpriced stock hypothesis*²⁰) e podendo vir a actuar como verdadeiro *raider*²¹. Pode interessar todo o património ou só parte deste ou até somente a imagem empresarial da visada (OPA metafórica²²). Podem existir fins prioritários e outros acessórios.

O art. 182º/5 considera uma hipótese interessante: ser o objectivo do oferente tão-só colocar

a visada na situação descrita no nº1. Poderá ser uma faca de dois gumes, se a aquisição se concretizar. Mas bastará submeter a OPA a condição que se saiba à partida que não se verificará (v.g. que se consiga 75% das acções, quando se saiba já que o sócio que detém 30% de certeza que não alienará). Uma condição deste tipo servirá, aliás, de indício de que o objectivo do oferente talvez tenha sido este e não outro qualquer revelado no prospecto.

Neste caso o oferente não utilizou o instrumento jurídico da OPA para o seu fim próprio, mas somente para submeter a visada a uma série de consequências gravosas que somente se justificam quando o intuito do oferente seja legítimo²³. A OPA é abusiva, nos termos das regras gerais²⁴. Mas prevê-se especificamente no art. 182º/5, ditando expressamente a responsabilidade do oferente pelos danos. O grande óbice é a questão da prova²⁵, mas é problema que extravasa o presente estudo.

Conclusão:

Esta norma não encontra paralelo na Dir., mas parece bem mantê-la.

4) Interesse dos Accionistas da Sociedade Visada²⁶

Uma OPA é uma oportunidade de negócio temporalmente localizada para os accionistas da sociedade visada, que se pronunciam positiva ou negativamente. O accionista decide manter as acções, apostando num prazo mais longo numa devenida distribuição de dividendos e/ou numa futura alienação mais lucrativa. Ou decide alienar, revelando preferir, a curto prazo,

14- Sobre o tipo de benefícios que o sócio pode retirar da sociedade, V. GUINÉ [2006] nº1, GUINÉ [2005] nº2.

15- Para um ex. real, v. www.cmvm.pt/publicacoes/relatorios/rel1999/rel1999_pt/rel1999_pl_51.asp (acesso em 05/11/2005).

16- V.g. sujeitando a eficácia da oferta à ulatimação de um dado negócio ou à efectiva aquisição de certa percentagem de capital (no caso dn recente OPA da Gas Natural sobre a Endesa, trata-se de 75% do capital). Sobre a OPA condicional, v. SILVA [1999] p.225ss

17- Para alguns exs. v. VENTURA [1992] p.121s.

18- Para a sua distinção v. LOHRER [2001] p.56ss.

19- V. LOHRER [2001] p.59ss.

20- V. LOHRER [2001] p.61ss.

21- Como muito se teme nos *USA*, v. VELLA [2002] p.126.

22- Assim VENTURA [1992] p.126.

23- Assim também SILVA [2001] p.78ss. Podendo e devendo, quando tenha fundamento bastante, a CMVM recusar o registo da OPA por envolver fraude à lei (art. 119º/1-b)); assim também SILVA [2001] p.80.

24- V. PEREIRA [2000] p.192 em nota.

25- Também assim PEREIRA [2000] p.192. Mas também já foi referida a força indiciária de certas condições.

26- V. LOHRER [2001] p.47ss.

garantir uma mais-valia²⁷. Fala com acerto a doutrina alemã na contraposição entre um Direito das Sociedades e um Direito do Mercado de Capitais²⁸ e mesmo que a OPA estaria na sua confluência²⁹. Diversamente do mecanismo normal da compra e venda de acções em bolsa, em que oferta e procura se encontram imediatamente, a OPA postula um alongamento temporal entre ambos. O prazo da oferta varia entre duas e dez semanas (art. 183º/1; art. 7º/1 da Dir.).

É preciso que transitoriamente se garanta a não preclusão duma possível concretização num futuro próximo dessa possível realização de mais-valias pelo accionista, designadamente do minoritário. O que sai prejudicado se, devido à actuação do órgão de administração, o oferente vier a revogar a oferta ou se não se verificar o evento a que este condicionou a oferta. E mais. Se não for tutelado o próprio interesse do oferente na manutenção do objecto indirecto da oferta ou no não entrevamento do processo, certamente levará a uma menor dinâmica do chamado *market for corporate control*, num claro prejuízo para os accionistas, privados da possibilidade de realização excepcional de mais-valias³⁰.

5) Interesse Social

A figura central são os destinatários da oferta e o oferente. Outros interesses devem ser recusados³¹.

Por vezes procura obviar-se com um interesse social contrário aos desígnios do oferente.

O interesse social como *Leitmotiv* da actuação do órgão de administração (art. 64º do CSC),

reduz-se nuclearmente ao dever de manuseamento do instrumento jurídico que é a sociedade de modo lucrativo, *maxime* através da realização do seu objecto social. Isto é, de modo que se tenda para que no fim de um dado período haja mais valor do que no início do mesmo. Desse jeito se atende ao interesse primordial dos sócios; se a sociedade não se revelar lucrativa não pode sobrar valor que possa ser distribuído, nem o seu investimento na sociedade se valoriza, não podendo realizar também quaisquer mais-valias³². Nem podia ser outra forma, já que os sócios são os efectivos donos da sociedade e esta foi constituída por estes e para si. No fundo a função primordial do órgão de administração é criar valor para os sócios³³.

O interesse social densifica-se conforme as circunstâncias, hoje poderá convir uma certa actuação, amanhã outra. E uma delas pode ser o lançamento de uma OPA sobre as acções da sociedade. Imagine-se que (1) é lançada uma OPA sobre a sociedade, porque interessa especialmente ao oferente um dado activo desta; (2) após a realização da oferta surge a oportunidade de alienar vantajosamente esse activo a terceiro. Ora, não me choca que a pendência da OPA deverá ser tomada em conta pelo órgão de administração, determinando (mesmo sob condições mais onerosas) o adiamento da conclusão do negócio ou sujeitando-o à condição suspensiva de a OPA se frustrar.

O interesse social, enquanto *quid* autónomo, não é auto-explicativo, não subsiste por si. Existe porque assim se atende melhor, em princípio, aos interesses dos sócios, mas está-lhes pré-ordenado. Esse é (julgo) o sentido da referência ao (primordial) interesse dos sócios no art. 64º do CSC³⁴.

27- Estas duas dimensões (recepção de dividendos e alienação da participação no mercado) são de diversa intensidade. Quanto mais caminharmos no sentido de uma sociedade aberta mais se releva a segunda dimensão referida (pelo menos quanto ao investidor não institucional; v. art. 30º/1 do mesmo Código a *contrario*) e vice-versa quando o sentido da marcha é em direcção às sociedades de pessoas (paradigma do CC).

28- Sobre a contraposição entre um Direito de troca, de encontro da oferta e procura de capitais, e um Direito de organização, de participação de diversos intervenientes (ainda que de interesses hierarquizados e não iguais) para um dado fim, em suma, para a contraposição entre um *Kapitalmarktrecht* e um *Unternehmens und Gesellschaftsrecht (Aktienrecht)*, v. KIRCHNER [2000] p.1823s e MÜLBERT [2001].

29- V. MÜLBERT [2001]. Deve relevar-se que interessará sobretudo a justificação substancial dos normis e não a sua localização formal. E, de facto, se esta questão da limitação da sociedade visada que vimos tratando vem regulada em Portugal a matéria num Código dos Valores Mobiliários, diversamente noutros países. Por exemplo, em França pretende-se justamente introduzir uma nova Secção V, no Capítulo III, do Título III, do Livro II (Direito das Sociedades) do Código de Comércio, onde serão transpostas diversas das matérias tratadas pela Directiva, designadamente a que vimos tratando (v. arts. 9º e 10º do Projecto Francês). Também no Reino Unido a sede formal desta questão será a *Company Law* e não *Capital Markets Law* (veja-se a *Part 22 do ComplLawRef B*).

30- O intuito da regulamentação é justamente a maximização do investimento mobiliário dos accionistas (assim VELLA [2002] p.897).

31- Designadamente outros interesses a que já em geral não poderia o órgão de administração licitamente atender; assim se aponta no *Referentenentwurf* alemão (p.1286).

32- V. GUINÉ [2006] nº1. GUINÉ [2005] nº2.

33- Sobre a *shareholder-value theory*, v. WERDER [1998] p.71ss.

34- Sobre diversas posições na interpretação do art. 64º/1 do CSC v. ABREU [2002] p.294.

Acabam por conseguir-se soluções tendencialmente concordes com o que se prescreve também no art. 182º, como se verá. Mas o entendimento não é unânime e sempre se ganha muito em segurança ao prever uma norma especial.

6) Interesse Pessoal dos Titulares do Órgão de Administração

Os titulares do órgão de administração da sociedade visada têm muitas vezes interesse pessoal em que a OPA se frustre³⁵. Sobretudo quando hostil, por se minar decisivamente a relação de confiança entre o novo sócio controlador e os titulares do órgão de administração. Tudo leva a crer que haverá mudanças ao nível da administração³⁶; v.g. ao nível da manutenção dos cargos³⁷, da repartição de poderes ou da importância dos vencimentos.

É um princípio geral por demais evidente que os titulares do órgão de administração, enquanto gestores de interesses alheios³⁸, não se devem pautar pelos seus próprios interesses. Sobretudo no decurso de operações deste tipo devem desinteressar-se, em benefício para os accionistas, da composição da estrutura accionista³⁹, preocupando-se tão-só em...administrar.

7) Outros Interesses

O interesse de *stakeholders* na frustração da OPA e o do próprio Estado (querendo conservar centros de decisão nacionais no país) não deverão ser atendidos. O que resulta naturalmente da lei geral societária e da especi-

ficidade que resulta do instrumento-OPA⁴⁰. Outros desenvolvimentos aqui não podem caber⁴¹.

8) Início do Período de Limitação

No art. 182º/1-1ª parte determina-se, em primeiro lugar, o momento do início da produção dos efeitos da norma, que sofreu alterações face ao CMVM' (art. 575º/1). Aí se estabelecia que se iniciava com a entrega do anúncio preliminar à sociedade visada, o que tinha a vantagem da certeza: por aquele momento inicial ser certo⁴². Hoje o período de limitação inicia-se com o conhecimento da decisão de lançamento da oferta, equiparando-se a esse momento aquela entrega (art. 182º/2-a)). Portanto, a limitação inicia-se pelo menos no momento em que se iniciava no anterior Código, mas pode começar mais cedo⁴³.

Ainda que os titulares do órgão de administração possam ter conhecimento anterior da oferta, é muito problemática a determinação do seu efectivo conhecimento e da medida deste⁴⁴. Contudo, caso os trâmites do art. 175º/1 sejam obedecidos, o lapso temporal entre o momento da decisão do lançamento da OPA e a entrega do anúncio preliminar será muito reduzido⁴⁵. Por outro lado, é do interesse do oferente a entrega quanto antes do anúncio, designadamente para que indefectivelmente se iniciem os efeitos deste art. 182º.

35-Sobre os interesses próprios dos titulares dos órgãos de administração e o conflito de interesses com os accionistas. v. LOHRER [2001] p.45ss, 63ss, KIRCHNER [2000] p.1822.

36- V. VENTURA [1992] p.206s.

37- Podem encontrar-se estudos empíricos realizados nos EUA em LOHRER [2000] 45ss.

38- Com interesse aqui a contraposição *Principal-Agent* anglo-saxónica; v. KIRCHNER [2000] 1824ss.

39- Sublinhado por MERKT [2001] p.234; GRUNEWALD [2001] p.288s; KORT [2000] p.1427ss. Não merecerão a mesma censura no especial caso da procura por um *white knight*; v. *infra*.

40- V. também *supra* a referência feita à contraposição entre um *Kapitalmarktrecht* e um *Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, desprezando-se no âmbito do primeiro a consideração de interesses outros que não os dos intervenientes na operação em causa.

41- Sobre interesses dos trabalhadores e credores v. sumariamente KORT [2000] p.1435. Para a inatendibilidade na Proposta anterior de Dir. dos interesses dos trabalhadores pelo órgão de administração no decurso de uma OPA, v. MERKT [2001] p.239ss. Para mais interesses relevantes v. LOHRER [2001] p.51ss, 67s.

42- Igualmente no art. 14º/1 do Decreto espanhol se fixa um momento certo: a publicação da suspensão da negociação das acções da sociedade visada. A actual opção no CVM parece ter sido influenciada pela posição mais laixa da *City Code* (*general principle* nº7 e *rule* 21; v. resumidamente FARRAR [1998] p.598). Que terá também influenciado, por exemplo, o legislador austriaco nos mesmos termos (v. §12 da *UWG*).

43- De facto, não convencem os argumentos de FRAGOSO [2005] p. 17ss, no sentido de que esse início seria a entrega do anúncio preliminar, tal como no anterior Código. A letra da lei é expressiva: ao conhecimento da decisão de lançamento da OPA equipara-se a recepção do anúncio preliminar, o que não poderá deixar de significar que esta não se identifica com aquele. Por outro lado, a evolução normativa do CMVM' para o CVM também contraria o entendimento de FRAGOSO, antes que o suporta, como o autor entende.

44- Sobre o assunto v. com muito interesse PEREIRA [2000] p.182ss. No pólo oposto, à questão de saber se igualmente as restrições à gestão se deveriam manter após a consecução da oferta, refere-se HOPT [2000] p.1400.

45- Não tanto nos chamados *Saturday-night specials*.

Mas seria, ainda assim, de todo conveniente regressar à orientação anterior. Resta saber se a Dir. o permite. Nos termos do seu art. 9º/2§2-1ª frase, hão-de os efeitos desta norma produzir-se *pelo menos a partir do momento em que o órgão de administração da sociedade visada recebe as informações referidas no primeiro período do nº1 do artigo 6º*. Esse primeiro período estipula que *os Estado-Membros asseguram que a decisão de lançar uma oferta seja imediatamente tornada pública [e que a autoridade de supervisão seja dela informada]*. Ora, as informações referidas naquela primeira norma não poderá, então, deixar de ser a decisão de lançar a oferta. Contudo, ressaltam dúvidas sobre o sentido a atribuir ao *recebimento dessa informação*. Esse recebimento deverá operar por *entrega* da informação pelo oferente ao órgão de administração da sociedade visada (sujeito activo do dever previsto no art. 6º/1) ou bastará a aquisição desse conhecimento, independentemente da forma pela qual foi adquirido?

Conclusão:

Com efeito, a intenção do legislador comunitário é dúbia e no preâmbulo também não se esclarece. Pela minha parte optaria pela conclusão mais restritiva, aproveitando a porta assim aberta para voltar à solução que constava do anterior Código, erigindo como único critério o actualmente constante do actual nº2-a). A não se entender deste jeito, pelo menos não deverá antecipar-se de modo nenhum o momento actualmente referido no nº1, apesar do texto comunitário possibilitar aos Estados-Membros a antecipação desse momento inicial para o conhecimento do órgão de administração da iminência da oferta (art. 9º/2§2 *in fine*).

9) Objecto Mínimo da Oferta

No art. 182º/1-1ª parte determina-se, em segundo lugar, o âmbito quantitativo mínimo da oferta (um terço dos valores mobiliários da mesma categoria).

Por aquela determinação certa de um terço joga a certeza e previsibilidade necessárias ao mercado de valores mobiliários. Contudo, nas maiores sociedades o controlo consegue-se geralmente com até muito menor percentagem de capital⁴⁶.

Conclusão:

Daí que na Dir. se prescindia totalmente de tal requisito; o único critério é que a oferta se dirija à aquisição de controlo. E essa é também a boa lógica e deve ser adoptado entre nós⁴⁷. Ou então combinar os dois critérios: que a oferta abranja um terço dos valores mobiliários ou que vise adquirir o controlo, o que deverá ser revelado no anúncio preliminar⁴⁸.

10) O Acto Proibido

No art. 182º/1-2ª parte cumulam-se três requisitos. Que o acto altere de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada, que não se reconduza à gestão normal da sociedade e que afecte de modo significativo os objectivos anunciados pelo oferente. Ressalta daqui uma conclusão importante. Pode o órgão de administração vir a actuar contra os interesses do oferente, desde que os dois requisitos seguintes não se preencham simultaneamente, contrariamente do que parece resultar da Dir.

a) Alteração Patrimonial Relevante

O primeiro requisito (alteração patrimonial relevante) é inovador face ao CMVM' (art. 575º/1)⁴⁹. É um conceito indeterminado, com todas as vantagens e inconvenientes que acarretam⁵⁰. Conceitos deste tipo aparecem igualmente nos outros dois requisitos.

O legislador resolveu lançar uma bengala ao intérprete no nº2-b), considerando alterações relevantes: (toda e qualquer) emissão de acções ou de outros valores mobiliários que confirmem direito à sua subscrição⁵¹; a celebração de contratos que visem a alienação de parcelas

46- Embora aquele requisito quantitativo já participe da ideia de aquisição de controlo. O legislador presumiu na prática que este se adquire com a aquisição daquele terço e que este não se adquire no caso inverso. Para caso paralelo veja-se o primeiro limiar fixado pelo legislador a propósito da OPA obrigatória (art. 187º/1).

47- O que implicaria um aditamento ao art. 176º/1, conforme se aborda também *infra* em nota.

48- Diversamente no Anteprojecto da CMVM mantém-se este requisito.

49- E é o principal e único requisito legal no ordenamento suíço (v. 29º/2 da BEGH).

50- Sobre os conceitos indeterminados, v. ENGISCH [1965] p.173ss.

51- Paralelamente v. art. 14º/1-a) do Decreto espanhol e art. 19º§2 do pretérito *ÜbK* alemão (o *ÜbK*, adoptado pela *Börsensuchverständigenkommission* (entidade reguladora), não tinha força de lei, nem chegava a ser um instrumento de *soft law*, era mais um instrumento quase-contratual; sobre o *Kodex*, v. KIRCHNER [2000] p.1826a e ASSMANN [1995], especialmente p. 569ss).

importantes do activo social. Trata-se de uma norma qualificativa, não ordena condutas, mas qualifica o *Tatbestand* da norma do nº1⁵².

O primeiro segmento da alínea, igualmente vem referido na Dir. (art. 9º/2§1)⁵³. O órgão de administração, aproveitando designadamente uma autorização para tanto no contrato social (art. 456º/1 do CSC), poderia efectivamente lançar mão de tal expediente, com claro inflacionamento dos custos para o oferente, designadamente no caso de OPA's gerais⁵⁴. Por outro lado, sobretudo se feito com exclusão do direito de preferência dos sócios⁵⁵, poderia levar à construção de um núcleo duro que impedisse o sucesso da tomada de controlo. Por fim, esta solução participa também daquela ideia de que o órgão de administração deve alhear-se da composição da estrutura accionista.

No último segmento da alínea enquadram-se as chamadas *sell of crown jewels*. Parcela importante é qualquer elemento do activo que objectivamente relevante; uma marca, um lote de participações sociais (v.g. de controlo)⁵⁶, a cedência de créditos (*maxime* para titularização⁵⁷), etc. Deve ser objectivamente relevante quanto à sociedade em concreto, porque importante para uma sociedade de menor património pode não o ser para uma sociedade mais consistente⁵⁸.

O prejuízo que se procura pela alteração do activo, pode conseguir-se com alterações incidindo sobre o passivo⁵⁹ (v.g alteração de prazos

de pagamentos de dívidas⁶⁰, tomada de novos empréstimos⁶¹, etc). E de igual modo através da oneração ou locação de partes importantes do património; assim se dispõe expressamente na lei espanhola (art. 14º/1-c) do *Decreto* espanhol) e não vejo por que não deve valer também entre nós a mesma solução. Tal como também através da celebração de contratos-promessa referentes a parcela patrimonial importante, conforme se referia no CMVM' (art. 575º/2-c)-2ª parte).

As decisões de manutenção do património social não preenchem este requisito, mais até do que não preencherem o requisito seguinte⁶².

Tal como também não altera o património a procura pelo órgão de administração de um terceiro, um *white knight*, disposto a lançar uma OPA concorrente (art. 185º)⁶³. A medida não está prevista entre nós, mas não pode deixar de ser admitida⁶⁴. Ela é expressamente possibilitada na Alemanha (§33 (1) da WpÜG), no Brasil (art. 262º da LSA) e também na Dir. (art. 9º/2§2). Sobretudo deve atentar-se que a procura de um *white knight* é sempre benéfica para os accionistas, sujeitos cujos interesses importa aqui proteger. Pode levar não só a que um *white knight* efectivamente apareça e faça uma oferta concorrente mais favorável⁶⁵ (pelo menos 5% mais elevada; art. 185º/3), ou pode levar a que o oferente inicial opte por subir o valor da sua oferta (art. 184º)⁶⁶. Em último caso simplesmente a oferta se manterá inalterada e os

52- Sobre normas meramente qualificativas, v. ASCENSÃO [2001] p.481.

53- E também já no CMVM' (art. 575º/2-a-b)).

54- Porque se alarga o objecto sobre que incide a OPA e porque aumenta a quantidade de acções necessária para conseguir o controlo (*Referentenentwurf* [2001] p.1286).

55- Entre nós sujeito ao apertado requisito do art. 460º/2 do CSC.

56- Como era mencionado no art. 575º/2-c)-1ª parte do Código anterior.

57- É a interessante sugestão de SILVA [2005] p.11. Desse modo não se irá o adquirente aproveitar da parte do valor dos créditos, excedendo o preço da cessão, que será apropriado pelos obrigacionistas da sociedade de titularização de créditos ou pelos titulares das unidades de titularização de créditos. Isto é, não se poderá aproveitar do sobrevalor das Dívidas de Terceiro cedidas face às Disponibilidades adquiridas pelo cedente.

58- P. ex., fixa-se em 10% do valor do activo essa importância no art. 35º/1-a) das *ÜbV* suíças, à semelhança da orientação (aqui indicativa somente) do *City Panel* inglês (v. FARRAR [1998] p.598).

59- V. pertinentemente os já referidos arts. 29º/2 da *BEGH* suíça e 19º§2 do pretérito *ÜbK* alemão.

60- Discutível é se pode convencionar-se a antecipação do vencimento no caso de uma OPA sobrevir...

61- Sobre o endividamento excessivo como medida defensiva, v. sumariamente LOHRER [2001] p.255.

62- Relevando antes a inexistência deste v. SILVA [2001] p.116. Aliás, quando se entenda tratar-se a norma de norma de competência, nem sequer faz sentido falar de incompetência para decisões de manutenção do património; a competência é pertinente à prática de actos e não a actos que se deixam de praticar.

63- Em Portugal, a primeira OPA concorrente foi lançada em 1991 sobre a *Sofinloc*. Para mais exs., v. www.cmvm.pt/publicacoes/relatorios_rel1999_rel1999_pt_rel1999_pt_51.asp (acesso em 05/11/2005).

64- Assim também SILVA [1999] p.242.

65- V. art. 45º/3 do regulamento 10/2000 da CMVM. De referir que esta matéria deverá e passará a estar regulada no CVM (v. arts. 185º-A e B do Anteprojecto da CMVM).

66- Paradigmaticamente veja-se a esculda de ofertas pela *Dufasco*, protagonizada recentemente pela *Thyssenkrupp* e pela *Arcelor* (v., por exemplo, a notícia a propósito do Financial Times na versão alemã em <http://www.ftd.de/uf/in/36252.html> - acesso em 29/12/05).

accionistas decidirão, sem outros prejuízos.

Conclusão:

No art. 9º/2§1 da Dir. não se erige este critério. Parece mesmo que, para nos conformarmos com ela, não deve ele ser erigido⁶⁷.

Ainda assim, deve relevar-se que só muito dificilmente poderão vir a ser relevantes actos outros que não impliquem alteração patrimonial relevante⁶⁸. Porque, como será referido, devem sempre tratar-se de actos que importem significativamente para os objectivos do oferente.

Também não parece ser necessário consagrar qualquer referência ao aumento de capital, tal como é despidendo referir a possibilidade de convocação de um cavaleiro branco. Embora *non pereat mundi*, caso se preveja expressamente⁶⁹.

b) Acto de Gestão Normal

1) Noção

Um dos requisitos do art. 182º/1 é que não se trate de acto de *gestão normal*, tal como noutros ordenamentos. Na regra 21 do *City Code* também se fala em *ordinary course of business*. Na Alemanha o passado *ÜbK* referia pertinentemente a mesma ideia (*gewöhnlichen Geschäftsbetriebes*: art. 19º) e o *CorpGovK* também não o deixa actualmente de referir (*gewöhnlichen Geschäftsverkehrs*: 3.7). O legislador espanhol erigiu mesmo uma cláusula geral baseada na *actividade ordinaria de la sociedad* (art. 14º/1 do *Decreto* espanhol)⁷⁰.

Nas sociedades anónimas a gestão social está exclusivamente a cargo do órgão de administração (arts. 405º/1 e 431º/1 do CSC). Por actos de gestão entendem-se, no fundo, *as medidas relativas ao desenvolvimento da actividade da empresa social e à consecução dos fins*

*sociais*⁷¹, com respeito pelas atribuições dos outros órgãos.

Este deve ser este o requisito mais importante e paradigmático. Se o órgão de administração não deve praticar certos actos, igualmente não se desliga do positivo dever de administrar a sociedade, o que não pode deixar de ser assim e para que não pode deixar o órgão de administração de estar habilitado⁷². E só desse modo se corresponde da melhor forma aos interesses dos accionistas da visada⁷³. Já foi visto que efectivamente a limitação dos poderes do órgão de administração é no seu interesse, em atenção a uma eventual realização de mais-valia, cuja possibilidade se não quer que precluda à partida. Mas deve também notar-se que essa realização é uma eventualidade, que pode não se vir a concretizar, seja pela parte do oferente (quando os requisitos a que submetera a OPA não se preencham, ou quando passa a revogar a oferta), seja pela parte dos accionistas (não aceitando vender).

Por isso mesmo importa que entretanto, que do período de limitação dos poderes de gestão do órgão de administração, não decorram consequências desproporcionadas, demasiado gravosas face a uma benefício de verificação incerta. Assim se impõe pelo lado dos interesses dos accionistas, como é evidente, que podem ter de, ou optar por, ficar na sociedade. Aliás, no caso de mais graves limitações à gestão da sociedade, lançada uma OPA, poderiam ver-se na contingência de vender para não ter de fazer face a prejuízos, por vezes, vultuosos e inevitáveis. Ora, é de todo de evitar que os accionistas caiam nesse dilema⁷⁴.

É esse também o expresso desígnio do legislador comunitário, no seu Considerando (16) da Dir.. Ai se estabelece que serão interditas *certas operações de carácter excepcional, sem impedir indevidamente a sociedade visada de prosseguir o curso normal das suas actividades*.

67- Diversamente, este requisito mantém-se no Anteprojecto da CMVM.

68- Para um ex. eventualmente v. BECKER [2001] p.284.

69- Assim, por exemplo, a lei austríaca actual não prevê actualmente nenhum dos dois casos no seu §12 da *ÜbG*, mas ambas são previstas no Projecto Austríaco para a mesma norma. No Anteprojecto da CMVM esclarece-se agora também no texto da lei esta segunda hipótese (v. o proposto art. 182º/3-b)).

70- Certamente será o mais importante requisito, mas em alternativa igualmente se proíbem todos os actos cujo fim principal seja obstaculizar a oferta.

71- V. ANTUNES [1994] p. 129. Para uma noção de gestão v. GUINÉ [2006] nº 8.

72- Assim HOPT [2000] p.1391s.

73- E ao próprio oferente, que não querará decerto que a sociedade deixe de ser administrada convenientemente...

74- Um pouco à semelhança do chamado dilema do prisioneiro, sendo que agora o elemento conctivo não está na submissão a uma nova minoria de controlo (sobre este aspecto v. MÜLBERT/BRKE [2001] p.713ss), mas nas consequências negativas para a sociedade decorrentes da limitação da administração.

Portanto, o que se quer impedir é a adopção de medidas excepcionais, mas não todas, apenas certas medidas. Quais? Essencialmente aquelas medidas tomadas pelo órgão de administração com o fito de impedir o sucesso da OPA⁷⁵, em atenção a interesses espúrios. Agora, há medidas excepcionais, em que o órgão de administração não quer obstaculizar a OPA, mas que acabam por actuar defensivamente; igualmente estas estão vedadas ao órgão de administração. No entanto e retomando a Dir., além destas haverá medidas excepcionais que poderão ser tomadas: - as que não *possam comprometer o êxito da oferta*.

Parece que erigir como critério o conceito de gestão *normal* é uma opção feliz. É preferível a falar tão-só em *gestão corrente*.

Por gestão corrente entende-se o complexo de actos a praticar para atender ao dia-a-dia da sociedade (*day-to-day business; Tagesgeschäfte*), englobando-se aqui muitos dos poderes delegáveis pelo conselho de administração num só administrador (ver arts. 407º/1 e 431º/3 do CSC). Tais actos são essencialmente constituídos pelos ditos actos de mero expediente: actos de de menor relevância económica, caracterizados pela uniformidade (de conteúdo, limites e efeitos) e pela repetitividade, reflectindo mais a burocracia empresarial⁷⁶, do que a gestão social propriamente dita.

No art. 182º/1 certamente que também não se confundiram uns com os outros⁷⁷. Por um lado, só indo além da gestão corrente se consegue

almejar um ponto de equilíbrio na tensão entre a eficiência do mercado mobiliário e a eficiência da condução da vida da sociedade⁷⁸.⁷⁹. Depois, o legislador teria qualificado de corrente a gestão referida neste nº1, uma vez que certamente não desconhecera a distinção entre a qualificação da gestão como corrente ou como normal⁸⁰. Por fim, ainda que se possa dizer dever ser inversamente proporcional a extensão dos poderes do órgão de administração e a possibilidade temporal de intervenção autorizante da assembleia, mesmo a convocação de uma assembleia num curto prazo de duas semanas (v. art. 9º/4 da Dir.), parece não chegar para que nos bastemos com a chamada gestão corrente⁸¹.

De qualquer modo, deve realçar-se que o conceito de gestão corrente estará sempre contido no de gestão normal, sendo este mais (ou muito mais) amplo.

Mas o que deve ser gestão normal para estes efeitos?

No Direito Civil por gestão normal entende-se essencialmente uma actuação dirigida à conservação do património⁸². Ora, o seu sentido é necessariamente diverso no Direito das Sociedades⁸³. A sociedade, instrumento para o exercício empresarial, pressupõe uma consideração dinâmica, antes que estática de administração; trata-se de uma actividade naturalmente arriscada⁸⁴ e também naturalmente muito abrangente⁸⁵. A consideração como normal, há-de ter por referência um qualquer quadro por remissão para o qual se afere justamente essa

75- Medidas defensivas em sentido estrito ou reactivas, na medida em que se distingue entre estas, medidas preventivas e medidas diferidas (PEREIRA [2000] p.177 em nota). As duas últimas caracterizam-se por serem tomadas previamente ao lançamento de uma OPA, distinguindo-se entre si por o efeito se reportar nas segundas no momento do lançamento de uma OPA (v.g. a chamada OPA estatutária, sobre ela v. SILVA [2001] p.97ss; diversamente o estabelecimento de *golden parachutes* é uma típica medida preventiva, sobre ela v. LOHRER [2001] p.221ss, 263ss e art. 35º/2-e) das ÜhV suíças).

76- V. CANDEIAS [2000] p.263.

77- Diversamente o entende FRAGOSO [2005] ao longo do seu texto, por exemplo...

78- V. VELLA [2002] p.887s.

79- Agora, se a montante não basta a gestão corrente, a jusante igualmente não podem ser actos de gestão normal certas decisões em matérias fundamentais do governo das sociedades (*grundsätzliche Massnahmen*, em oposição às *Geschäftsführungsmassnahmen*), para os quais se chega a falar em competência residual dos sócios (v. por todos ANTUNES [1994] p.123ss; v. também a conhecida *Holz Müller-F Entscheidung* de 1982, in NJW, p.1703ss; contra MAIA [2002] p.165ss, em nota).

80- Contraponha-se a designação usada na norma do CVM com aquela utilizada no art. 407º/3 do CSC, sobre a delegação de poderes: - *gestão corrente*. Este último artigo insere-se nada menos do que na Secção I (*Conselho de Administração*), do Capítulo VI (*Administração (...) da Sociedade*), Título IV (*Sociedades Anónimas*), deste último Código.

81- A lógica seria esta: quanto mais célere poder ser a intervenção da assembleia, face no momento em que é pedida e no momento em que normalmente órgão de administração deveria decidir, maior poderá ser a restrição aos seus poderes. Mas mesmo um intervalo de duas semanas poderá não se adequar à volatilidade das decisões de negócios nos tempos que correm (e cada vez mais...).

82- V. por todos ANDRADE [1974] p.54ss.

83- Reclamando outra noção que não a do Direito Civil, também ASCENSÃO [2000] p.447.

84- V. VENTURA/CORREIA [1969] p.94s; aliás, arriscada e agressiva, v. SILVA [2001] p.113.

85- Veja-se, desde logo, a amplitude da administração conferida no órgão de administração, nos termos do art. 406º (prémio) do CSC.

normalidade. Esse quadro há-de buscar-se tendo em atenção também o objecto social, a natureza e o fim da actividade da sociedade⁸⁶. Assim, a venda de imóvel do seu património não seria um acto de gestão normal no âmbito de uma SAD ou de uma SGPS (v. arts. 2º do DL nº67/97, de 3 de Abril, 1º/1 do DL nº495/88, de 30 de Dezembro); diversamente se poderá afirmar no âmbito de uma dita "imobiliária". Mas sobretudo deve atender-se ao seguinte.

Parece-me decisivo (eventualmente de modo cumulativo com algum dos critérios acabados de referir ou substituindo-os mesmo) a consideração da estratégia empresarial que até ao momento em referência vinha sendo seguida⁸⁷.⁸⁸, entendendo estratégia como o plano de acção determinado pelos órgãos societariamente competentes para desenvolver e ajustar competitivamente a actuação de uma empresa no mercado. Acto de gestão normal seria todo o acto explicável ou relacionável com esse plano estratégico; no fundo, seria um acto de execução dessa estratégia. Portanto, deveria atentar-se sobretudo numa sociedade concreta, na sua actuação característica em si mesma, antes que comparando-a com um parâmetro médio intra-sectorial e com a importância patrimonial em si do acto⁸⁹. O que distingue cada vez mais as empresas e as faz sobressair no mercado é a sua especificidade própria; o que é normal para uma dada empresa pode não o ser

quanto a outra, do mesmo tipo, dimensão e actividade, e é sobre uma empresa concreta que foi lançada a OPA⁹⁰.

Mas também não me parece despiendo que, quanto mais relevante (patrimonialmente e tendo em atenção os objectivos do oferente) for o acto, mais inequívoco deverá ser a política empresarial em que o mesmo se funda.

Portanto, será normal tudo o que não seja descontinuo face à sequência anterior; isto é, incluem-se também aqui actos importantes, que não se repetem no tempo, mas que se justificam face à política empresarial já definida⁹¹. Actos descontínuos ou excepcionais serão, designadamente: actos revelando alterações à política empresarial até aí delineada⁹², como bem vêm relevando a jurisprudência de *Dellaware*, desde o caso *Unocal*⁹³; ou certas oportunidades de negócio esporádicas⁹⁴. Portanto, retomando o Considerando (16), quer-se evitar a tomada de operações de carácter excepcional, mas permitindo igualmente que a sociedade *desarrolle su línea habitual de actividades*⁹⁵.

Assim se poderiam resolver a contento muitos casos de aquisições efectuadas pela sociedade visada na pendência de OPA⁹⁶, como os que impliquem *anti-trust problems*⁹⁷, tal como muitos dos casos habitualmente designados como de *Pac-man strategy* (ou contra-OPA)⁹⁸, ou *fat-man strategy*⁹⁹. Tudo dependerá,

86-Para diversas posições da doutrina italiana, relevando quer estes, quer outros aspectos, v. MARTINS [1998] p.22s, em nota.

87- V. MAIER-REIMER [2001] p.269, KRAUSE [2002] p.712 e o *Referentenentwurf* [2001] p.1986), onde se fala das *Unternehmensstrategien* até então seguidas.

88- Essa estratégia empresarial há-de averiguar-se empiricamente e também com fundamento noutros dados, como as actas do órgão de administração.

89- Ao contrário da doutrina italiana maioritária, v. MARTINS [1998] p.22s, em nota.

90- Um exemplo interessante foi lançado, em lição oral, pelo Professor Eberhardt SCHWACK, durante a aula de abertura do X Curso de Pós-Graduação em Direito dos Valores Mobiliários (promovido pelo Instituto de Direito dos Valores Mobiliários da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa), a propósito do sentido do conceito de *gewöhnlichen Geschäftsbetriebes*, constante do anterior *Übk* alemão: os aumentos de capital anualmente concretizados pela *Siemens*, em valores bastante consideráveis, para financiar novas aquisições.

91- Bem mais amplo parece ser o actual §33 (1) da *WpÜG*. O órgão de administração deve aí actuar não só como um qualquer gestor criterioso e diligente (*ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsführer*) fora do quadro de uma OPA em curso.

92- Aliás, a própria decisão, pelo órgão de administração, de alteração da política empresarial é um acto de gestão deveras importante, não devendo o órgão de administração proceder a essa alteração no decurso de uma OPA (ainda que a decisão de modificação da política empresarial não tenha, por si, efeitos externos).

93- V. KAHAN [1998] p.685; também assim opina CARVALHOSA [2003] p.240s.

94- Certamente *medidas extraordinárias*, na expressão de CARVALHOSA [2003] p.240. Para um caso real, incidindo sobre uma eventual alienação de acções detidas pela sociedade visada, v. SILVA [2001] p.114ss.

95- Aqui na versão espanhola

96- Em sentido semelhante parece-me ir LOHRER [2001] p.271s, que sublinha a lógica empresarial que deve transparecer da operação.

97- V.g. caso da *Orange 67*, no decurso da OPA lançada pela *Vodafone sobre a Mannesmann Ab*, em finais dos anos 90 (que igualmente terá resultado como *fat-man strategy*, por se engordar o objecto mediato da oferta).

98- Não a admite VELLA [2002] p.894, nem HOPT [2000] p.1389s.

99- Sobre estas três medidas v. LOHRER [2001] p.256ss.

essencialmente, da relacionabilidade da aquisição com a estratégia anterior. Nem me repugna que mesmo uma alienação de parte social importante se possa considerar acto de gestão normal, quando se enquadre na política que vinha sendo seguida até esse momento (v.g. por a sociedade estar em processo acelerado de *downsizing*).

Igualmente difícil de compaginar com esta ideia de gestão normal me parece ser o lançamento de campanhas publicitárias em larga escala, com o fim tão-só de convencer os accionistas a não aderirem à oferta apresentada. Pelo menos quando implique um investimento em larguíssimo montante¹⁰⁰. O órgão de administração já exprime a sua opinião sobre a oferta por outro meio (v. art. 181º; art. 9º/5 da Dir.) e deve procurar alhear-se da composição do corpo accionista. Até admito que possa haver leves campanhas informativas, até mesmo *road-shows* para accionistas em geral ou para maiores accionistas¹⁰¹, mas não de um teor elevadíssimo¹⁰².

A aquisição de acções próprias¹⁰³ também não será geralmente acto de gestão normal¹⁰⁴. Quando o contrato de sociedade não restringir (art. 317º/1 do CSC), pode o órgão de administração decidir a aquisição em caso de prejuízo grave e iminente para a sociedade (art. 319º/3 do CSC)¹⁰⁵; logo, não pode tratar-se de um acto de gestão normal (na continuidade). O que não significa obviamente que o órgão de administração deixe de poder decidir a aquisição em caso de prejuízo grave e iminente, como se verá já de seguida¹⁰⁶.

De facto, o regime português é diverso, porque mais restritivo, do alemão, em que se refere que

poderá o órgão de administração praticar todos os actos que um gestor diligente e criterioso tomaria fora do quadro de uma OPA em curso (§33 (1), da *WpÜG*), em que se incluem actos descontínuos, como o aproveitamento de certas oportunidades de negócio esporádicas. Mas acolhe-se também à luz desse regime a legitimidade de actos descontínuos destinados a acautelar um prejuízo irreparável à sociedade; assim, p. ex., sabendo-se que está iminente que um qualquer credor vá pedir a declaração de insolvência da sociedade. Um gestor criterioso e diligente não deixaria em geral de tomar medidas tendentes a evitar essa situação. Mas, mesmo entre nós, não será... normal que o órgão de administração obvie a prejuízos inevitáveis? Não vejo como em casos extremos se poderá recusar esta possibilidade de actuação ao órgão de administração¹⁰⁷. Assim se atende aos interesses dos accionistas da sociedade visada e também aos do oferente certamente, que até poderia vir a revogar a oferta com a declaração de insolvência.

Em conclusão, perfilhe-se o critério essencialmente apontado para a compreensão do substracto do conceito de gestão normal ou prefira-se um outro (é essa a virtualidade fundamental dos conceitos indeterminados, a possibilidade de densificação doutrinária), parece que se trata de uma ideia fundamental, que não poderá passar em branco na lei.

Conclusão:

Este requisito não vem expressamente mencionado no art. 9º/2§1 da Dir. Contudo, parece-me adequado que se continue a erigi-lo e a Dir. só será efectivamente bem transposta nesse caso.

100- P. ex., aquando do lançamento da OPA sobre a *Mannesmann-AG* pela *Vodafone* foram gastos pela última montantes elevadíssimos, entre os 400 e os 700 milhões de marcos, nada menos do que mais de um terço dos ganhos da sociedade nesse ano! (V. HOPT [2000] p.1382, LOHRER [2001] p.49). Igualmente em Espanha, a *Endesa* (na sequência da OPA lançada sobre si pela *Gas Natural*) tem lançado mão deste expediente.

101- Sobre *road-shows* e o princípio da igualdade entre os sócios (imposto também pelo art. 3º/1-n da Dir.), v. a decisão do *Landesgericht* (Tribunal de 1ª instância) de *Düsseldorf*, de 14/12/99 (in AG, 2000, p.233ss) e KRAUSE [2000] p.220. Também a *Endesa* lançou um *road-show* intitulado *Endesa: melhor projecto, mais valor*.

102- Assim também KORT [2000] p.1439ss. Muito menos restritiva, v. a citada decisão do *Landesgericht* de *Düsseldorf*, justamente sobre o caso *Mannesmann-AG*. Com interesse sobre a medida e o conteúdo das exteriorizações de informações licitas, v. BECKER [2001] p.284.

103- Das consequências mais evidentes daí decorrentes é naturalmente o subida da cotação actual das acções, levando a que a oferta se torne menos atractiva para os accionistas.

104- Pelo menos quando, como no texto, se suponha não ser precedida de deliberação da assembleia geral (art. 319º/1, prómio, do CSC). Quando de tanto precedida e seja uma prática reiterada na vida daquela sociedade, parece que já será enquadrável na normalidade da gestão societária.

105- O que se presume em certos casos (arts. 319º/3, 317º/n) e e) do CSC); o lançamento de uma OPA sobre a sociedade obviamente que não representa prejuízo grave e iminente, sendo até um incidente normal actualmente na vida das sociedades, *resultantes do normal funcionamento do mercado* (nc. STJ 27/11/2001, Processo 02B1145, in www.dgsi.pt; acesso em 05/11/2005).

106- Mas, quando se entenda tratar-se do art. 182º/1 de norma de competência, significa que, no decurso de uma OPA sobre a sociedade, na falta dessa gravidade e iminência, filice a competência para tanto ao órgão de administração Diversamente fora do quadro de uma OPA em curso, caso em que haverá somente responsabilidade dos titulares do órgão de administração (art. 323º/4 do CSC).

107- Assim ALTMEPPEL [2001] p.1077.

Já vimos que assim o exige a teleologia desse instrumento jurídico, localizado entre o Direito do Mercado de Capitais e o Direito das Sociedades, que é a OPA. E essa teleologia teria sempre de ser tida em conta, sob pena de desvirtuamento desse instrumento.

Por outro lado, igualmente já foi referido o disposto no Considerando (16) da Dir., onde se estabelece que: *para evitar operações que possam comprometer o êxito de uma oferta, deverão ser limitados os poderes do órgão de administração de uma sociedade visada em relação a certas operações de carácter excepcional, sem impedir indevidamente a sociedade visada de prosseguir o curso normal das suas actividades.*

E novamente no art. 9º/3 da Dir. se faz referência ao *quadro normal das actividades da sociedade*¹⁰⁸, estabelecendo que somente nesses casos as decisões do órgão de administração tomadas previamente ao período de limitação ainda não executadas deverão ser aprovadas pela assembleia geral¹⁰⁹. Ora, o que prejudica o sucesso da oferta é a execução da decisão, antes que a decisão em si mesma; pelo que não faz sentido distinguir-se neste nº3 entre actos que prejudiquem a oferta que se insiram dentro do quadro normal de actividades e actos que prejudiquem a oferta e aí não se insiram, e não o fazer no nº1. Há uma antinomia que deve resolver-se ou desconsiderando essa nota no nº3 ou considerando um requisito suplementar no nº1

e já vimos que faz todo o sentido essa consideração suplementar neste número¹¹⁰.

Optando-se (mal, a meu ver...) por não fazer referência a esta ideia de gestão normal, pelo menos não se vê como não fazer menção da ideia de gestão corrente¹¹¹. Caso contrário, poderia significar a eventual paralisação por completo do funcionamento da sociedade¹¹².

II) Cumprimento de Obrigações Prévias

No art. 182º/3-a) exceptuam-se os actos do órgão de administração que resultem do cumprimento de obrigações assumidas antes do conhecimento do lançamento da oferta¹¹³. A solução já vem do CMVM' (art. 575º/2) e igualmente assim se estipulava expressamente no art. 19º§3 do pretérito *ÜbK* alemão¹¹⁴, com boas razões. Desde logo, ao oferente cabe tomar a sociedade tal como ela se encontra¹¹⁵. Depois, por um lado, não cumprindo as suas obrigações a sociedade não deixa de incorrer em responsabilidade contratual; por outro, se assumidas em momento anterior, não o foram certamente em virtude do lançamento de uma OPA que ainda não existia¹¹⁶.

Contudo, atentando na *ratio legis*, ressalve-se que não deverá o órgão de administração poder mandar cumprir antecipadamente uma obrigação ainda não vencida, quando assim se prejudique o oferente, e não se cumpram os requisitos constantes do nº1¹¹⁷.

108- Sendo certo que esta norma consta já dos Projectos Austriaco e Francês, em termos tendencialmente decalcados da Dir., referindo-se respectivamente a *normalen Geschäftsvverlauf* (na versão proposta para o §12 (3) da *1bG*) e *cours normal des activités de la société* (no novo art. L. 233-32 §2 do *Code de Commerce*, proposto no art. 10º deste segundo Projecto).

109- Lançando mão de textos da norma noutras línguas (v.g. a inglesa, alemã e a espanhola), deve ler-se ali *decisions tomadas antes do início do período*, antes que como se diz (mal) na versão portuguesa *decisions que devam ser tomadas antes do início do período*. Se se lesse *devam ser tomadas* seria porque ainda não foram tomadas, o que não faz sentido... Por outro lado, a referência à *confirmação* das decisões, a par da sua *aprovação*, parece orientar-se já para o caso de decisões prévias da assembleia. Doutro modo não teria sido inserido essa palavra. A propósito deste art. 9º/3 da Dir., veja-se o disposto no art. 182º/2-c) do Anteprojecto do CMVM.

110- Contudo este argumento é reversível. É que, muito pertinentemente, poderá dizer-se que o legislador se exprimiu desse modo no nº1, justamente porque essa era a sua intenção, diversamente de como se exprimiu no nº3. E *ubi lex non distinguit nec nos distinguere debemus*...

111- Que se justifica por maioria de razão, perante todo o anterior discurso.

112- Assim também se realça na Consulta Pública nº11/2005, p. 21. Tenho, contudo, dúvidas quanto ao argumento *a fortiori* avançado na p. 4. Ai se argumenta que, se a Directiva permite o mais (a não adopção das restrições constantes do art. 9º/2-4), também permitiria o menos (a imposição de restrições com maiores exigências. Não me convence que na Dir. se permita essa via *per mezzum*.

113- Firma-se outra excepção a esse regime na alínea b), em seguida analisada. No art. 575º/3 do CMVM' cifrava-se mais outra: ser o acto previamente autorizado pela CMVM (sobre a bondade da solução v. divergentemente VAZ [2000] p.188 e GARCIA [1995] p.251). Entre nós, contudo, poderá ser introduzida outra excepção. Nos termos do art. 12º/3 da Dir., os Estados-Membros prever a dispensa às sociedades neles sediadas deste regime limitativo, quando a sociedade oferente ou quando sociedade que a controle não esteja sujeita aos mesmos preceitos. Assim se garantiria um mesmo *level playing field* internacional. Conforme se refere, aliás, na consulta Pública nº11/2005 (p. 2, 4), justificando a solução de aditamento de um novo nº no art. 182º nesse sentido. Simplesmente, não poderá, a meu ver, significar de modo nenhum a postergação do interesse dos accionistas e do interesse social nos termos já referidos em texto... Finalmente, sublinhe-se que no §33(1) *in fine* da WpÜG alemã se estabelece uma outra importantíssima excepção (com que não concordo...): poder o *Aufsichtsrat* (conselho geral) autorizar ao órgão de administração a prática dos actos. ...

114- E assim se devendo interpretar o actual §33 da WpÜG (v. LJEBSCHER [2001] p. 867).

115- Assim MAIER-REIMER [2001] p.274.

116- Assim PEREIRA [2000] p.197 e GARCIA [1995] p.251.

117- Assim PEREIRA [2000] p. 197.

Esta norma confirma aquela ideia de que o que se pretende com esta regulamentação é a compatibilização de um não entravamento da OPA por actuação do órgão de administração com o interesse da continuidade da exploração normal da sociedade. Vem-se aqui justamente relevar que a sociedade não deve deixar de seguir o seu *curso normal* no decurso de uma OPA¹¹⁸.

Conclusão:

Esta é a boa doutrina e que não deve deixar de valer também no âmbito da Dir., apesar de esta ser omissa neste ponto. Deve manter-se a norma actual nesta parte¹¹⁹.

c) Prejuízo nos Objectivos do Oferente

Durante uma OPA, procura-se tutelar um diálogo que se quer directo entre oferente e accionistas da sociedade visada¹²⁰. O órgão de administração pode obstruí-lo por duas formas: (1) indirectamente, demovendo os accionistas ou tornando mais difícil ou oneroso, senão impossível, ao oferente a concretização da OPA; (2) actuando directamente contra os objectivos que o oferente se propusera com a aquisição. São exemplo da primeira hipótese as já referidas aquisição de acções próprias, aumento de capital ou o lançamento de campanhas publicitárias em larga escala. São exemplo paradigmático da segunda a *venda de jóias da coroa*. De qualquer modo a afectação dos objectivos do oferente deve ser *significativa* (art. 182º/1) e será sempre significativa (em princípio) quando se impossibilite a condição a que o oferente sujeitou a OPA¹²¹.

Em relação à afectação directa aos objectivos do oferente, o oferente pode muito bem

perseguir objectivos diversos. Nestes casos obviamente que a infracção grave de um só desses objectivos pode muito bem levar à proibição do acto em causa. Mas igualmente parece pertinente que quanto mais abrangente for o leque de objectivos predispostos pelo oferente, maior deverá ser o grau de prejuízo nos interesses do oferente em ordem a considerar-se uma afectação significativa.

Quanto às medidas que atentam indirectamente nos objectivos do oferente, deve atentar-se que todas elas acabam por prejudicar o oferente, diversamente das anteriormente referidas. Por isso é da máxima importância, sobretudo nestes casos, a consideração da afectação significativa (dos objectivos deste).

Decorre do art. 182º/1 que importam antes os objectivos anunciados pelo oferente e não outros deduzidos, presumidos ou mesmo conhecidos pelo órgão de administração¹²². Assim decorre desde logo da letra da lei¹²³, mas igualmente deverão ser esses, e não outros, tidos por relevantes numa eventual revogação da oferta (art. 130º). Por outro lado, não se deve olvidar a segurança jurídica de que a presente situação é especialmente credora e que muitas vezes, mais do que conhecer verdadeiramente, o órgão de administração poderá julgar conhecer outros objectivos.

Como também já foi referido, deve na transposição da Dir. aproveitar-se para fazer regredir o início do período de limitação dos poderes do órgão de administração ao momento da entrega do anúncio preliminar, o que elimina praticamente a hipótese de ainda não estarem anunciados os objectivos quando se inicia o período de limitação do órgão de administração¹²⁴.

118- Aliás, há até uma certa analogia estrutural entre a ideia subjacente nesta alínea e a ideia subjacente à ideia que deixei de gestão normal. Se no primeiro caso se trata de alicerçar a execução de um acto numa situação de direito anterior (obrigação anteriormente assumida), no segundo procura-se também alicerçar a actuação do órgão de administração numa legitimidade anterior, nada menos que a política empresarial que vinha sendo definida pela sociedade (sobretudo através do órgão de administração) e para ela.

119- Pelo que não se compreende a sua supressão no Anteprojecto da CMVM.

120- Salientam o ponto SILVA [1999] p.220 e PEREIRA [2000] p.177s. que realça justamente a diferença face a outros processos de concentração, como uma fusão, em que o órgão de administração tem um papel activo (desde logo atente-se no art. 98º do CSC). Noutros termos, mas na mesma ideia, v. MERKT [2001] p.233, 247s e MAIER-REIMER [2001] p.260.

121- V. pertinentemente art. 35º/2-b) das ÜbV suíças.

122- Assim também FRAGOSO [2005] p. 29. Diversamente, v. PEREIRA [2000] p. 196.

123- Se nesta norma o legislador soube muito bem distinguir entre conhecimento e anúncio (preliminar) da decisão de lançamento de OPA, igualmente saberá distinguir entre objectivos conhecidos e anunciados...

124- Elimina praticamente a hipótese mas não a exclui. No âmbito de uma OPA, além do dever de anunciar o lançamento da oferta pública e respectiva publicação (art. 123º), e do dever de feitura de um prospecto e respectiva publicação (arts. 134ºs), resultu para o oferente o dever de remeter à CMVM, à sociedade visada e a entidades gestoras de certos mercados regulamentados, um anúncio preliminar e respectiva publicação (arts. 175ºs). E pelo menos desde a recepção deste anúncio preliminar o exercício dos poderes da Administração da visada encontra-se limitado. Ora, como o próprio nome indica e como decorre da lei (v. art. 175º/1), a entrega do anúncio preliminar é anterior à efectivação e publicação do anúncio do lançamento e do prospecto. (Cont.)

Conclusão:

Parece curial que o aparentemente único requisito que se erige na Dir. é que o acto seja *susceptível de conduzir à frustração da oferta* (art. 9º/2§1). No fundo reconduz-se ao terceiro requisito da nossa lei. Tal actuação é reconduzível a um dos dois modos (afecção directa ou indirecta) que referimos, e igualmente deverá constituir uma afectação significativa dos intuitos do oferente. De contrário não pode razoavelmente levar à frustração da oferta. Tal como é também a ideia que transparece da parte final da norma, ao referir que somente se interdita a *emissão de valores mobiliários quando for susceptível de impedir de forma duradoura que o oferente assumo o controlo da sociedade visada*; quando for significativa portanto.

Agora, a questão está em saber se se devem manter os restantes dois requisitos. Mas a resposta a essa questão já foi dada e para aí me remeto.

11) Referência aos Grupos

Nas situações de grupo¹²⁵ a emissão de instruções ao órgão de administração da sociedade-filha (arts. 503º/1, 491º do CSC) é um acto de gestão da sociedade mãe. Como tal, não deixa de estar sujeita ao regime da limitação dos demais actos de gestão, nos termos do art. 182º do CVM. Mas para obedecer plenamente aos fins tidos em vista, em todos os casos em que o órgão de administração de uma sociedade

tenha, pela lei societária, de observar as prescrições de gestão emitidas por outra sociedade, uma OPA lançada sobre esta não pode deixar de produzir as mesmas limitações à sua actuação que incidem sobre o órgão de administração da sociedade visada¹²⁶. Numa interpretação teleológica essa é a interpretação correcta¹²⁷.

Conclusão:

A Dir. não se pronunciou sobre o assunto. Mas, apesar de já actualmente a solução ser defensável, mais seguro será alterar a actual lei nesse sentido, à semelhança do actual art. 14º/2 do Decreto espanhol (e do pretérito *ÜbK* alemão, no seu art. 19º§1).

12) Intervenção da Assembleia Geral**a) Seu Momento**

A possibilidade de intervenção autorizante dos accionistas (art. 182º/3-b)) vem confirmar a ideia do protagonismo do interesse dos accionistas da sociedade visada nos processos de OPA¹²⁸.

Segundo a alínea b), deve a assembleia ser especificamente convocada durante o prazo da oferta e especificamente para o fim de conceder a dita autorização¹²⁹. O factor temporal tem de ser lido habilmente, porque é teleologicamente inevitável que a assembleia deva poder ser convocada a partir do momento em que se inicia a limitação dos poderes do órgão de

124- (Contr.) Contudo, os objectivos do oferente só vêm referidos no quadro do conteúdo do prospecto (art. 138º/1-g)) e não quanto no conteúdo daqueles dois anúncios (arts. 123º/1 e 176º/1). Mas o legislador procurou ser providente. Uma vez que a realização de qualquer OPA depende de registo prévio na CMVM (art. 114º), procurou escudar-se no facto de se determinar (art. 179º-a)), que, além dos requisitos gerais (art. 115º), o pedido de registo deverá ser instruído com os documentos comprovativos da entrega do anúncio preliminar, do projecto de anúncio de lançamento e de projecto de prospecto à sociedade visada. E é claro que do projecto de prospecto deverão constar os objectivos do oferente. Não se estipula, no entanto, em nenhum lado, a obrigação de a entrega do projecto de prospecto dever ser feita concomitantemente com a entrega do anúncio preliminar. Pode muito bem acontecer que o oferente entregue o anúncio preliminar e somente num momento ulterior indique os seus objectivos no projecto de prospecto. De facto, o registo da OPA poderá ser prorrogável até 60 dias, nos casos de ofertas públicas de troca (art. 175º/2-b)-2ª parte), o que pode muito bem levar a que um documento donde constem os objectivos do oferente possa ser entregue nesses casos até dois meses depois da data da entrega do anúncio preliminar, data esta para além da qual o legislador quis impreterivelmente que se produzissem os efeitos gravosos desta norma (art. 182º/1). O prazo normal para pedir o registo da oferta, improrrogável no caso das ofertas públicas de venda, é de 20 dias (art. 175º/2-b)-1ª parte). Portanto, deve simplesmente acrescentar-se uma alínea no art. 176º/1, estabelecendo que também nesse anúncio deve ser dado logo conhecimento dos objectivos do oferente com a aquisição. Também FRAGOSO [2005] p. 31s aponta esta lacuna e propõe a devida intervenção legislativa. Não obstante, essa já deverá ser a interpretação vigente (integrando assim a lacuna), por na interpretação de uma norma (no caso o art. 176º/1) não se dever desentender da sua integração no sistema (com especial referência aqui aos interesses protegidos pelo art. 182º).

125- Deixo de lado os casos de grupo paritário (art. 492º do CSC), que na prática não existem entre nós. Sobre os grupos e a limitação dos poderes do órgão de administração v. PEREIRA [2000] p. 188ss.

126- Mas será que fora de uma relação tecnicamente de Grupo, igualmente se pode justificar tal limitação? Designadamente perante o circunstancialismo que igualmente poderá justificar a mobilização da responsabilidade solidária (art. 501º do CSC) fora de uma relação legalmente qualificada de Grupo (sobre esta possibilidade, v. GUINÉ [2005] nº 3.1 a 3.5.).

127- PEREIRA figura, para esses efeitos, uma instrução de não actuação desconforme à sociedade dominada ou subordinada.

128- No pressuposto de que se trata uma norma como a do art. 182º de norma de competência, sobre dever discernir-se aqui uma verdadeira atribuição de competência aos sócios, v. ALTMETPEN [2001] p.1078ss.

129- Ao exigir que seja especificamente convocada, obviamente que não estará em causa que possam constar da ordem do dia outros assuntos, além deste; o que hoje se parece pretender prevenir é que se delibere sobre uma autorização no âmbito desta norma, quando outra seja a ordem do dia. Simplesmente, do regime geral decorreria já a anulabilidade da deliberação (arts. 58º/1-a), 377º/4-e) do CSC).

administração¹³⁰. Não pode considerar-se o prazo da oferta como se iniciando somente na data do registo a oferta. Paradigmaticamente, da entrega do anúncio preliminar ao registo da oferta podem medear até 60 dias (nos casos de ofertas públicas de troca; v. art. 175º/2-b). Ora o prazo da oferta (art. 183º) inicia-se no dia seguinte ao da divulgação do anúncio do lançamento e do prospecto (art. 125º/2) e estes actos dependem do prévio registo na CMVM (arts. 114º, 115º/I-n-o)). Portanto, nada mais desconforme do que haver um período no qual o órgão de administração não pode praticar o acto e a assembleia não possa ser chamada a se pronunciar.

Conclusão:

A Dir. parece justamente ir neste sentido. Mesmo que se entenda ser omissa, seria adequado plasmar na lei expressamente essa solução.

b) Prazos

Pode colocar-se em causa a bondade desta solução ao nível dos prazos que há que respeitar¹³¹. Nos termos do art. 377º do CSC esse prazo nunca será inferior a 30 dias, contados da publicação da convocação até à data da reunião, ou a 21 dias, contados da expedição das cartas registadas¹³².

Em atenção a este problema, e em obediência ao art. 104º/2 do TUF determinou o Ministro da Justiça italiano um prazo abreviado de quinze dias (regulamento d.m. 437/1998) para estes efeitos.

Conclusão:

Espera-se que o legislador português venha a aceder à sugestão do comunitário no sentido de os Estados poderem aprovar procedimentos mais expeditos para a obtenção das

autorizações prévias (art. 9º/4 da Dir.), que poderão ser reduzidos até duas semanas¹³³.

e) Maioria Exigida

Num claro juízo de favor para com a procedência das OPAs e para a possibilidade de os accionistas de realizarem mais-valias, o legislador erigiu como necessária uma maioria agravada, nos termos exigidos para a alteração dos estatutos (182º/4)¹³⁴, em detrimento da regra geral da maioria simples¹³⁵.

Conclusão:

A Dir. nada consagra a este respeito. Ora, são possíveis duas leituras. Ou o legislador comunitário deixou *de caso pensado*¹³⁶ a situação para regulação autóctone, ou entendeu que a solução deveria passar pela maioria simples.

Porque é a exigência de maioria qualificada que melhor respeita os interesses que aqui se querem proteger (accionistas e oferente), inclino-me para a primeira hipótese, devendo manter-se a actual solução.

Aliás, essa exigência de maioria qualificada serve os mesmos objectivos da *break-through rule*, em seguida referida.

d) Break-through rule

Nos termos do art. 11º/3§1 da Dir., as restrições em matéria de direito de voto previstas no contrato social ficam sem efeito na assembleia geral de accionistas que deliberar sobre matérias para as quais o órgão de administração deve obter a devida autorização por estar a decorrer uma OPA. Como é sabido, o CSC possibilita tal previsão limitativa quanto ao exercício do direito de voto (art. 384º-2-b)). O mesmo regime vale, nos termos do §2, quanto a restrições em matéria de direito de voto previstas em pactos parassociais ou em

130- Assim também PEREIRA [2000] p.198 em nota.

131- Assim também KIRCHNER [2000] p.1830.

132- Quando assim se tenha estipulado no contrato social e todas as acções sejam nominativas (o que não impede o lançamento de uma OPA; v. art. 109º/3-a)).

133- Assim se determina no Anteprojecto da CMVM (art. 182º/4-n)).

134- Para as sociedades anónimas v. arts. 383º/2, 386º/3/4 do CSC. Maioria igualmente exigida quanto à distribuição de dividendos e de outros rendimentos (*Superdividende*), por esta via constituir muitas vezes uma forma de aliciar os accionistas a que não alienem as suas participações (veja-se o já recorrentemente citado caso da OPA da *Gas Natural* sobre a *Endesa*, em que o órgão de administração desta terá prometido distribuir um dividendo extraordinário de um euro por acção).

135- V. art. 386º/1 do CSC.

136- Na conhecida expressão de Lobo XAVIER.

contratos entre os accionistas e a sociedade visada¹³⁷.

Tem-se, pois, em vista garantir também aqui aos accionistas a possibilidade de virem a realizar mais-valias com a OPA em curso, tornando ineficazes neste caso cláusulas estipuladas ao abrigo da liberdade contratual dos accionistas¹³⁸.

Mas os prejudicados devem ser ressarcidos dos eventuais prejuízos, mediante indemnização equitativa. Assim não poderia deixar de ser e assim o impõe o art. 9º/5 da Dir..

Conclusão:

Trata-se, no entanto, de uma daquelas normas sujeitas a um regime de opção, por parte dos Estados-Membros (art. 12º/1 da Dir.). Depende da vontade do Estado português o eventual aditamento ao CVM preceito em consonância (seja um novo nº ao art. 182º, seja um novo art.)¹³⁹. Quando essa seja a sua vontade, deve dar-se essa opção às sociedades sedeadas nos seus territórios, nos termos do art. 12º/2. da Dir..¹⁴⁰

e) Actos Previamente Deliberados

Agora, outra questão passa por saber se actos que tenham sido previamente deliberados pela assembleia accionista poderão ou não ser executados na pendência de uma OPA¹⁴¹.¹⁴². Essa execução é um acto de gestão obviamente¹⁴³ e, como tal, poderá estar proibida ao órgão de administração. Surgem tanto deliberações de autorização, sem as quais o órgão de

administração não poderia prosseguir uma dada orientação (v.g. casos de fusão, cisão ou transformação de sociedades; arts. 100º/2, 120º e 133º do CSC¹⁴⁴), como deliberações sobre assuntos de gestão que o órgão de administração tenha submetido a deliberação dos sócios (art. 373º/3 do CSC)¹⁴⁵.

Na Suíça o órgão de administração pode executar todas as deliberações da assembleia, sejam ou não prévias ao lançamento da OPA (art. 29º/2 do *BEGH*, respectivamente), certamente com fundamento na ideia de que rege a suma vontade dos sócios (*e sibi imputet...*) e que se o órgão de administração poderia anteriormente ter executado a deliberação igualmente agora o deverá poder fazer. E também assim era no já referido e pretérito *ÜbK* alemão (art. 19º). Contudo, é tendenciosa esta ideia. É que as circunstâncias actuais não são as de ontem, justamente porque sobreveio uma OPA. Assim, desde logo não se justifica aquele segundo argumento, porque o quadro circunstancial que justificava que o órgão de administração pudesse livremente ter executado a deliberação é agora diverso. Por outro lado e decisivamente, se soubessem do lançamento da OPA, circunstância excepcional de que os sócios poderiam preferir beneficiar, poderiam também muito bem ter deliberado diversamente¹⁴⁶. *Quod est demonstrandum* é que de igual modo teriam decidido se o soubessem.

Conclusão:

Nesta matéria o actual texto da Dir. (art. 9º/3) não deixa aliás grande margem de manobra¹⁴⁷. Aí se estipula: *No que respeita às decisões que*

137- Diversamente, é proibido, entre nós, a consagração do voto plural (art. 384º/5 do CSC). Como tal, não tem entre nós aplicação o disposto no §3 deste art. 11º/3 da Dir..

138- Um dos principais argumentos em contrário avançados pelos respondentes na Consulta Pública nº1/2005 da CMVM (referente aos arts. 9º e 11º da Dir.) e expressos na Consulta Pública nº11/2005 (p. 2,4). Foi justamente esse princípio de liberdade contratual.

139- No âmbito do Anteprojecto da CMVM, esta não foi proposta, atendendo designadamente às críticas dos respondentes à consulta pública nº1/2005 e às tendências verificadas nos outros Estado-Membros (v. Consulta Pública nº11/2005, p. 2, 4).

140- V. art. 182º-A, proposto pela CMVM (*in* Consulta Pública nº11/2005).

141- Sobre o ponto v. VAZ [2000] p.189 e PEREIRA [2000] p.197s.

142- Igualmente se poderá pôr a questão da execução de deliberações do órgão de administração ainda não executadas... mas parece impar-se que, se não os tiverem executado até ao momento em que se inicia o período de limitação, terão de sustentar a sua execução, caso não se adeque aos parâmetros do nº1. É que o *Tatbestand* do nº1 não depende, em rigor, do facto de a adopção de certo acto tenha subjectivamente sido tomado com escopo defensivo, basta que actue como tal, mesmo que tenha obedecido a sua decisão a outro fim. É igualmente assim no âmbito da Dir., quando se queira conseguir um sentido útil para ambos os termos do binómio *aprovar ou confirmar* (v. *infra* a descrição do art. 9º/3). É que a assembleia confirma *decisões* (deliberações) que aprovou anteriormente e pode aprovar *decisões* de outro órgão, do órgão de administração; não tem é sentido que *aprove* em dois momentos distintos.

143- V. XAVIER [1998] p.348, em nota.

144- V. já o art. 575º/1-e) do CMVM'.

145- Outra hipótese interessante é a decorrente de deliberação de aquisição de acções próprias da sociedade, cuja execução poderá ir até aos 18 meses após a tomada da deliberação (arts. 319º/1, 320º/1-b) do CSC).

146- V. MERKT [2001] p.252. Por isso, na *ÜbK* austríaca, na parte final do §12, vem-se justamente determinar que, em contravenção com a limitação à gestão, devem poder ser cumpridas todas as deliberações da assembleia tomadas posteriormente no conhecimento da possibilidade de sobrevir uma OPA.

147- Lançando mão do (pretérito) texto comunitário nos mesmos termos, v. VENTURA [1992] p.199s.

devam ser tomadas [rectior tomadas] antes do início do período previsto no segundo parágrafo do n.º2 [período durante o qual a oferta está pendente e se produzem os efeitos limitativos da actuação do órgão de administração] e que não tenham sido parcial ou totalmente aplicadas, a assembleia geral de accionistas deve aprovar ou confirmar qualquer decisão que não se insira no quadro normal das actividades da sociedade e cuja aplicação seja susceptível de conduzir à frustração da oferta.

Crítica:

Agora, se é assim *de iure constituto*, não exactamente assim *de iure constituendo*¹⁴⁸, apesar de procedentes em grande medida os argumentos. Dos dois requisitos – requisito temporal (n.º3-b) e a exigência de maioria qualificada (n.º4) – é mais importante o segundo, porque directamente ligado à formação da vontade dos sócios. Ora, se em todos os casos, sem excepção, só perante uma dada OPA concreta e em curso devem poder os sócios deliberar sobre o assunto em questão, conclui-se praticamente numa verdadeira *capitis diminutio* dos sócios! Quando os sócios tivessem deliberado anteriormente, atingindo a maioria exigida naquele n.º4 e tenham previsto expressamente a eventualidade da OPA, deveria essa deliberação poder ser livremente executada pelo órgão de administração.

Uma solução adequada poderia passar por termos até bastantes semelhantes ao disposto na lei alemã (§33 (2) da *WpÜG*), exigindo-se que as deliberações tenham sido tomadas até deztoito meses antes e por maioria qualificada¹⁴⁹, com uma achega: devia prever-se, na deliberação, a sua operância também para o caso de sobrevir uma OPA.

e) Conflito de Interesses

Muitas vezes acontecerá ser o oferente já accionista da sociedade visada. O sentido de voto deste oferente poderá ser directamente influenciado justamente pelo facto de ser igualmente o oferente. Noutras circunstâncias poderia muito vir a votar no sentido oposto. É discutível se, quanto às sociedades anónimas, existe igualmente uma cláusula geral referente a esta situação¹⁵⁰, ou se a enumeração no art. 384.º/6 do CSC é taxativa (em oposição com o disposto no art. 251.º/1 do CSC)¹⁵¹. A opinar-se no segundo sentido, nem esta situação está prevista especialmente, nem se resume a qualquer das hipóteses discriminadas no art. 384.º/6 do CSC, pelo que poderia votar¹⁵². Designadamente, não está em causa uma qualquer relação a estabelecer entre a sociedade e o sócio (assim no n.º6-d)), mas uma relação entre um sócio e os demais sócios¹⁵³.

Conclusão:

Na Dir. nada se estabelece sobre o assunto. Mas seria adequado que o legislador viesse a regular a matéria expressamente, para que não desse azo a quaisquer dúvidas.

13) Conselho Geral

Nos termos do art. 9.º/6 da Dir., nas sociedades de estrutura dita dualista, estendem-se ao conselho geral as limitações que vigoram para o órgão de administração. Deve interpretar-se correctivamente o texto da redacção portuguesa, em que, por lapso, se refere *conselho de administração*. Por um lado, não faz qualquer sentido falar em *conselho de administração e direcção* nas sociedades de estrutura dualista. Nestas o órgão de administração é por definição a direcção; o conselho de administração é o órgão correspectivo nas sociedades de estrutura

148- Ainda que quase possamos falar de uma lacuna telenológica (ou oculta) nestes casos (v. LARENZ [1989] p.456ss, 473ss).

149- Mas já me parece *contra-natura* o terceiro requisito erigido pelo legislador alemão, que o *Aufsichtsrat* (Conselho Geral) deva assentir na execução da deliberação na pendência da OPA (§33 (2) *in fine* da *WpÜG*). Com interesse v. também a remissão do art. 433-2 do *CMF* para o art. L.225-129/IV do *Code de Commerce*.

150- Assim SILVA [2001] p. 120ss.

151- Assim ABREU [2002] p.240.

152- Assim também, para o ordenamento alemão, KIEM [2000] p.1512; em sentido contrário, SILVA [2001] p.120ss; já VELLA [2002] p.899s apela, antes, a uma análise casuística.

153- MAIER-REIMER [2001] p.276s, ostenta um raciocínio muito interessante, no sentido de dever a assembleia reunida para os efeitos (no nosso caso) do n.º3-b), ser tida como uma assembleia destinatária da oferta (tais como há assembleias especiais – *Sonderversammlungen* – a outros títulos; v. art. 389.º do CSC), regendo-se, somente por faltarem outras, pelas normas que regulam a deliberação em assembleia geral de sócios, e, por isso, devendo recusar-se a participação a quem não seja destinatário da oferta. Contudo, parece-me que: (1) não se trata de facto de uma verdadeira assembleia especial na acepção do CSC; (2) numa eventual OPA que abranja acções preferenciais sem direito de voto ou até de outros valores mobiliários, quem delibera, nos termos do art. 182.º/3-b)/4 são os accionistas com direito de voto, logo não pode tratar-se de outra coisa que não uma verdadeira e própria assembleia de accionistas. Portanto, não parece poder proceder o raciocínio.

dita monista. Por outro, assim decorrerá quando se compare com as versões alemã, francesa e italiana¹⁵⁴, por exemplo.

A opção comunitária justifica-se, na medida em que, diversamente do conselho fiscal¹⁵⁵, aquele acaba por participar também, ainda que indirectamente¹⁵⁶, na gestão da sociedade, determinando assim em conjunto com a direcção a estratégia da sociedade¹⁵⁷. Tal como a direcção deverá atender ao interesse social¹⁵⁸, também o conselho geral o deverá fazer. E, pela mesma razão, quando participa nesses moldes na gestão, também deverá estar sujeito às mesmas restrições da direcção¹⁵⁹. Aliás, essa solução já resulta da actual lei austríaca (§12 da *ÜbG*)¹⁶⁰.

Conclusão:

Deve, pois, aditar-se um novo número ao artigo 182º, que preveja expressamente essa extensão ao conselho geral¹⁶¹.

14) Consequência Jurídica

A natureza de uma norma deste tipo passa por uma clara opção legislativa. À partida estabelecem-se duas hipóteses: entendê-la como norma de diligência e responsabilização ou como norma de competência^{162, 163}. Em ambos os casos tratar-se-á de uma norma especial, actuando

somente no caso de uma OPA em curso. Do lado da consequência jurídica a questão coloca-se entre dever à sua infracção corresponder somente a responsabilização dos titulares do órgão de administração (art. 79º do CSC)¹⁶⁴, ou, antes disso, também a ineficácia da prática do acto (art. 409º/1 do CSC) e (anterior) nulidade da deliberação nesse sentido do órgão de administração (arts. 411º/1-b)¹⁶⁵, e 433º/1 do CSC)¹⁶⁶.

Perante o actual texto da nossa lei, a resposta não é indúbia. A letra da lei parece ser bastante expressiva. Se não os *pode* praticar é porque lhe falece competência para tanto, por o acto estar fora dos limites *dos poderes que a lei lhes confere* (art. 409º/1 do CSC)¹⁶⁷. Com efeito, consta da norma que o órgão de administração *não pode praticar* certos actos e não que não os deve praticar. Atente-se na diversa expressão utilizada no art. 6º/4 do CSC, a propósito da prática de actos para além de *cláusulas contratuais* e de *deliberações sociais que fixem à sociedade determinado objecto ou proibam certos actos*. Aquelas *não limitam a capacidade da sociedade, mas constituem os órgãos da sociedade no dever de não excederem ou praticarem esses actos*¹⁶⁸. Aqui sim há que falar em diligência e responsabilidade; se um legislador presumivelmente racional (art. 9º/3 do CC) empregou agora antes outra expressão terá

154- Sistemas que prevêem, como Portugal, um regime dualista de administração (além da *AGC* alemã, v. os arts. L.225-58ss do *Code de Commerce* e 2409 *acties* do *Codice Civile*). Fula-se, portanto, em *Aufsichtsrat*, *conseil de surveillance* e *consiglio di sorveglianza*, respectivamente.

155- Cuja função é somente fiscalizar (v. art. 413º/1 do CSC).

156- *Maxime* dado o disposto no art. 442º/1 do CSC, que estabelece situações em que terá de poder haver consentimento do conselho geral para a realização de certos negócios. No Direito Comparado, vejamo-nos, em termos mais amplos o disposto no §111 (2) da *AGG* (na formulação dada pelo *Transparenz und Publizitätsgesetz* de 2002) e sobretudo o disposto no art. L.225-68 do *Code de Commerce*. Diversamente, a lei italiana não atribui tais poderes ao conselho geral (v. art. 2409-terdecies do CC *a contrario*), pelo que aí se percebe pior (ou não se perceberá...) uma extensão desta norma ao conselho geral.

157- Ver paradigmaticamente o ponto 3.2. da *CorptivK* alemão.

158- Não só na sua actividade de fiscalização (art. 441º-d) do CSC), mas também (no que nesta sede releva) quando participa indirectamente na gestão social. Ver também aqui paradigmaticamente o preceito do *CorptivK* alemão, já referido.

159- Justamente porque igualmente os seus membros poderão estar em conflito de interesses; v. a este propósito LUTTER/KRIEGER [2002] p. 303s.

160- E igualmente assim sucedia na *Referentenentwurf* alemão.

161- O que está em falta no Anteprojecto da CMVM, posto a consulta pública.

162- Sobre a controvérsia v. MERKT [2001] p.245ss. Referindo tratar-se de norma especial de determinação de competência v. KORT [2000] p.1424, MÜLLER/PÖTZSCH [2001] p. 1259 e SILVA [2001] p.110s; em sentido contrário v. VELLA [2002] p.902s.

163- Tratando-se de uma norma de competência, não deixará igualmente de valer como norma de diligência obviamente.

164- Oferente e accionistas da sociedade visada são titulares de interesses juridicamente protegidos pela norma do art. 182º/1; assim todo o meu discurso. Expressamente nesse sentido, v. MONTEIRO e SÁ [1998] p.423.

165- Vício de competência; em sentido análogo ao que XAVIER [1985] p.18, faz decorrer de referência semelhante no art. 56º/1-c) do CSC, que se refere às deliberações dos sócios.

166- E que por isso também não deve ser executada pelo órgão de administração (art. 412º/4 do CSC, que não se vê como não se há-de aplicar nos casos de sociedades de estrutura dualista, apesar da falta de remissão no art. 433º/1 do CSC).

167- Ou permite conferir, em atenção ao disposto no art. 9º/1. da Primeira Directiva Comunitária sobre Direito de Sociedades (Directiva 68/151/CEE, de 9 de Março de 1968); assim MARTINS [2002] p.493s.

168- V. ABREU [2002] p.187ss.

querido dar-lhe outro sentido (competência e ineficácia). Mas esta presunção é sem dúvida ilidível¹⁶⁹, além de que não é mais actualmente este o elemento decisivo na interpretação¹⁷⁰. Até por frequentemente o legislador se enganar crassamente; não é necessário enumerar exs., pois estes são mais que muitos¹⁷¹.

Argumento forte é por via do estabelecimento da competência se protegerem melhor os interesses a que haveria de dar relevância nestes casos, dos accionistas e do oferente, já que o acto será irrelevante perante a sociedade, em termos de vinculação¹⁷², prejudicando-se o comércio jurídico em geral¹⁷³.

Contudo, em primeiro lugar, nem todos os accionistas, mesmo entre os minoritários, virão provavelmente a alienar as suas participações. Em segundo, em enorme medida se poderão vir a prejudicar os terceiros em geral, contratando com a sociedade¹⁷⁴. Em terceiro, poderá mesmo ser praticamente inviável; veja-se o caso de aquisição de acções próprias em bolsa.

E não basta argumentar-se, p. ex., que (1) se trata de uma situação transitória e que certamente que aos operadores mais importantes económicos não passará despercebido o facto de estar lançada uma OPA sobre as acções de determinada sociedade (mesmo desconhecendo a *Rechtsfolge*, ao menos conhecerão os factos constantes do *Tatbestand* da norma...). E que (2) em princípio serão aqueles operadores e não outros (menos relevantes), os que estarão em posição para se relacionar com a sociedade visada, representada pelo seu órgão de administração, com a consequência de se obstaculizar a OPA. Operadores, aliás, que, (3) dada a sua importância, não deixarão de ter acesso a aconselhamento jurídico especializado, não deixando de ser alertados para possíveis seguimentos

169- Sobre as prescrições metodológicas por via legislativa v. BRONZE [2003].

170- V. BRONZE [2002] p.840.

171- Há casos até em que o legislador trocou justamente um verbo pelo outro (embora a semântica seja outra), escrevendo *pode* em vez de *deve*; v.g. quando determina a forma do contrato de locação financeira ou da cessão de créditos para titularização (arts. 3º/1 do DL nº 149/95, de 24 de Junho, 7º/1 do DL nº 453/99, de 5 de Novembro; v. SILVA [2001] p.419 e SILVA [2005] p.101s).

172- Mus nem tanto em termos de responsabilização... v. art. 6º/5 do CSC.

173- O que leva VELLA [2002] p.902s a preferir a solução contrária. Mas a lei italiana indicia claramente essa solução; no art. 104º/1 *in fine* do TUF expressamente se refere a responsabilidade dos titulares do órgão de administração que actuarem desconformemente.

174- E justificar-se-in pelo menos uma norma semelhante à do actual art. 409º/2 do CSC, mas em sentido inverso, em protecção dos terceiros.

175- V.g. a referida aquisição de acções próprias n terceiros na bolsa.

176- Também no art. 182º/2-b) *in fine*.

177- O que leva MAIA [2002] p.165ss, em nota, a recusar, as chamadas competências implícitas ou residuais da assembleia da sociedade-mãe (v. *supra*).

178- Sobre as funções da responsabilidade civil, v. VARELA [2002] p 542ss.

legais desfavoráveis.

É que além destes há muitos outros terceiros e muitas das chamadas medidas defensivas de OPA passam também por aí¹⁷⁵. Além de que a própria natureza de norma de competência supõe a certeza na fixação dos seus pressupostos, antes que a sucessão de conceitos indeterminados, como acontece no actual art. 182º/1^{176, 177}.

Por fim, igualmente se protegem os interesses referidos mediante a responsabilização civil, ainda que com o óbice de, na maioria destes casos, dados os elevadíssimos montantes que se veriam envolvidos, essa responsabilização poder vir a actuar mais sancionatoriamente do que com o fito reparador¹⁷⁸.

Mas existe ainda um forte argumento sistemático que parece decisivo actualmente. É que comparando a letra e a epígrafe dos arts. 181º (*Deveres da sociedade visada*) e 182º (*Limitação dos poderes da sociedade visada*) claramente se nota que a tónica foi aqui colocada em sede de competência, antes que em sede de diligência e responsabilidade.

Conclusão:

Como se disse, esta é uma questão claramente de política legislativa, é uma opção do legislador.

Se atentarmos na letra da lei inclinar-nos-emos maioritariamente para a natureza da norma como de diligência e responsabilidade. No art. 9º/2§1 da Dir. fala-se *maioritariamente* na obrigação do órgão de administração em obter previamente a autorização da assembleia; assim se fala em que *está obrigado* (versão portuguesa) ou *estará obligado* (espanhola) a

tanto, em que *the board of the offeree company shall obtain the prior authorisation* (inglesa)¹⁷⁹. Não se diz em nenhum lado que a essa autorização para a prática do acto acresce a incompetência para a prática do mesmo na sua ausência. Ou melhor, *em nenhum lado se diz* que as competências normais do órgão de administração se restringem, *que o órgão de administração deixa de poder fazer na pendência da OPA o que pode fazer quando uma OPA não está pendente*. Somente a versão alemã poderia eventualmente dar azo a interpretação diversa¹⁸⁰, pois aí se fala em *holt das Leitungs- bzw. Verwaltungsorgan der Zielgesellschaft die für diesen Zweck erteilte Ermächtigung der Hauptversammlung der Aktionäre ein*.

Mas quando se atente no argumento sistemático, as dúvidas dissipam-se. O art. 9º da Dir. é encimado por uma epígrafe; na versão portuguesa fala-se em *Deveres* (do órgão de administração)..., tal como se fala em *Obligaciones, Obligations* e em *Pflichten* nas versões *supra* referidas. Portanto, trata-se de dever e não de competência.

Acresce que seria contra-sistemático falar-se na mesma norma primeiro em competência e depois tão-só em diligência e responsabilidade, na medida em que no nº5 claramente se trata de fixar um dever de actuação ao órgão de administração (de elaboração de um documento contendo parecer sobre a proposta; v. o nosso art. 181º).

Portanto, uma alteração essencial à actual lei deverá passar por claramente se fixar a norma como de diligência antes que de competência, o que pode passar simplesmente por substituir o actual verbo *poder* por *dever*¹⁸¹.

Conclusões mais importantes:

A OPA é uma oportunidade de negócio que serve os interesses dos accionistas em realizarem mais-valias e reflexamente o interesse do oferente na aquisição do controlo. O que conforma e deve conformar todo o regime legal das OPAs e sua interpretação, designadamente

quanto ao teor da norma de limitação da actuação do órgão de administração. Atendendo aos disposto na Directiva:

- a) O início do período de limitação dos poderes do órgão de administração da sociedade *opada* deverá ser o da entrega do anúncio preliminar.
- b) O critério essencial para mobilização da norma deverá ser que o oferente pretenda adquirir o controlo da sociedade *opada*.
- c) O requisito *alteração patrimonial relevante* deverá ser retirado.
- e) Mantém-se o requisito *afecção significativa dos objectivos anunciados pelo oferente*.
- f) Deve manter-se a escusa da mobilização da norma no caso de cumprimento de obrigações previamente assumidas.
- g) Devem expressamente regular-se as consequências desta norma no seio dos Grupos.
- h) A assembleia-geral deverá sempre poder ser convocada a partir do momento em que se inicie o período de limitação de poderes.
- i) Devem ser aprovados procedimentos mais expeditos para a obtenção das autorizações prévias da assembleia-geral, no decurso da OPA.
- j) Nesses casos, a assembleia-geral deverá continuar a deliberar por maioria qualificada.
- k) Pode consagrar-se a *break-through rule*, em relação a tais deliberações da assembleia geral.
- l) Deliberações prévias da assembleia-geral são irrelevantes para estes efeitos (de autorização). Essa deverá também ser a solução portuguesa, ainda que haja casos em que esta regra estrita seja criticável.
- m) Deve regular-se expressamente o eventual conflito de interesses que possa surgir por se reunir na mesma pessoa a qualidade de accionista e de oferente.
- n) Deve consagrar-se a extensão deste regime ao conselho geral.
- o) A norma de limitação dos poderes deve ser expressamente consagrada como se tratando de uma norma de conduta, antes que de competência.

179- Igualmente em sentido coincidente v. as versões francesa e italiana.

180- No sentido de se tratar de norma de competência. Justamente havendo forte doutrina que opina nesse sentido.

181- Assim se ganhando também em coerência, por também assim directamente se excepcionar o regime desta norma nos termos do art. 173º/3. Esta norma determina justa e justificadamente que não se aplicam as normas relativas nos *deveres do emitente* a certas ofertas públicas de aquisição; ora, e designadamente, não tem sentido que o emitente fique sujeito às limitações do art. 182º nesses casos. E já actualmente a regra não poderá deixar de ser essa, com fundamento num argumento por maioria de razão.

BIBLIOGRAFIA

- ABREU, Coutinho de**
- Curso de Direito Comercial, II, Almedina, 2002
- ALTMPEPEN, Holger**
- Neutralitätspflicht und Pflichtangebot nach dem neuen Übernahmerecht, ZIP, 2001, p. 1073ss
- ANDRADE, Manuel de**
-Teoria Geral da Relação Jurídica, II, Almedina, 1974
- ANDRADE, Margarida Costa**
-Algumas Considerações sobre a Oferta Pública de Aquisição de Acções Simples e Voluntária no Regime Jurídico Português, BFDUC 78º, 2002, p.699ss
- ANTUNES, Engrácia**
- Os direitos dos socios da sociedade-mãe na formação e direcção dos grupos societários, UCP editora, 1994
- ASCENSÃO, Oliveira**
- Direito Comercial, IV, Lisboa, 2000
- ASCENSÃO, Oliveira**
- O Direito: Introdução e teoria geral, uma perspectiva luso-brasileira, 11ª edição, Almedina, 2001
- ASSMANN, Heinz-Dieter**
-Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote – Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, AG, 1995, p.. 563ss
- BECKER, Dietrich**
- Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR, 2001, 280ss
- BRONZE, Pinto**
- Lições de Introdução ao Direito, Coimbra Editora, 2002
- BRONZE, Pinto**
- *Quae sunt Caesaris, Caesari: et quae sunt iurisprudentiae, iurisprudentiae*, Texto fornecido aos alunos referente à intervenção nas Comemorações do Código Civil – Parte Geral – na Faculdade de Direito, 2003
- CÂMARA, Paulo**
- A Nova Directiva das OPAs. Perspectivas de alteração ao sistema actual
Lisboa, CMVM, Abril 2004 (www.cmvm.pt/a/cmvm/conferencias/conf27abr2004/DirectivaOPA_PauloCumara.pdf; acesso em 14/05/2005)
- CANDEIAS, Ricardo**
- Os gerentes e os actos de mero expediente, ROA, 2000, p. 243ss
- CARVALHOSA, Modesto**
- Comentários à Lei de Sociedades Anónimas, editora Saraiva, IV, tomo II, 2003
- ENGISCH, Karl** (tradução de Baptista Machado),
- Introdução ao pensamento jurídico, Gulbenkian, 1965
- FARRAR, John/ HARRIGAN, Brenda**
- Farrar's Company Law, 4ª edição, Butterworths, 1998
- FLEISCHER, Holger**
- La business judgement rule a la luz de la comparación jurídica y de la economía del derecho, RDM, 2002, p. 1727ss

BIBLIOGRAFIA

FRAGOSO, Luis

- A OPA inibitória e a limitação de poderes da sociedade visada (www.verbojuridico.net; acesso em 26/12/05)

GARCIA, Teixeira

- OPA – Da Oferta Pública de aquisição e seu regime jurídico, Coimbra Editora, 1995

GRUNEWALD, Barbara

- Europäisierung des Übernahmerechts, AG, 2001, p. 288ss

GUINÉ, Vogler

- A Responsabilidade da Sociedade Directora por Dívidas Fiscais da Sociedade Dirigida, em vias de publicação *in* Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Henrique Mesquita, 2006

GUINÉ, Vogler

- A Responsabilização Solidária nas Relações de Domínio Qualificado, em vias de publicação na ROA, 2005, III

HOPT, Klaus

-Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in Festschrift für Marcus Lutter, 2000, p.. 1361ss

KAHAN, Marcel

- Jurisprudential and Transactional Developments, *in* Comparative Corporate Governance – the state of the art and emerging research, edited by Hopt, Kanda, Wymeersch, Prigge, 1998, Oxford

KIEM, Roger

- Der Hauptversammlungsentscheid zur Legitimation von Abwehrmassnahmen nach dem neuen Übernahmegesetz, ZIP, 2000, p. 1509ss

KIRCHNER, Christian

- Managementpflichten bei "feindlichen" Übernahmeangeboten, ZWB, 37º, 2000. p.. 1821ss

KORT, Michael

- Rechte und Pflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei Übernahmeversuchen, *in* Festschrift für Marcus Lutter, 2000, p. 1421ss

KRAUSE, Helmut

- Zur Pool und Frontenbildung im Übernahmekampf und zur Organzuständigkeit für Abwehrmassnahmen gegen feindliche Übernahmangebote, AG 2000, p. 217ss

KRAUSE, Helmut

- Das neue Übernahmerecht, NJW, 2002, p. 705ss

LARENZ, Karl (tradução de José Lamego)

- Metodologia da Ciência do Direito, Gulbenkian, 1989

LIEBSCHER, Thomas

-Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmegesetz – Übernahmerechtliche Grenzen der Gestaltungsfreiheit im Hinblick auf die Übernahmestrategien des Bieters, ZIP, 2001, p.. 853ss

LOHRER, Stephan

-Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht, Fundamenta Iuridica, 40º, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, 2001

LUTTER, Marcus / KRIEGER, Gerd

- Rechte und Pflichte des Aufsichtsrats, Verlag Dr. Otto Schmidt, 2002

BIBLIOGRAFIA

MAIA, Pedro

- Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima, Coimbra Editora, 2002

MAIER-REIMER, Georg

- Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR, 2001, p. 258ss

MARTINS, Soveral

- Os poderes de representação dos administradores das sociedades anónimas, Coimbra Editora, 1998

MARTINS, Soveral

- Capacidade e representação das sociedades comerciais, *in* Problemas do Direitos das Sociedades, Almedina, 2002

MERKT, Hanno

- Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, ZHR, 2001, p. 224ss

MONTEIRO, Sinde/SÁ, Almeno de

- Do combate de uma OPA em curso, RJUM, ano I, 1998, p. 407ss

MÜLBERT, Peter

-Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht – die konzeptionelle Schwachstelle des RegE WpÜG, ZIP, 2001, p. 1221ss

MÜLBERT, Peter / BIRKE, Max

- Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot. Die angemessene Rolle der Verwaltung einer Zielgesellschaft in einer feindlichen Übernahme, ZWB, 14º, 2001, p.705ss

MÜLLER, Andreas / PÖTZSCH, Thomas

-Das neue Übernahmerecht – Der Regierungsentwurf vom 11. Juli 2001, ZIP, 2001, p. 1256ss

PEREIRA, Brito

A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA, *in* Direito dos Valores Mobiliários, Coimbra Editora, 2000, p. 175ss

SILVA, Calvão da

- Estudos de Direito Comercial, Almedina, 1999

SILVA, Calvão da

- Direito Bancário, Almedina, 2000

SILVA, Calvão da

- Estudos Jurídicos, Almedina, 2001

SILVA, Calvão da

- Titula[riza]ção de Créditos, Almedina, 2005

TOMAZZETTE, Marlon

- Direito Societário, Editora Juarez de Oliveira, 2003

VARELA, Antunes

- Direito das Obrigações, Almedina, 2000

VAZ, Cunha

- As OPA na União Europeia Face ao Novo Código dos Valores Mobiliários, Almedina, 2000

BIBLIOGRAFIA

VELLA, Francesco

- Comentário ao art. 104º do TUF in Testo Unico Della Finanza – Comentario diretto da Gian Franco Campobasso, UTET, 2002

VENTURA, Raúl

-Ofertas públicas de aquisição e de venda de valores mobiliários, *in* Estudos vários sobre sociedades anónimas, Coimbra, 1992

VENTURA, Raúl / CORREIA, Brito

- Responsabilidade civil dos administradores de sociedades anónimas e dos gerentes de sociedades por quotas, BMJ, 192º, 1969, p. 5ss

WERDER, Axel von

- Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?, ZGR, 1998, p.. 68ss.

XAVIER, Lobo

- Anulação de Deliberação Social e deliberações conexas, Almedina, 1998

XAVIER, Lobo

-O regime das deliberações sociais no projecto de Código das Sociedades Comerciais, Separata de Conferências no Conselho Distrital do Porto da Ordem dos Advogados, 1985

SIGLAS E ABREVIATURAS:

ac.	-acordão
art.	-artigo
CMVM	-Comissão do Mercado e Valores Mobiliários
Dir.	-Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição
(p.) ex(s).	- (por) exemplo(s)
n ^o	-número
OPA(s)	-Oferta(s) Pública(s) de Aquisição
RP	-Tribunal da Relação do Porto
p.	-página(s)
SAD	-sociedade anónima desportiva
SGPS	-sociedade gestora de participações sociais
STJ	-Supremo Tribunal de Justiça
v.	-ver
v.g.	- <i>verbi gratia</i>
§	-parágrafo

SIGLAS DE PUBLICAÇÕES PERIÓDICAS:

AG	-Aktiengesellschaft
BMJ	-Boletim do Ministério da Justiça
BFDUC	-Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra
NJW	-Neue Juristische Wochenschrift
ROA	-Revista da Ordem dos Advogados
RDM	-Revista de Derecho Mercantil
RJUM	-Revista Jurídica da Universidade Moderna
ZIP	-Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZGR	-Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht
ZHR	-Zeitschrift für Handels und Wirtschaftsrecht
ZWB	-Zeitschrift für Wirtschafts und Bankrecht

DIPLOMAS E PROPOSTAS DE REGULAMENTAÇÃO:

AkG - *Aktiengesetz* (Alemanha)

BEHG - *Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel* (Börsengesetz de 24 de Março de 1995; Suíça)

CC - *Código Civil*

City Code - *City Code on Takeovers and Mergers* (Inglaterra)

CMF - *Código Monetário e Financeiro* (França)

CMVM¹ - *Código do Mercado dos Valores Mobiliários* (revogado)

- *Codice Civile*

- *Code de Commerce*

CompLawRefB - *Company Law Reform Bill*

(www.publications.parliament.uk/pa/ld200506/ldbills/034/2006034.htm; acesso em 26/12/05)

Consultation Paper - *Consultation Paper issued by the Code Committee of the Panel on Dealings in Derivatives and Options. Detailed Proposal Relating to Amendments Proposed to be Made to the Takeover Code. Part 2: Control Issues* (www.thetakeoverpanel.org.uk/new/consultation/DATA/PCP200503.pdf; acesso em 26/12/05)

Consulta Pública n^o 11/2005 (da CMVM) - *Exposição de Motivos, Anteprojecto de Transposição da Directiva das OPA e Análise de Custos/Benefícios* (www.cmvm.pt; acesso em 26/12/05)

CorpGovK - *Corporate Governance Kodex* alemão

CSC - *Código das Sociedades Comerciais*

CVM - *Código dos Valores Mobiliários*

DIPLOMAS E PROPOSTAS DE REGULAMENTAÇÃO:

Decreto - *Decreto 1197/1991* (de 26 de Julho, de 1991; Espanha)

Dir. - *Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição*

LSA - *Lei das Sociedades Anónimas* (Brasil)

Projecto Austriaco - *Übernahmerechts-Änderungsgesetz* (www.bmj.gv.at/cms_upload/docs/uebraeg2006_entwurf.pdf; acesso em 26/12/05)

Projecto Francês - *Project de loi relatif aux offres publiques d'acquisition*. (www.legifrance.gouv.fr/html/actualite_legislative/pl_opac.htm; acesso em 26/12/05)

Referentenentwurf - *Anteprojecto e Exposição de Motivos da lei alemã actual* (in ZIP [2001])
Regulamento 10/2000 da CMVM

TUF - *Testo Unico della Finanza* (Decreto legislativo de 24 de Fevereiro, de 1998; Itália)

ÜbG - *Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote* (de 24 de Março, de 1995; Áustria)

ÜbV - *Übernahmeverordnungen der Übernahmekommission* (Suíça)

ÜbK - *Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission* (in AG, 1998, p. 133ss; Alemanha)

WpÜG - *Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz* (de 20 de Dezembro, de 2001; Alemanha)