



ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO

**CONSULTA PÚBLICA PROMOVIDA PELA
COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS
SOBRE O
ANTEPROJECTO DE ALTERAÇÃO DO ARTIGO 182-A DO
CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS**

MEMORANDO DE RESPOSTA

*(Aprovado em reunião de Direcção
de 1 de Setembro de 2011 e submetido à
apreciação do Conselho Geral)*

**CONSULTA PÚBLICA PROMOVIDA PELA
COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS
SOBRE O
ANTEPROJECTO DE ALTERAÇÃO DO ARTIGO 182-A DO
CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS**

MEMORANDO DE RESPOSTA

A. INTRODUÇÃO

1. A AEM - Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado representa as sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal, entre as quais, o conjunto das sociedades cotadas integrantes do índice bolsista português mais importante – o PSI-20.

Os assuntos relacionados com as operações públicas de aquisição (OPA), tema central da presente consulta, assumem importância fulcral para a AEM e para as empresas suas associadas.

Nestes termos, a AEM apresenta a sua resposta, detalhada, contextualizada e devidamente fundamentada, ao processo de consulta promovido pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários sobre o Anteprojecto de alteração do artigo 182.º-A do Código dos Valores Mobiliários (CVM).

2. Sem prejuízo, a AEM considera dever reiterar o protesto formal já apresentado no seu Ofício prévio, de 26 de Agosto de 2011, sobre a presente consulta, por considerar que, nos termos em que a mesma foi lançada e realizada, a CMVM não cumpriu com os seus deveres materiais de fundamentação e audição no que concerne à modificação que pretende ver instaurada.

Na verdade, a consulta aqui em apreciação não respeita a Carta de Princípios de Regulação da CMVM, na medida em que não foi produzida, nem submetida a escrutínio público, a exposição de motivos que devia ser tornada pública previamente ao início de processo regulatório.

Do mesmo modo, e em violação da mesma Carta de Princípios, regista-se a ausência, na documentação relativa ao processo de consulta, da publicação da correspondente avaliação de impacto, incluindo a análise detalhada e actualizada, que necessariamente deveria ter sido realizada, relativamente às soluções legislativas comparáveis em vigor nos restantes Estados membros da União Europeia e ao processo de discussão e evolução que levou à adopção dessas soluções legislativas.

Compreensivelmente, o conhecimento de ambos os documentos teria sido essencial, para a análise, em toda a profundidade e detalhe, das consequências esperadas pela autoridade administrativa relativamente à pretendida modificação do artigo 182.º-A, nas actuais circunstâncias da economia portuguesa e do mercado de capitais nacional.

E a circunstância de podermos estar perante um processo de consulta da competência própria de órgãos de soberania, e não de uma intervenção regulatória da iniciativa da própria CMVM (o que, aliás, nada no texto da consulta permite comprovar, encontrando-se o documento de consulta claramente identificado como “documento da CMVM”), nunca justificaria, por si só, o não cumprimento dos procedimentos acima elencados já que, em qualquer caso, a autoridade administrativa deve zelar pela aplicação das melhores práticas em matéria de consultas públicas.

Além disso, a presente consulta pública viola igualmente os Procedimentos da CMVM sobre Consultas Públicas, em cujos termos “o prazo de resposta às consultas públicas é, em regra, de 30 dias úteis, podendo ser reduzido ou aumentado em função da urgência ou complexidade do assunto versado no acto ou documentos objecto de consulta pública.”

O assunto em causa caracteriza-se por elevada complexidade jurídica e consequências profundas no funcionamento do mercado, conforme o evidencia a extensa literatura, jurídica e financeira, nacional e internacional, sobre o tema.

Não tendo sido elencadas pela CMVM, nem sendo conhecidas, quaisquer razões que justifiquem a urgência do processo de consulta (e acrescente-se, a escolha da particular semana do ano durante a qual o mesmo foi iniciado, e que permite suscitar sérias reservas quanto aos reais objectivos da consulta), não se vislumbra razão para que o referido processo de consulta tenha sido lançado com um prazo que é inferior a

vinte dias úteis (*rectius*, que é de dezasseis dias úteis, dos quais dez a decorrer durante o mês de Agosto).

Pelo contrário, o seu carácter muito complexo sempre justificaria um prazo mais alargado o qual, em nosso entender, deveria decorrer, pelo menos, até ao final do mês de Setembro.

Nestes termos, a AEM solicitou que o prazo da consulta aqui em causa fosse objecto de extensão, pelo menos, até ao dia 30 de Setembro de 2011.

A extensão do prazo foi expressamente recusada pela autoridade administrativa, através de resposta que apenas foi recebida no dia 6 de Setembro, e na qual se invoca um carácter urgente da proposta aqui em causa sem que, mais uma vez, seja apresentada qualquer justificação para o referido carácter de urgência.

Em qualquer caso, e à semelhança do que também já fizera no referido Ofício prévio, a AEM reitera a sua total disponibilidade para a discussão das preocupações e questões elencadas na presente resposta, tendo em vista a clarificação dos problemas em causa e o desenvolvimento das soluções legislativas e regulamentares que melhor se adequem ao bom funcionamento do mercado de capitais nacional.

B. COMENTÁRIOS GERAIS

3. A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários submeteu a consulta pública uma proposta de modificação do artigo 182.º-A do CVM, que procede à revisão das regras daquele Código relativas a restrições à transmissão de acções e ao exercício do direito de voto.

4. É convicção da AEM que a existência de um adequado mercado de controlo societário em Portugal constitui um elemento essencial do respectivo sistema de governo das sociedades cotadas e, por essa via, um factor importante no bom desenvolvimento e funcionamento do mercado de capitais nacional.

5. É também convicção da AEM que o referido bom desenvolvimento e funcionamento do mercado de capitais nacional está igualmente dependente da existência de um mercado de transacções de acções tão livre quanto possível, termos em que considera que devem ser evitadas as barreiras e restrições que, de forma artificial, ilegítima ou

injustificada, coloquem entraves à liberdade dos mercados ou, no exemplo presente, ao sucesso de ofertas públicas de aquisição.

6. Nenhuma das convicções ou princípios acabados de expor é contraditada pela possibilidade de recurso, pelas sociedades cotadas, a medidas defensivas legítimas que, designadamente num processo de OPA, permitam à administração da sociedade visada cumprir os seus deveres fundamentais de lealdade, zelando pelo interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores (conforme o disposto no artigo 64.º do Código das Sociedades Comerciais).

7. Constitui igualmente convicção da AEM que a intervenção legislativa e/ou regulatória no mercado de capitais deve prosseguir objectivos claros e devidamente fundamentados de funcionamento equilibrado e desenvolvimento sustentável do mercado e que, nesse quadro, quaisquer iniciativas de direito positivo devem assentar numa avaliação séria e o mais completa possível de, pelo menos, o contexto económico-institucional geral, vigente e futuro, e a dinâmica jurídica e económica da integração comunitária e global do mercado português.

8. Face ao exposto, a AEM manifesta a sua opinião contrária à intenção de modificação do artigo 182.º-A do CVM, apresentada pela CMVM no processo de consulta em apreço, por discordar quer do teor quer da oportunidade das alterações propostas.

9. Este entendimento da AEM, contrário à modificação do artigo 182.º-A do CVM, e sem prejuízo do mais completo detalhe e explicação que a seguir se apresentam, fundamenta-se nas seguintes razões:

- a modificação é extemporânea e imprudente, designadamente, no contexto dos desenvolvimentos sobre a matéria em vigor ou em curso no quadro dos restantes Estados membros e, em particular, face às iniciativas em curso sob a égide da Comissão Europeia;
- a modificação é potencialmente perigosa e contraproducente, para o mercado de capitais nacional, mercê da coexistência na União Europeia de

regimes muito distintos (antagónicos) no que respeita ao funcionamento dos mercados de controlo societário;

- a modificação é excessiva quer quanto ao seu âmbito e extensão de aplicação quer, em especial, no que respeita à não adopção de regras de reciprocidade ilimitada internacionalmente consagradas e ao afastamento que prossegue relativamente à Directiva das OPA em diversos aspectos essenciais;**
- a modificação é susceptível de gerar insegurança jurídica e instabilidade no sistema jurídico do mercado de capitais;**
- a modificação será provavelmente ineficaz, em razão da inexistência de uma falha de regulação que importe colmatar, bem como, porque deslocada do quadro de uma indispensável revisão do sobrepeso regulatório que impende sobre o mercado e as empresas e que continua por realizar.**

C. ORIGEM E CONTEXTO DO ARTIGO 182.º-A

10. A actual redacção do artigo 182.º-A, que agora se pretende modificar, constitui o resultado de uma história legislativa movimentada, desde logo a nível europeu.

Por essa razão, e como de seguida se perceberá melhor, o alcance da modificação que agora se pretende introduzir não pode ser completamente compreendido sem uma adequada explicação do contexto da aprovação da versão original, e em vigor, do artigo 182.º-A e, o que é particularmente importante, da sua particular relevância e lugar no regime jurídico das OPA em Portugal.

É esse excursus, explicativo e de contexto, que o documento de consulta, infelizmente, não cuidou realizar, e a que, por o considerarmos indispensável à boa compreensão da discussão, dedicamos os pontos seguintes desta resposta.

11. O artigo 182.º-A do CVM, na sua actual redacção, constitui o resultado directo da transposição, para o direito nacional, através de um conjunto de modificações ao Código dos Valores Mobiliários introduzidas pelo DL n.º 219/2006, de 2 de Novembro, da Directiva 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, conhecida como Directiva das Ofertas Públicas de Aquisição (OPA), 13ª

Directiva de Direito das Sociedades, ou, como é referida na literatura internacional, *Directive on Takeover Bids*.

A publicação da Directiva n.º 2004/25/CE pôs termo a um processo extraordinariamente longo e complexo, com os respectivos trabalhos preparatórios a prolongarem-se por cerca de trinta anos (o primeiro projecto discutido tinha data de 1974).

E foi, aliás, uma solução proposta por Portugal, que permitiu desbloquear o processo legislativo europeu, particularmente difícil e algo constrangedor, conduzindo, por fim, à aprovação da Directiva, apenas possível em virtude do conjunto de concessões e de isenções nela consagrado e que importa conhecer e compreender.

12. Assim, em primeiro lugar, a Directiva instituiu dois mecanismos essenciais: a *passivity rule* e a *breakthrough rule*.

A regra (de neutralidade) designada por *passivity rule* diz respeito às limitações dos poderes do órgão de administração da sociedade visada no decurso da oferta, no sentido de impedir a tomada de decisões pela respectiva administração susceptíveis de frustrar o êxito da oferta pública de aquisição.

Estas restrições, naturalmente, limitam-se às decisões de carácter excepcional, não podendo a sociedade ser impedida de prosseguir o exercício normal da sua actividade. Neste contexto, o artigo 9.º da Directiva consagrou a necessidade de obtenção, pela administração da sociedade visada, de autorização prévia da assembleia-geral de accionistas para a prática de quaisquer actos susceptíveis de conduzir à frustração da oferta pública de aquisição.

A *breakthrough rule* (também conhecida como regra de quebra dos limites ao direito de voto) respeita à ineficácia das restrições estatutárias e/ou contratuais em matéria de transmissão de valores mobiliários, direitos de voto, direitos especiais de nomeação ou destituição de membros do órgão de administração e direitos de voto plurais, e encontra-se consagrada no artigo 11.º da Directiva.

13. Em segundo lugar, a Directiva instituiu a natureza optativa destes dois mecanismos (*passivity rule* e *breakthrough rule*).

Ou seja, em ambos os casos, ficou consagrado um regime opcional nos termos do qual os Estados membros poderiam, aquando da transposição da Directiva, optar pela adopção obrigatória das regras em causa ou, designadamente, deixar essa adopção ao critério das sociedades abertas.

14. E, em terceiro lugar, a par com a sua natureza optativa, a Directiva adoptou um regime de reciprocidade ilimitada.

Ou seja, a Directiva estabeleceu que os Estados podem permitir que as suas empresas não apliquem a *passivity rule* e/ou a *breakthrough rule* nos casos em que o oferente não se encontre sujeito a um regime jurídico idêntico.

15. Deste modo, e em jeito de conclusão quanto ao modelo estabelecido pela Directiva, no contexto da respectiva transposição, os Estados membros ficaram habilitados à tomada de três decisões:

- adopção, com carácter obrigatório ou voluntário, da regra de neutralidade;
- adopção, com carácter obrigatório ou voluntário, da regra de quebra dos limites ao direito de voto;
- adopção ou não da regra da reciprocidade ilimitada.

E, aqui chegados, importa enfatizar que o regime acabado de descrever, incluindo as diferentes hipóteses de transposição deixadas aos Estados membros, não representa mero fruto do acaso ou de abordagem táctica do processo negocial inerente à produção da Directiva.

Na verdade, os mecanismos acima identificados consubstanciam um equilíbrio entre as teses que defendem um mercado de controlo societário sem barreiras (praticamente inexistente no contexto internacional) e os defensores de um espaço de licitude para a utilização de medidas e meios de defesa legítimos.

Não sendo alheio ao equilíbrio assim consagrado o conhecimento, por parte do legislador europeu, das várias análises realizadas relativamente aos vários modelos de correspondência entre número de acções e número de votos e que concluíram pela existência de motivações perfeitamente legítimas para a existência de eventuais desvios à regra da proporcionalidade, bem como, pela ausência de uniformidade quanto aos efeitos, necessariamente diversos, da aplicação daquela regra a diferentes situações e contextos.

Mais do que isso, o modelo adoptado pela Directiva permitiu dar a devida relevância à dinâmica e evolução do funcionamento dos mercados na escolha das soluções legislativas a adoptar, designadamente, num contexto de concorrência regulatória que os legisladores e reguladores europeus não conseguiram abolir e que, como se verificará *infra*, o legislador nacional, em 2006, compreendeu não poder, nem dever, correr o risco de ignorar.

16. Face ao exposto, é agora possível compreender que, não só a Directiva (*rectius*, a sua transposição) não conduziu à harmonização dos regimes jurídicos pré-existentes, muito distintos e em alguns casos antagónicos, como, de facto, a própria Directiva veio dar azo à permanência, nos vários Estados membros, de diferentes regimes legais no que respeita ao funcionamento dos mercados de controlo societário e aos processos de OPA.

E, tendo em conta essa potencial (e de facto existente) diversidade, torna-se igualmente possível perceber melhor que o regime legal das OPA vigente em cada Estado membro depende directamente da forma como cada um dos Estados procedeu à transposição da Directiva, ou à posterior alteração da respectiva legislação, e acolheu, com carácter obrigatório ou não, as regras respeitantes à limitação dos poderes das sociedades visadas e, aspecto muito importante, o regime de reciprocidade ilimitada associado.

17. É por essa razão que, na constelação de regimes jurídicos vigentes nos diferentes Estados membros encontramos acentuadas diferenças, que vão desde a atitude mais proteccionista em relação ao respectivo mercado (Estados que deram carácter voluntário às regras da neutralidade e da suspensão de defesas e, cumulativamente, aplicam a regra da reciprocidade automática ilimitada) até ao limite oposto (Estados que optaram pela consagração injuntiva das regras *passivity* e *breakthrough* e não aplicam um regime de reciprocidade ilimitada e, dessa forma, aboliram quase por completo as defesas do respectivo mercado).

Neste quadro, Portugal situa-se, actualmente, no grupo de Estados que adoptou com carácter injuntivo a *passivity rule* (artigo 182.º do CVM) e com carácter voluntário a *breakthrough rule* (art.º 182.º-A do CVM), tendo, igualmente, acolhido no regime legal nacional a regra da reciprocidade de forma ilimitada.

Vejamos em que termos.

18. No artigo 182.º do CVM, em vigor, o legislador português adoptou a *passivity rule*, consagrada no artigo 9.º da Directiva, ou seja, a limitação *a anteriori* dos poderes de administração da sociedade visada durante o período da oferta, designadamente, e sem prejuízo das excepções aplicáveis, quando esteja em causa a susceptibilidade de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada, quando os actos

em causa exorbitem da gestão normal da sociedade e os mesmos se mostrem susceptíveis de afectar relevantemente os objectivos anunciados pela oferente.

E, aspecto vital para a compreensão do regime em vigor, Portugal adoptou nesta matéria a cláusula de reciprocidade prevista na Directiva.

Ou seja, uma sociedade aberta portuguesa só está vinculada ao cumprimento da *passivity rule* se a oferta pública de aquisição lhe for dirigida por sociedade oferente que esteja sujeita às mesmas regras ou que seja dominada por sociedade sujeita às mesmas regras.

19. No artigo 182.º-A do CVM, nos termos da redacção em vigor, o legislador português regulou a possibilidade de suspensão voluntária da eficácia das restrições transmissivas e de direito de voto, no mesmo passo, acolhendo a excepção de reciprocidade prevista na Directiva.

Ou seja, em 2006, o legislador português, actuando com a necessária e indispensável prudência e ponderação, optou pela não aplicação obrigatória da regra de suspensão dos meios de defesa às sociedades abertas, tendo adoptado nesta matéria um regime de suspensão facultativo assente numa matriz de decisão voluntária e não hetero-imposta.

Conforme se reconhece explicitamente no documento da consulta relativa à pretendida modificação do preceito, “o legislador português foi particularmente sensível às dificuldades e equilíbrios que estiveram na base do compromisso que gerou as regras comunitárias”, e, permitimo-nos acrescentar, consagrou a solução que se mostrava mais adequada ao bom funcionamento e desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Nestes termos, a redacção actual do artigo 182.º-A confere aos accionistas a opção de aplicar, ou não, a *breakthrough rule* no caso de uma OPA, deste modo, respeitando verdadeiramente a soberania accionista; e é essa soberania accionista que a presente proposta pretende atacar na medida em que, ao procurar instituir um regime obrigatório (e que, portanto, deixa de constituir uma opção dos accionistas) visa, precisamente, prejudicar as decisões e desígnios dos accionistas das empresas cotadas, designadamente, ignorando os acordos estabelecidos com vista à estabilidade, sustentabilidade e bom governo das sociedades.

D. RAZÕES DA DISCORDÂNCIA DA AEM

20. Através do documento de consulta em análise, a CMVM propõe a modificação da actual redacção do artigo 182.º-A, no sentido oposto à opção realizada pelo legislador português em 2006, ou seja, pretendendo tornar obrigatória a adopção da *breakthrough rule* pelas sociedades cotadas e, aspecto decisivo, não acolhendo, nesta matéria, um regime de reciprocidade automática ilimitada.

21. Conforme já se referiu, e ao contrário do previsto na sua Carta de Princípios de Regulação, a CMVM, não fez preceder o presente acto de consulta pública da publicação de exposição de motivos pública prévia ao início do processo regulatório.

Nesses termos, não é possível conhecer, em toda a sua profundidade, a razão da escolha, que não é indiferente, deste preciso momento, na economia portuguesa e no mercado de capitais nacional, para a introdução da proposta de alteração em causa.

E o que está em causa, recorde-se, não é a mera correcção de aspectos técnicos ou parcelares do regime vigente mas, indo muito mais longe e pretendendo alterar de forma muito mais profunda o sistema vigente, a inversão completa da regra existente desacompanhada de um regime de reciprocidade correspondente.

É, pois, em relação a esta opção de política legislativa, e não no que concerne os meros aspectos técnicos da modificação, que é devida a explicação quanto aos motivos e oportunidade da proposta em análise.

Essa explicação, repete-se, não foi apresentada.

22. De facto, analisando o conteúdo do documento de consulta, a passagem que, de algum modo, mais se aproxima da explicitação de um motivo justificativo para a iniciativa é a referência feita, ainda que de forma vaga e genérica, a que “em face do contexto actual da economia portuguesa e europeia, o regime português carece, pois, a um tempo, de clarificação e revisão.”

Ora, a justificação apresentada, nestes termos, não é compreensível.

E não é compreensível, desde logo, pela oportunidade escolhida para a alteração quando considerados os desenvolvimentos em curso no plano europeu, conforme a seguir se explica.

D.1. CARÁCTER EXTEMPORÂNEO E IMPRUDENTE DA MODIFICAÇÃO

23. Conforme já se mostrou, o texto do artigo 182.º-A em vigor está indelevelmente ligado ao processo de elaboração e concretização da Directiva que transpôs.

Mas, de facto, conforme também se antecipou, o nível real de harmonização no espaço europeu do novo regime jurídico aplicado às OPA, após a transposição da Directiva, revelou-se extremamente reduzido, conforme reconheceu a Comissão Europeia no único relatório oficial publicado sobre o processo de transposição da Directiva, datado de 2007.

Como seria natural, o relatório concentrou-se sobretudo nas duas provisões fundamentais da Directiva: *passivity rule* e *breakthrough rule*.

O processo de análise da implementação da Directiva permitiu perceber, em primeiro lugar, que, apesar de o prazo de transposição da Directiva das OPA ter terminado em 20 de Maio de 2006, vários haviam sido os Estados Membros que, à data, não tinham adoptado as normas de direito interno indispensáveis à respectiva conclusão, em resultado, principalmente, da sensibilidade política do tema e das dúvidas suscitadas pelo documento, as mesmas que já haviam conduzido ao atraso na produção e aprovação da Directiva.

Por outro lado, o relatório de 2007 deixou absolutamente claro que a maior parte dos Estados membros da UE persistia na defesa do seu "nacionalismo económico", utilizando as opções e isenções incluídas na Directiva com o intuito de defender as empresas consideradas de importância estratégica contra propostas de aquisição, designadamente, com carácter hostil e com origem em países estrangeiros.

Em particular, o relatório reconheceu que, em matéria de neutralização das medidas defensivas existentes, "a grande maioria dos Estados membros não impuseram, ou provavelmente não irão impor, esta regra, mas tornaram-na facultativa para as empresas".

Na verdade, à altura, a própria Comissão Europeia previa que a *breakthrough rule* apenas viesse a ser obrigatoriamente aplicada a cerca de 1% (!!) das empresas cotadas europeias.

Quanto à regra da neutralidade do conselho de administração, o relatório explicava que "um total de 18 Estados membros a impõe, ou é esperado que a imponha. Contudo, esta obrigação de neutralidade não é nova em nenhum destes Estados membros, com a excepção de um [Malta]".

Conforme na altura também foi referido, a atitude mais proteccionista de alguns Estados acabou por traduzir-se num efeito de tipo dominó em relação aos restantes, na prática, parecendo fazer aumentar o número de barreiras às propostas de aquisição, e, portanto, mostrando-se em contradição com os efeitos pretendidos pela Directiva.

24. Neste quadro, a Comissão Europeia entendia que os objectivos que considerava dever prosseguir com a Directiva não foram alcançados.

Por essa razão, o comissário europeu do Mercado Interno e dos Serviços, (à altura) Charlie McCreevy, deu nota que a Comissão poderia vir a antecipar a revisão da Directiva em virtude da sua insatisfação com os respectivos resultados.

Mas, na realidade, tal não se verificou; a Comissão reconhecia, e reconhece, a necessidade da monitorização do impacto da Directiva mas manteve o planeamento original do processo de revisão, o qual deverá acontecer durante o corrente ano de 2011 e prolongar-se em 2012.

Na verdade, já com um novo comissário europeu do Mercado Interno e dos Serviços, Michel Barnier, a Comissão Europeia publicou, em 27 de Outubro de 2010, o seu plano de trabalho para 2011.

No referido plano faz-se referência, sem destaque ou elevado grau de prioridade, à revisão da Directiva das OPA, nos seguintes termos: “A revisão da Directiva das OPA está prevista para 2011. Nestes termos, a Comissão espera estar em condições de contratualizar o estudo sobre a mesma no final de 2010.”

Já posteriormente, em Março de 2011, foi conhecido que a Comissão Europeia adjudicou à sociedade de advogados Marccus Partners o serviço correspondente ao estudo sobre a implementação, aplicação e impacto da Directiva.

Os resultados do estudo, considerado pela própria Comissão Europeia como complexo e difícil, deverão ser conhecidos, na melhor das hipóteses, no final de 2011.

A isto deve acrescentar-se que, questionados sobre o tema, os responsáveis da Comissão Europeia têm defendido que apenas na posse do conhecimento completo e actualizado relativo ao estado da implementação e aplicação da Directiva nos vários Estados membros será possível evoluir na reflexão sobre as eventuais alterações a realizar (ou não) no respectivo texto.

25. Aliás, a própria Comissão Europeia, nesta matéria, tem dado um exemplo de prudência que desautoriza a forma de actuação subjacente no documento de consulta aqui em análise, ao reconhecer que, sem um conhecimento profundo das opções

realizadas por cada Estado membro nesta matéria (o que implica, por exemplo, compreender o vasto e diverso acervo de quadros nacionais de meios e medidas defensivas), não é possível ter uma percepção do nível real de harmonização conseguido após a transposição da Directiva.

Não se conhece, por exemplo, o número e nacionalidade das empresas que, eventualmente, tenham feito a opção individual de adoptar as regras em causa, e em especial a *breakthrough rule*, ainda que não sendo obrigadas a tal pela respectiva legislação nacional.

E, por maioria de razão, não é possível justificar-se uma alteração de regime num quadro internacional que se desconhece.

Ora, o presente processo de consulta é totalmente omissos quanto ao quadro comparativo no qual se pretende concretizar a proposta feita, de completa inversão do regime actualmente existente, e é igualmente omissos em relação aos impactos que poderão decorrer, para a economia portuguesa, para o mercado de capitais nacional e para as empresas cotadas, da consagração, em Portugal, de um regime que cria vulnerabilidades e um grau de exposição aparentemente superior ao que existe na maior parte dos restantes Estados europeus.

26. Neste ponto, cumpre ainda recordar que, em violação do disposto na sua própria Carta de Princípios de Regulação, a CMVM não produziu, ou, pelo menos, não publicou, a avaliação de impacto da modificação proposta, incluindo a análise detalhada e actualizada, que necessariamente teria de ser realizada, relativamente às soluções legislativas comparáveis em vigor nos restantes Estados membros da União Europeia e ao processo de discussão e evolução que levou à adopção dessas soluções legislativas.

Deste modo, negada ao escrutínio público a referida avaliação de impacto, não é possível conhecer, em toda a profundidade e detalhe, quais as consequências esperadas pelo legislador relativamente à alteração pretendida, nas actuais circunstâncias da economia portuguesa e do mercado de capitais nacional.

27. Assim, na ausência de uma análise comparativa, detalhada e actualizada que permita conhecer o estado actual, no quadro europeu, das diferentes combinações de modos de transposição das *passivity*, *breakthrough* e *reciprocity rules*, cumpre recordar os únicos dados oficiais que sobre a matéria se encontram disponíveis e que são os

constantes do relatório da Comissão Europeia a que, nesta parte da exposição, temos feito referência.

Ora, face aos dados que se apresentam na figura seguinte, mais evidente se torna que Portugal se prepara, se seguir o caminho proposto pelo anteprojecto aqui em apreciação, para adoptar um regime legal que vai muito mais longe do que qualquer outro Estado europeu dotado de um mercado de capitais desenvolvido, na adopção de um modelo de total abertura (correspondendo, no quadro em baixo, ao modelo Sim/Sim/Não) que, indubitavelmente, colocará as empresas cotadas nacionais em situação de significativa desvantagem competitiva perante as suas concorrentes estrangeiras.

Tabela 1 – Síntese da Transposição da Directiva das OPA

	<i>Neutralidade</i> Adoptado Regime do art.º 9/(2)(3)?	<i>Breakthrough:</i> Adoptado Regime do art.º 11.º?	<i>Reciprocidade:</i> Adoptado Regime do art.º 12.º?	<i>Condição de</i> Lançamento de OPA Obrigatória
Alemanha	Não	Não	Sim	30%
Bélgica	Não	Não	Sim	30%
Dinamarca	Não	Não	Sim	33%
Holanda	Não	Não	Sim	30%
Itália	Não	Não	Sim	30%
Luxemburgo	Não	Não	Sim	33%
Polónia	Não	Não	Sim	66%
Chipre	Sim	Não	Sim	30%
Eslovénia	Sim	Não	Sim	25%
Espanha	Sim	Não	Sim	30%
França	Sim	Não	Sim	33%
Grécia	Sim	Não	Sim	33%
Hungria	Sim	Não	Sim	25%
Portugal	Sim	Não	Sim	33%
Austria	Sim	Não	Não	30%
Eslováquia	Sim	Não	Não	33%
Finlândia	Sim	Não	Não	30%
Irlanda	Sim	Não	Não	30%
Malta	Sim	Não	Não	50%
Reino Unido	Sim	Não	Não	30%
Rep. Checa	Sim	Não	Não	40%
Suécia	Sim	Não	Não	30%
Estónia	Sim	Sim	Não	50%
Letónia	Sim	Sim	Não	50%
Lituânia	Sim	Sim	Não	40%

Fonte: Comissão (2007)

28. Face ao exposto, no presente contexto, estando a decorrer a investigação sobre os impactos da Directiva nos diversos Estados membros e sendo certa a realização (anunciada e a breve trecho) de uma reflexão de âmbito europeu sobre a matéria, a iniciativa de alteração do artigo 182.º-A mostra-se particularmente

extemporânea e desadequada, podendo inclusivamente vir a revelar-se contraditória com o futuro desenvolvimento do texto comunitário ou com outras futuras iniciativas da Comissão Europeia nesta matéria.

E trata-se, em acréscimo, de uma opção imprudente, porque, além de tomada sem aguardar pela reflexão e estudo em curso a nível europeu, prescinde igualmente do necessário estudo sobre o quadro geral europeu actual em que pretende inserir-se e não se apresenta dotada da indispensável avaliação de impacto que, tanto quanto é possível saber, não foi efectuada.

Ora, no contexto actual, Portugal não deve precipitar-se em iniciativas de tipo experimental que aumentem o grau de exposição, risco e vulnerabilidade da economia nacional, do mercado de capitais e das empresas cotadas, adoptando sistemas que não se encontram testados e que outros Estados maioritariamente têm rejeitado.

Nestes termos, parece recomendável, e uma atitude da mais basilar prudência, que qualquer iniciativa nacional em matéria de alteração do regime jurídico das OPA aguarde pelos resultados do estudo em curso na União Europeia.

E só depois, caso tal se mostre adequado e pertinente, reflectindo sobre a matéria de forma completa e com tempo, se deverá avançar no sentido da introdução de eventuais melhorias no regime actualmente existente, naturalmente, tendo sempre o cuidado de proteger os interesses em presença através da consagração de períodos de *vacatio legis* igualmente adequados e a discutir no quadro da efectiva alteração a realizar.

D.2. OS RISCOS RESULTANTES DA MODIFICAÇÃO

29. Conforme anteriormente se descreveu, o documento de consulta refere que “em face do contexto actual da economia portuguesa e europeia, o regime português carece, pois, a um tempo, de clarificação e revisão.”

30. Admitindo, por momentos e apenas por meras razões de facilidade de exposição, que a razão invocada possa ser válida, importa procurar averiguar qual é o efectivo “contexto actual da economia portuguesa e europeia” (o qual não é descrito nem caracterizado no documento de consulta).

O contexto recente da economia portuguesa encontra-se inevitavelmente marcado pelas crescentes dificuldades de financiamento dos agentes públicos e privados e que levaram ao pedido de assistência financeira apresentado por Portugal à União Europeia, aos Estados membros da área do euro e ao Fundo Monetário Internacional, em Abril deste ano.

Na sequência, foi elaborado um alargado programa de ajustamento económico e financeiro, que pretende permitir o retorno de Portugal a uma trajectória de crescimento sustentado, num quadro de estabilidade financeira e restaurando a confiança dos participantes nos mercados financeiros internacionais.

O referido programa encontra-se em curso de concretização.

Mas, simultaneamente, o contexto actual da economia portuguesa mostra-se também fortemente afectado pela intensificação e propagação da turbulência financeira associada à crise da dívida soberana na área do euro, a qual se mostrou de forma particularmente intensa e com efeitos particularmente nefastos ao longo do mês de Agosto de 2011 (o índice mundial bolsista MSCI AC World Index caiu 7,5% entre o fecho de 29 de Julho e o fecho de 31 de Agosto).

Em resultado, desta situação, e em termos muito resumidos:

- as capitalizações bolsistas das empresas cotadas portuguesas encontram-se, na maioria dos casos, em mínimos históricos;
- os grupos económicos nacionais e os accionistas de referência estão notoriamente descapitalizados;
- o sistema bancário nacional que, no passado, vinha assegurando a quase totalidade do financiamento do sector privado da economia, viu as suas próprias condições de financiamento deteriorarem-se de forma acentuada, e enfrenta, no futuro próximo, um conjunto de desafios significativos, tornando a situação portuguesa extremamente complexa no que respeita à obtenção de crédito por parte das empresas.

31. Em resumo, a realidade do contexto actual da economia portuguesa e das suas empresas e, entre elas, das sociedades cotadas, é de profunda crise económica e financeira, e, no que concerne mais directamente as empresas, consubstancia uma situação de notória fragilidade e grande vulnerabilidade.

Ao exposto acresce que, como tem sido insistentemente reportado, a economia mundial conhece hoje um vasto conjunto de entidades (*corporate raiders*) na posse de recursos financeiros quase ilimitados, designadamente se comparados com a

capitalização bolsista do mercado de capitais português e das empresas que aí se encontram cotadas.

Devendo enfatizar-se que, em vários casos, estes *raiders* dispõem ainda de uma capacidade de endividamento quase ilimitada, em especial por força das próprias garantias estatais de que passaram a beneficiar na sequência da crise, e apresentam-se fortalecidos pela experiência colhida em mercados onde outras iniciativas contraproducentes de direito positivo contribuíram para a distorção do mercado de controlo corporativo.

A intersecção destes factos pode facilmente fazer com que a modificação proposta pela CMVM tenha como consequência a realização e multiplicação de OPA hostis, por parte de entidades internacionais com recursos financeiros amplamente disponíveis, tendo como visadas algumas das maiores e mais competitivas empresas cotadas nacionais e como objectivo final o seu mero desmantelamento ou deslocalização.

32. A preocupação que assinalamos não é abstracta, como o comprova a actuação recente de outros Estados membros da União Europeia.

De facto, uma das consequências da crise vigente tem sido, precisamente, a atenção e preocupação com que vários Governos e autoridades administrativas, noutros países europeus, passaram a acompanhar os desequilíbrios criados e que ameaçavam colocar as empresas cotadas dos respectivos países, com as suas capitalizações bolsistas fortemente afectadas, numa situação de enorme vulnerabilidade perante os mencionados *raiders*.

Na sequência, em diversas ocasiões, Governos e reguladores intervieram no sentido de favorecer a estabilidade do controlo accionista e proteger as suas empresas cotadas contra os ataques de *corporate raiders* internacionais.

A este propósito, pode citar-se o exemplo italiano.

O regime italiano da OPA, originalmente regulado em 1998 e depois confirmado em 2007, já sob a égide da Directiva, era um dos mais restritivos em relação à utilização de meios de defesa por parte das sociedades visadas, consagrando com carácter obrigatório quer a *passivity rule* quer a *breakthrough rule*, ainda que, ambas, mitigadas pela regra da reciprocidade ilimitada.

Nestes termos, o regime italiano, fruto da adopção obrigatória das regras *passivity* e *breakthrough*, e ainda que menos exigente do que o sistema que agora se pretende instaurar em Portugal, tornou-se rapidamente percebido como extremamente vulnerável em comparação com os restantes Estados membros.

E, na sequência, face um contexto económico em que o valor de mercado das principais empresas cotadas italianas havia diminuído significativamente e aumentara o risco de as mesmas serem objecto de OPA hostis por parte de *raiders* estrangeiros, o Governo italiano, agindo rapidamente e num processo que se encontra amplamente documentado, alterou o quadro legal em vigor, fazendo publicar o DL n.º 185, de 29 de Novembro, significativamente conhecido como Decreto Anti-Crise (depois convertido em Lei, já em 2009), e eliminando a adopção obrigatória da *passivity rule* e da *break-through rule*.

O regime italiano foi, entretanto, objecto de várias afinações ulteriores, mas sem retornar à versão original excessivamente injuntiva e mantendo os novos equilíbrios que passaram a permitir às empresas cotadas italianas e respectivos accionistas, avaliar, caso a caso, a natureza e credibilidade das oferentes e a sustentabilidade das respectivas ofertas.

Ainda e apenas a título de exemplo, refira-se que também no Reino Unido, o Panel on Takeovers and Mergers lançou recentemente uma consulta pública para a discussão de soluções que pretendem reforçar a defesa das empresas cotadas em caso de OPA hostil, na sequência da qual se aguardam alterações legislativas, ainda durante o presente mês de Setembro, em sentido que se antevê oposto à proposta da CMVM aqui em apreciação.

Na verdade, perante as lições colhidas no caso da aquisição da empresa Cadbury, os responsáveis britânicos entenderam dever lançar a reflexão sobre a ameaça de aquisição de empresas nacionais por *raiders* com interesses de curto prazo e sem interesse no desenvolvimento de estratégias sustentáveis que protejam o interesse das empresas e dos accionistas ou atendam aos interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.

33. Conforme vínhamos explicando, os exemplos acabados de descrever, entre outros susceptíveis de serem facilmente identificados, não tiveram eco em Portugal.

Mas não podem ser ignorados na compreensão daquele que é o verdadeiro contexto actual da economia portuguesa e europeia, e do potencial de riscos e perigos que a presente iniciativa legislativa faz pesar sobre o mercado de capitais nacional e sobre as empresas cotadas.

Entre outras razões, porque, o mercado de capitais português não é, em termos europeus, um mercado dominante ou “contagante”, não lhe cabendo, pois, adoptar

posições de vanguarda que apenas contribuirão para a criação de profundas assimetrias e vulnerabilidades, com efeitos nefastos para a economia, o mercado e as empresas.

34. Nos termos expostos, é nosso entendimento que a adopção injuntiva da *breakthrough rule*, por via da suspensão obrigatória das cláusulas restritivas à transmissão e ao exercício do direito de voto e determinados direitos especiais no caso de lançamento de oferta pública de aquisição, ao contrário do que o documento de consulta afirma (note-se, sem fundamentar), não contribuirá para o aumento da competitividade do mercado de controlo societário português.

Pelo contrário, a modificação em causa contém implícito o elevado risco de tornar Portugal um alvo fácil para os *corporate raiders* internacionais interessados no ataque às sociedades abertas portuguesas, num momento de visível desvalorização da respectiva capitalização bolsista.

A pretendida modificação revela-se, por isso, além de perigosa e arriscada, contraproducente: o seu resultado não será o da atracção de mais investidores de longo prazo para o mercado português, mas, pelo contrário, o aumento da disrupção provocada por períodos longos de paralisia na actividade das sociedades visadas, o desmantelamento de empresas geradoras de negócio, inovação, emprego e criação de valor, e a diminuição da capitalização, volumes e liquidez do mercado de capitais nacional, em virtude da potencial deslocalização das sociedades visadas e/ou da sua potencial saída de Bolsa.

D.3. OS VÁRIOS PROBLEMAS PROVOCADOS PELO AFASTAMENTO EM RELAÇÃO AO TEXTO DA DIRECTIVA E, EM PARTICULAR, A QUESTÃO DA NÃO EXIGÊNCIA DE RECIPROCIDADE

35. Ao que se vem referindo, cumpre acrescentar que a experiência, e a literatura empírica disponível, evidencia que os países, em geral, incluindo os Estados membros da União Europeia, aquando do desenvolvimento dos seus processos jurídicos de intervenção no mercado de capitais, costumam realizar escolhas em conformidade com a importância e dimensão dos respectivos mercados nacionais, procurando, usualmente, fazer prevalecer os interesses nacionais sobre outras determinantes

(designadamente as relativas aos processos de decisão relativos à criação de um mercado único europeu).

Ora, neste contexto, Portugal assumiu já uma posição que foi tão ou mais longe do que a adoptada pela maioria dos seus congéneres europeus, ao ter adoptado, com carácter obrigatório, a *passivity rule*.

36. Na verdade, em matéria de regra de neutralidade, o legislador português adoptou uma inibição legal injuntiva, limitando, de forma decisiva, a capacidade de defesa da sociedade emitente em caso de OPA.

E, a este propósito, é importante ter presente que, como é genericamente reconhecido pela doutrina, a mencionada inibição dos poderes da administração já condiciona fortemente a actividade da sociedade visada, sujeitando-a a uma situação de evidente perturbação e disrupção da sua actividade normal.

Além de que, conforme resulta claro da evidência recolhida pelos estudos empíricos mais recentes, as OPA hostis ou contestadas contribuem, na maior parte dos casos, para a destruição de valor na sociedade visada e nos seus accionistas, além de incentivarem fortemente a adopção de estratégias de curto prazo quer nas oferentes quer nas sociedades visadas.

37. Também por estas razões, o legislador de 2006, que conhecia bem os contornos do processo legislativo comunitário que acabava de se encerrar, a falta de harmonização do tema a nível europeu e a dinâmica específica do mercado de capitais para o qual legislava, tomou a opção política clara de, adoptando uma solução injuntiva de *passivity rule*, fazer depender a respectiva aplicação de uma regra de reciprocidade.

Ou seja, a opção concretizada foi, como já se explicou, uma opção de equilíbrio entre um mercado de controlo societário sem barreiras e o espaço de licitude e legitimidade para as medidas e meios de defesa indispensáveis à adequada prossecução do interesse das empresas e dos seus accionistas.

38. Ora, a CMVM propõe-se agora proceder à adopção da *breakthrough rule* com natureza injuntiva mas, e este é um dos aspectos de maior gravidade da presente proposta de alteração, recusando, nesta matéria, a adopção da regra da reciprocidade automática ilimitada, e, portanto, sacrificando, sem que se perceba em defesa de que superior interesse, a liberdade de decisão conferida aos Estados membros quanto a este mecanismo essencial do regime instituído (regra de reciprocidade que, permita-se-

nos recordá-lo mais uma vez, assentou, precisamente, numa original proposta portuguesa).

De facto, conforme atrás se explicou, e a autoridade administrativa não pode ignorar, no contexto actual da economia portuguesa, a exigência de lançamento de uma contra-oferta sobre o oferente (cfr. a redacção proposta para o n.º 5 do novo artigo 182.º-A), como condição de funcionamento da regra de reciprocidade, é susceptível de se deparar com dificuldades práticas de tal monta que o universo de sociedades afectadas e capazes de, por essa via, reagir, se apresenta como potencialmente vazio.

E, portanto, o que se esconde por detrás da falácia de uma reciprocidade condicionada é a adopção de um sistema injuntivo radical no qual as sociedades visadas perdem todos os meios de defesa perante qualquer tipo de OPA, incluindo as que se mostrem completamente contrárias ao respectivo interesse social, não podendo sequer beneficiar de um regime de reciprocidade.

Ou seja, nos termos da proposta apresentada pela CMVM, as sociedades portuguesas passam a poder ser alvo de ataque por parte de oferentes que não estejam sujeitas às mesmas regras ou que sejam dominadas por sociedade que não se sujeite às mesmas regras.

Pelo que, a proposta apresentada pela CMVM tem como efeito imediato facilitar, de forma claramente excessiva, os ataques, em particular de *corporate raiders*, às sociedades abertas nacionais, num momento particularmente vulnerável da economia portuguesa.

39. Mas a proposta apresentada, além de excessiva, revela também grande imprudência.

Neste ponto, não podemos deixar de, de novo, enfatizar que a forma como o tema da reciprocidade é tratado na proposta choca de frente com o próprio regime da Directiva em vigor, o qual, como vimos, contribui para a institucionalização de regimes não harmonizados na União Europeia, ao permitir que os Estados membros não exijam às sociedades abertas que apliquem o disposto nos artigos 9.º e 11.º.

O principal problema enfrentado pelo processo de elaboração da Directiva foi o da disparidade de regimes jurídicos entre ordens jurídicas que, por essa razão, pudessem deixar as respectivas sociedades abertas à mercê de operações de aquisição internacionais e, assim, numa situação de fragilidade perante ordens jurídicas que admitam, de forma generalizada ou parcial, esquemas defensivos contra essas operações.

Este problema não desapareceu, muito pelo contrário.

E os cerca de trinta anos de discussão europeia, e mais de vinte e cinco anos de discussão na América do Norte, sobre o tema, sem conclusões firmes à vista e sem que a mais autorizada doutrina e literatura tenha podido assentar numa opinião comum, mostram bem que estamos perante um problema de enorme complexidade e sérios riscos para as jurisdições que o abordem de ânimo leve e sem a necessária prudência.

40. O ponto relativo à regra da reciprocidade é tanto mais importante quanto a adopção de um regime imperativo a nível da *breakthrough rule* (ao arrepio, conforme se referiu, do que é a tendência europeia) tem um impacto extremo, e de modo algum pacífico enquanto solução jurídica, no âmbito da liberdade contratual das partes envolvidas, em sede de acordos parassociais que regulem o exercício do direito de voto em sociedades cotadas.

De facto, e em respeito do primado da autonomia privada dos accionistas, estes devem ser livres de auto-regularem as suas relações nos termos que considerem adequados, sem que essas relações – tendencialmente aplicáveis na generalidade das situações da vida da sociedade – sejam necessária e arbitrariamente suspensas em caso de OPA, não por vontade dos referidos accionistas mas antes por imposição legal, que terá como efeito potencialmente nefasto, entre outros, a perda do equilíbrio contratual entre accionistas traçado aquando da celebração do referido acordo parassocial.

Ou seja, de facto, a presente proposta ao contrário da defesa da soberania accionista que pretende professar, ataca, de forma violenta, essa soberania accionista no seu aspecto mais essencial: a liberdade contratual.

E, adicionalmente, é importante recordar que a pretensa contrapartida prevista pela forte restrição (quando não se entenda que se trata, na prática, de uma verdadeira supressão) da liberdade contratual – a qual consiste na imposição de um dever de o oferente indemnizar os accionistas lesados – não é, de todo, susceptível de compensar os efeitos potencialmente nefastos em causa.

Desde logo, porque é notoriamente difícil para os accionistas lesados fazer a prova e a quantificação de eventuais danos sofridos pela aplicação da *breakthrough rule* aos acordos parassociais; e, por outro lado, porque, a admitir-se a hipótese de efectivamente se conceder uma indemnização, sempre esta estaria condicionada ao entendimento muitíssimo conservador que, nesta matéria, é o dos tribunais portugueses.

41. Mas o ponto respeitante à reciprocidade não é o único no qual o documento de consulta faz tábua rasa do disposto na Directiva comunitária.

A verdade é que a proposta de alteração alarga, tão considerável como injustificadamente, o âmbito do regime da *breakthrough rule* previsto na Directiva.

Com efeito, é esta a única conclusão possível ao verificar-se que se propõe (i) reduzir o limiar (que agora se fixa em 2/3 do capital social com direito a voto) acima do qual o oferente beneficiará do regime da *breakthrough rule* num momento subsequente ao encerramento da OPA (cfr. a redacção proposta para o n.º 3 do art. 182.º-A), (ii) limitar, como já vimos mas importa reiterar, a excepção de reciprocidade ao casos de contra-oferta por parte da sociedade visada (cfr. a redacção proposta para o n.º 5 do art. 182.º-A), (iii) excluir a suspensão das restrições ao exercício do direito de voto dos casos de indemnização por parte do oferente, conforme referido *infra* (cfr. a discussão e redacção proposta para o n.º 6 do art. 182.º-A), e (iv) introduzir uma regulação genérica (i.e., não apenas restrita às situações de OPA) relativamente aos *voting caps*, conforme também se analisa *infra* (cfr. a redacção proposta para o n.º 7 do art. 182.º-A).

42. Adicionalmente, a proposta pretende limitar o dever de indemnização a cargo do oferente (cfr. o novo n.º 6 do art. 182.º-A proposto), eliminando-se tal obrigação nos casos em que são suspensos os limites ao exercício do direito de voto, com o fundamento, aduzido no texto da consulta pública, de “que, não constituindo os limites ao exercício dos direitos de voto especiais, a sua neutralização não assegura qualquer pretensão indemnizatória”.

Porém, parece-nos que uma tal excepção à tutela indemnizatória prevista na Directiva da OPA, e que não distingue consoante o tipo de suspensão em causa (cfr. o artigo 11.º, n.º 5 da Directiva), é susceptível de injustificadamente desconsiderar os danos sofridos por accionistas em consequência de se suspenderem as restrições ao exercício do direito de voto (pense-se, designadamente, nos accionistas que tenham definido a sua estratégia de investimento numa determinada sociedade em função da existência de limites ao exercício do direito de voto).

Por outro lado, mal se compreende que se proponha neste caso excluir a indemnização com base no facto de uma restrição ao direito de voto não constituir um direito especial, mantendo porém a tutela indemnizatória a propósito das restrições transmissivas.

É que, em ambas as hipóteses, estão em causa restrições a direitos, e não direitos especiais em sentido próprio, os quais se caracterizam por conferirem aos titulares das acções a que respeitam (cfr. o artigo 24.º, n.º 4 do Código das Sociedades Comerciais) certas vantagens em relação ao estatuto jurídico comum do accionista (materializado nas chamadas acções ordinárias, que integram os direitos e as obrigações que a lei atribui, imperativa e supletivamente, quantitativa e qualitativamente, às acções em geral.

Deste modo, somos de opinião que, a persistir a modificação do artigo 182.º-A (hipótese que veementemente se rejeita), deveria ser mantida a tutela indemnizatória prevista na Directiva, deixando-se aos eventuais accionistas lesados e aos tribunais portugueses a questão da prova e da quantificação dos danos sofridos em consequência da suspensão dos limites ao exercício do direito de voto.

43. Por outro lado, temos dificuldade em compreender, neste contexto, a proposta de introdução de uma inovação normativa, relativa à regulação dos *voting caps* em geral, ou seja, independentemente de se estar ou não no âmbito de uma OPA (cfr. o proposto n.º 7 do novo art. 182.º-A).

Não obstante estarmos conscientes de que a tendência europeia tem sido no sentido de limitar ou eliminar os *voting caps*, cremos que, em qualquer caso, a partir do momento em que se admita uma situação deste tipo em Portugal, é essencial clarificar a partir de que momento se aplica tal regime.

Em particular, a persistir a modificação do artigo 182.º-A (hipótese que veementemente se rejeita), deverá ser esclarecido que o prazo de cinco anos para a realização de uma assembleia geral com vista à decisão sobre a manutenção ou eliminação dos *voting caps* se conta a partir da entrada em vigor do diploma legal que aprove a alteração prevista para o art. 182.º-A.

44. A opção da CMVM, no sentido da adopção injuntiva da *breakthrough rule*, mas, simultaneamente, de recusa da correspondente regra de reciprocidade automática ilimitada, consubstancia a consagração de um regime jurídico susceptível de causar significativos prejuízos para a economia portuguesa, o mercado de capitais nacional e as sociedades cotadas.

Esta opção é excessiva, porque vai longe de mais, designadamente em termos comparativos, na exposição do mercado de controlo societário português ao risco de ataque por *corporate raiders* internacionais sem que se perceba, porque

não são explicados ou fundamentados, quais os objectivos prosseguidos e quais os ganhos que se espera obter.

Do mesmo modo, em relação a diversas outras matérias, a proposta em apreço alarga, tão considerável como injustificadamente, o âmbito do regime da *breakthrough rule* previsto na Directiva da OPA.

Também por este conjunto de razões, as modificações previstas ao artigo 182.º-A não devem proceder.

D.4. A INSTABILIDADE JURÍDICA SUSCITADA PELA MODIFICAÇÃO

45. Ao direito europeu das ofertas públicas de aquisição falta a espessura do tempo e da análise detalhada e aprofundada dos respectivos impactos e consequências.

Esta leitura é verdadeira, também, no caso português.

O reduzido número de processos de OPA, realizados ao abrigo do regime legal vigente (quer na redacção anterior quer na redacção posterior a 2006), tem como consequência que vários dos preceitos em causa, como é exemplo o artigo 182.º-A que agora se pretende alterar, nunca tenham sido realmente sujeitos ao teste da sua aplicação a situações concretas complexas e juridicamente exigentes e/ou, na sequência, objecto de atenção suficientemente minuciosa da doutrina e da literatura académica especializada.

46. Está, portanto, em causa a modificação de um preceito legal que, por desnecessidade prática, nem sequer mereceu ainda da doutrina a indispensável dilucidação teórica.

E está igualmente em causa uma modificação que se pretende realizar sem que, para o efeito, se enuncie uma única situação concreta que sustente a razão e a oportunidade da alteração.

Cabe, designadamente, questionar se os processos de OPA que decorreram no passado recente, em Portugal, teriam terminado com resultados diferentes caso a opção assumida pelo legislador português, em 2006, tivesse sido aquela que agora se pretende instaurar.

A resposta, julgamos, é negativa.

Mas, em qualquer caso, essa é uma análise que não cabe ao respondente realizar mas que, à semelhança de outras notoriamente em falta, deveria ter sido realizada pelo proponente da modificação.

Por outro lado, a adopção de um regime imperativo a nível da *breakthrough rule*, nos termos em que agora se pretende realizar, cria uma situação de enorme instabilidade jurídica, desde logo face à menor qualidade técnica da proposta apresentada, que suscita inúmeros problemas jurídicos, de grande complexidade e morosa resolução, de entre os quais destacamos, a título de exemplo, as questões de responsabilidade contratual que poderão resultar da violação dos mencionados acordos parassociais, em resultado do cumprimento da nova norma, com todas as consequências nefastas daí resultantes ao nível da vida da sociedade e do desenvolvimento da respectiva actividade.

47. Em qualquer caso, e ainda que o regime legal resultante das modificações introduzidas em 2006 tivesse conhecido ampla aplicação e elucidação, mercê da sua análise pela jurisprudência e pela doutrina, o que, claramente, não é o caso, ainda assim, dizíamos, a sua alteração nos termos agora propostos, precipitada, não fundamentada e fora dos quadros anunciados de revisão da matéria pela Comissão Europeia, sempre impediria a indispensável sedimentação legislativa da matéria.

Nestes termos, a modificação proposta revela-se adversa à segurança e à previsibilidade das decisões subjacentes à gestão e ao governo das sociedades abertas as quais devem merecer, do legislador e do regulador, o indispensável respeito e tutela.

E também os termos em que a proposta é apresentada e os inúmeros problemas jurídicos que virá suscitar, complexos e de demorada resolução, contribuirão para a criação de enorme instabilidade jurídica onde ela não existia nem é desejável.

D.5. DA FALTA DE EFICÁCIA DA MODIFICAÇÃO

48. Conforme tem sido defendido e demonstrado pela mais variada doutrina, o Direito português dos valores mobiliários apresenta-se hoje demasiado complicado, numa

situação que, nalguns casos, resulta extremamente agravada por práticas burocráticas obsessivas.

Desde logo, é hoje claro que as estruturas jurídicas e judiciais vigentes, do direito dos valores mobiliários mas também de outras zonas do direito, a par com a falta de estabilidade no enquadramento jurídico aplicável às entidades emitentes, têm um peso significativo entre as principais razões para o afastamento dos investidores relativamente aos títulos portugueses.

Ora, o problema da atractividade do mercado de capitais português não se resolve através do aditamento de mais regras legais ou através da substituição de regimes legais equilibrados por soluções de hetero-regulação injuntiva desenhadas de modo precipitado e pouco reflectido.

E, mais do que isso, o problema da atractividade do nosso mercado de capitais português não está, com certeza, principalmente, no regime legal vigente em matéria de OPA e, dentro deste, na disposição constante do artigo 182.º-A do CVM.

A este propósito, justifica-se analisar, de forma breve, dois exemplos directa ou indirectamente relacionados com o tema da consulta.

49. Em primeiro lugar, considere-se a regra que estabelece que, quando as sociedades não adoptem cláusulas estatutárias de suspensão das disposições estatutárias restritivas em caso de oferta pública de aquisição, não podem fazer depender a alteração ou eliminação das restrições à transmissibilidade das acções e ao exercício do direito de voto de um quórum deliberativo superior a 75% dos votos emitidos.

O documento de consulta afirma que serão raras as sociedades cotadas que imponham um quórum deliberativo superior a 75% dos direitos de voto para alteração dos estatutos e que o regime supletivo para as alterações estatutárias é de 2/3 dos votos emitidos, nos termos do n.º 3 do art.º 386.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC), razão pela qual refere poder “indagar-se da própria utilidade e consistência da regra constante do art. 182.º-A, n.º 2 do CVM”.

Ora, ainda que se pudesse admitir que o valor percentual fixado se apresenta como demasiado alto (e não é essa a nossa opinião), tal conclusão, só por si, não permite fundamentar a completa inversão da opção legislativa prosseguida em 2006; quando muito, a referida conclusão poderia justificar a alteração do conteúdo do preceito em causa, e nada mais.

Mas, em qualquer dos casos, sempre se notará que estando em causa 75% dos votos emitidos, e não do capital social, a percentagem em causa não parece, de todo, excessiva.

50. Em segundo lugar, convém talvez mencionar que, de facto, nos casos de OPA que mais recentemente, entre nós, suscitaram maior discussão e tiveram maior visibilidade (decorrendo ainda, note-se sob o regime vigente prévio à transposição da Directiva das OPA), alguns problemas houve que foram consensualmente identificados por todos os participantes.

Esses problemas, porém, não diziam respeito, principalmente, às regras substantivas aplicáveis.

Pelo contrário, as questões mais prementes sentidas foram, em primeiro lugar, o tempo que a obtenção das aprovações das autoridades de supervisão demorou, e, em segundo lugar, as dificuldades derivadas dos mecanismos de sobreposição de competências entre as diversas autoridades (por exemplo, CMVM, Autoridade da Concorrência, Anacom, Banco de Portugal, etc.) designadamente em matéria de lançamento de potenciais OPA concorrentes.

Face ao exposto, no mínimo, é legítimo questionar se tais questões se encontram resolvidas, e se não deveriam ser os referidos problemas, de natureza procedimental, é certo, mas de enorme impacto no bom funcionamento no mercado de transacções accionistas, a merecer, em primeiro lugar, ou, pelo menos, numa abordagem reflectida e articulada, a atenção do legislador.

51. Por outro lado, é verdade que, ao nível legislativo e regulatório, existem e perpetuam-se problemas que carecem de resolução.

Mas os principais problemas existentes resultam dos excessos regulatórios e do sobrepeso burocrático que impende sobre as empresas cotadas, com consequências conhecidas, como seja, desde logo, a ausência de emitentes no mercado de capitais nacional, que preferem obter o seu financiamento junto do sistema bancário nacional ou no sistema bancário ou mercado de capitais estrangeiros.

A manutenção desta situação, que, com a proposta de modificação em apreço, irá provavelmente agravar-se, não deixará de ter consequências graves a breve trecho, como seja o advento de fenómenos de continuada resistência à entrada em mercado, de deslocalização para outros mercados, de pura perda da qualidade de sociedade aberta, etc.

52. A legislação e a regulamentação aplicáveis ao mercado de capitais nacional carecem efectivamente de uma reforma qualitativa global que, de modo eficiente, permita criar condições duradouras para o bom funcionamento e desenvolvimento do mercado.

Em particular, no que à regulamentação das OPA diz respeito, poderá ser importante procurar corrigir os excessos regulamentares que, pela demora que provocam no processo de decisão das autoridades de supervisão no decurso de uma OPA, impedem o mercado de agir/reagir atempadamente e, dessa forma, prejudicam verdadeiramente, e não putativamente, os investidores e accionistas. Infelizmente, a modificação proposta aqui em apreço, de alteração de um preceito legal cuja existência e conteúdo não foram postos em causa e cuja aplicação e eficácia se encontra directamente dependente do respectivo enquadramento no quadro legislativo europeu, além de não encontrar correspondência na maioria dos Estados membros congéneres, e de não ter justificação na situação actual da economia e do mercado de capitais nacional, também não encontra correspondência, quer em termos de dimensão quer no que respeita à concreta experiência vivida, em qualquer situação real do mercado português que permita compreender a sua razão de ser.

Pelo contrário, realizada fora de um contexto de obrigatoriedade europeia e alcandorada na supressão da regra da reciprocidade, a modificação em causa contribuirá para uma menor eficiência e eficácia do sistema, prejudicando o desenvolvimento do mercado de capitais.

E. COMENTÁRIOS FINAIS

53. A preocupação do legislador, e das autoridades administrativas, quanto ao mercado de capitais deve ser, em primeiro lugar, a de criar as condições para a decisão (recorde-se, tomada pelos titulares dos órgãos de administração) de dispersão do respectivo capital no mercado, a qual contém implícita a aceitação da vulnerabilidade subjacente relativamente a eventuais tomadas hostis, mas não sem regras ou sem possibilidade de defesa dos próprios interesses da sociedade aberta e dos seus accionistas.

Aliás, no caso português, é a própria regulamentação da CMVM que prevê, e bem, a admissibilidade de medidas adoptadas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição desde que respeitando os interesses da sociedade visada e dos seus accionistas.

54. Não cabendo entrar, aqui e agora, em discussões jurídicas complexas como aquelas que obrigam à análise do instituto da OPA no quadro de princípios constitucionalmente tutelados potencialmente postos em causa, *e.g.*, do direito à propriedade e de liberdade contratual, não pode deixar de se enfatizar que as OPA constituem técnicas de concentração do controlo nas mãos do oferente, que visam decisões de desinvestimento, e em relação às quais a literatura especializada se mostra dividida na análise produzida sobre as vantagens e desvantagens de tais processos (uma análise atenta e cuidada da literatura internacional disponível permite identificar múltiplos problemas resultantes dos processos de OPA: por exemplo, para referir apenas uma preocupação que sabemos ser cara ao regulador nacional, na ausência de outras medidas de defesa, a tentativa de fidelização dos accionistas, *maxime* através de uma política generosa de distribuição de dividendos pode dar lugar à implantação de estratégias de curto prazo prejudiciais à sustentabilidade da empresa).

55. Ora, a modificação proposta do artigo 182.º-A parece pretender tomar partido, em abstracto, pelo sucesso das OPA, independentemente da natureza, características, condições e efeitos destas, e contra a soberania accionista que afirma defender.

Ou, pelo menos, é essa a única justificação que parece encontrar-se para que, para além da opção política tomada, de adopção injuntiva da *breakthrough rule*, a proposta da CMVM se afaste de forma tão significativa do quadro geral traçado pela Directiva das OPA.

Na verdade,

- onde a Directiva prevê a opção de suspensão dos limites (estatutários/contratuais) à transmissão de acções no decurso de uma OPA e ao exercício do direito de voto nas AGs para adoptar medidas defensivas da OPA, a proposta de modificação do artigo 182.º-A pretende a obrigação de**

suspensão dos limites (estatutários/contratuais) à transmissão de acções no decurso de uma OPA e ao exercício do direito de voto nas AGs para adoptar medidas defensivas da OPA;

- onde a Directiva consagra a suspensão daqueles limites e direitos de designação/destituição de membros do órgão de administração se o oferente adquirir após a OPA pelo menos 75% do capital, a proposta de modificação do artigo 182.º-A pretende a suspensão daqueles limites e os direitos de designação/destituição de membros do órgão de administração se o oferente adquirir após a OPA pelo menos 2/3 do capital;
- onde a Directiva prevê a possibilidade de o Estado-membro optar por uma excepção de reciprocidade ilimitada, a proposta de modificação do artigo 182.º-A sacrifica essa possibilidade, apresentando em sua substituição uma excepção de reciprocidade limitada (apenas em caso de contra-OPA), que pode ser totalmente afastada pelos estatutos;
- onde a Directiva prevê que o oferente deve indemnizar os accionistas lesados pela aplicação da *breakthrough rule* se a sociedade decidir prever estas regras nos seus estatutos, a proposta de modificação do artigo 182.º-A pretende que o oferente indemne os accionistas lesados pela aplicação da *breakthrough rule* mas com a excepção dos casos em que os danos sejam causados pela suspensão dos limites ao direito de voto;
- onde a Directiva apenas regula o tema dos limites ao exercício do direito de voto no âmbito das OPA, a proposta de modificação do artigo 182.º-A pretende impôr uma deliberação periódica (de 5 em 5 anos) da AG sobre os *voting caps*, na qual estes não são aplicáveis.

56. No quadro europeu, a efectiva exposição das empresas cotadas aos efeitos das OPA depende, por força do modelo flexível consagrado pela Directiva, da diferente combinação dos modos de transposição e dos termos exactos das *passivity*, *breakthrough* e *reciprocity rules*.

Razão pela qual, a AEM reitera e enfatiza a sua discordância quanto à adopção, com carácter obrigatório e no momento presente, da *breakthrough rule*, a qual não se encontra justificada ou fundamentada, e que, em articulação com a não aplicação da regra da reciprocidade automática ilimitada, poderá vir a ter efeitos destrutivos particularmente devastadores em estruturas fundamentais da

economia portuguesa contribuindo para o desmembramento das empresas cotadas e para o consequente agravamento da já elevada taxa de desemprego nacional.

Lisboa, 8 de Setembro de 2011

A Direcção da AEM - Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado