

PARTICIPAÇÕES DOMINANTES:
ALGUNS ASPECTOS DO DOMÍNIO DE SOCIEDADES
POR SOCIEDADES *

Pelo Doutor Raul Ventura

14. D) *Responsabilidade dos administradores em casos de cessão de domínio*

Para além dos casos em que a administração da sociedade deve intervir na negociação de lotes de acções por força de mecanismo de ofertas públicas de aquisição ou por outras imposições legais, é vulgar a intervenção dos administradores duma sociedade na negociação de lotes de acções, que importem a transferência do domínio da sociedade. Trata-se agora de saber se essa intervenção é susceptível de acarretar responsabilidade para os administradores intervenientes (ou para as pessoas que estejam sujeitas a responsabilidade idêntica à dos administradores), mas a responsabilidade no exercício e pelo exercício das suas funções de administrador, não aquela em que os administradores possam incorrer, nos termos gerais, como qualquer outra pessoa que porventura interviesse nessas negociações.

Estão manifestamente fora da hipótese os casos de domínio externo da sociedade, assim como claramente lá estão

* Continuação do número anterior. Conclusão.

abrangidos os casos de domínio interno de direito. Duvidosos são os casos de domínio interno de facto, pela dificuldade de determinação dos seus pressupostos, mas parece que, para estes efeitos, devem ser equiparados ao domínio interno de direito, pois, por um lado, os administradores estão melhor colocados do que qualquer outro interessado para determinar a existência daquele domínio e, por outro lado, devem determiná-la para outros efeitos.

A intervenção dos administradores poderá ser e normalmente será provocada por algum dos interessados, que a eles se dirija. Caso nenhum dos interessados se lhes dirija, pode perguntar-se se os administradores têm o dever de descobrir, intervir e possivelmente tomar certas atitudes quanto à projectada cessão; caso os interessados se lhes dirijam, pode perguntar-se se os administradores têm o dever de aceitar a intervenção pedida ou podem recusar-se a fazê-lo. Pedida e aceite a intervenção, pode perguntar-se quais são os deveres dos administradores, decorrentes da sua função (HIRSCH, *La cession du contrôle d'une société anonyme; responsabilité des administrateurs envers les actionnaires*, in *Lebendiges Aktienrecht*, págs. 183 e segs., pondo, contudo, de parte os primeiros problemas referidos e ocupando-se exclusivamente do último).

Estes problemas podem ser colocados na base das funções dos administradores; quem as conceba estreitamente, restritas à gestão dos negócios sociais concluirá naturalmente que as vendas de acções são negócios particulares entre accionistas, presentes e futuros, com os quais a sociedade não pode imiscuir-se e, portanto, os administradores não têm dever de os conhecer, auxiliar ou perturbar; quando os conheçam, auxiliem ou perturbem, a sua intervenção é pessoal, fora das suas funções na sociedade e sob este ângulo deve ser apreciada a sua responsabilidade.

Embora cedendo relutantemente a esta argumentação quando se trata de transferências de lotes minoritários de acções — a relutância deriva de se pensar que na realidade é sempre por força ou por causa das suas funções sociais que os administradores intervêm na operação — responde-se que ela não procede quando é cedido o domínio, pois esta operação afecta

sempre a sociedade, cuja actividade será mais ou menos profundamente modificada, acarretando por sua vez uma transformação da situação dos accionistas que não vendam as suas acções.

A favor desta segunda tese, pode lembrar-se que lei e estatutos atribuem muitas vezes a administradores intervenção na transferência de acções, como nos casos de oferta pública ou do nosso Decreto-Lei n.º 1/70, não como fictícia ou anómala extensão das funções do administrador, mas reconhecendo que, para representar a sociedade, actuam os administradores. Basta lembrar as cláusulas de consentimento da sociedade à transmissão de acções.

O problema não é, porém, tanto de saber se, quando atribuídas essas funções aos administradores, elas têm natureza extra-social — embora para-social — mas de saber se essas funções devem ser consideradas normais, incluídas nos poderes gerais dos administradores, ou dependem de expressa atribuição legal ou estatutária. Parece-nos certa a segunda solução. Com efeito, no nosso Código Comercial o interesse manifestado pelos sócios — ou, se se preferir, a sociedade — nas transmissões de acções exprime-se nos respectivos estatutos. Podem estes providenciar abster-se de qualquer interferência societária nessas transmissões, considerando, portanto, indiferente para o interesse de todos as vicissitudes das pessoas dos accionistas; não cabe aos administradores substituir-se aos sócios, para zelar um interesse que estes desprezaram. Ou até, para contrariarem um interesse que estes prezaram: o interesse da livre transmissibilidade das acções, sem interferência dos consócios.

É de repudiar consequentemente a ideia de um dever dos administradores de se inteirarem das cessões de domínio que estejam a ser negociadas e de tomarem quanto a elas quaisquer providências, salvo quando tal função lhes seja atribuída nos estatutos, por exemplo, o dever de investigar se uma transmissão foi ou não realizada nos termos regulados pelos estatutos — cumprimento duma obrigação de preferência, ou da observância duma cláusula de consentimento.

Dáí se deduz também a licitude da recusa de intervenção solicitada, salvo quando esta caiba, a outro título, nas suas fun-

ções de administrador. Assim, por exemplo, não poderá recusar a um accionista informações sobre a sociedade, quando seja seu dever fornecê-las, independentemente do fim para que sejam requeridas.

Acresce que o conselho de administração, cumprindo esse hipotético dever de conhecimento das cessões de domínio, viria a encontrar-se perante uma indestrutível dúvida quanto aos seus consequentes deveres e perante uma inelutável falta de

meios para cumprir alguns que porventura pensasse ter. Esquematisando o mais possível, perguntemos se os administradores, conhecendo a projectada cessão, devem auxiliá-la — por exemplo, encarecendo perante os possíveis vendedores a vantagem da transacção — ou devem tentar impedi-la. Não pode estar em causa o interesse pessoal dos ditos administradores; a sua atitude deveria, pois, ser pautada por um interesse que lhes competisse defender — mas qual? O interesse da sociedade, não, por vários motivos: porque não pode a priori saber-se se a mudança do domínio prejudica ou não a sociedade; segundo, porque, faltando as citadas disposições estatutárias, o interesse da sociedade não está ligado à pessoa de quaisquer accionistas; terceiro, porque a opinião dos administradores sobre as desvantagens para a sociedade não poderia prevalecer contra a opinião da maioria que vende as acções. O interesse dos credores também não, pois não se concebe que a mudança do domínio possa, só por si, prejudicá-los. Resta o interesse dos accionistas, mas não parece que aos administradores compita escolher entre os interesses de uns e de outros accionistas, ou seja, aqueles que pretendem vender as acções que proporcionam o domínio e aqueles que se consideram prejudicados se essa venda se efectuar.

Suponha-se que, apesar de tudo, os administradores, abordados por um dos interessados, se prestam a servir de intermediários entre eles e os outros, por exemplo, transmitindo propostas de compra, discutindo as suas condições, induzindo ou a comprar ou a vender. Segundo um estudo já citado, os administradores devem, nesse caso, obedecer a certas regras de natureza social, cuja violação provocaria a responsabilidade, como administradores; — deveriam respeitar o princípio da

igualdade dos accionistas, dirigindo a oferta de compra a todos eles e procedendo, se disso for caso, a rateio proporcional; deveriam exigir que a oferta não seja limitada a um número máximo de acções, que deixaria alguns accionistas numa situação muito minoritária; deveriam exigir igualdade de preço, salvo circunstâncias excepcionais, de que informariam todos os accionistas; deveriam fornecer e exigir todas as informações úteis.

Contra esta teoria não pode argumentar-se com o carácter directo da responsabilidade dos administradores para com os accionistas, pois tanto no direito suíço como no nosso, os administradores podem ser directamente responsáveis para com os accionistas por prejuízos a estes causados (Decreto-Lei n.º 49 381, art. 26.º). O problema básico continua, contudo, sem solução: essa conduta é exigível aos administradores, nesta qualidade, violando eles deveres funcionais, caso não o adoptem? Entendemos que não, pelos motivos acima expostos. Essas negociações e operações situam-se fora das funções dos administradores e a responsabilidade possivelmente decorrente é de carácter geral, não especificamente social.

15. *Regulamentação legal portuguesa da alienação, por negociação particular, de certos lotes.*

Negociações particulares para alienação de certos lotes de acções estão disciplinadas pelo DL n.º 1/71, de 6 de Janeiro.

A aplicação do diploma está subordinado a três séries de requisitos:

a) Requisitos relativos à sociedade: sociedade anónima; o seu capital seja qual for o seu montante, ter sido total ou parcialmente constituído mediante subscrição pública, ou, embora não tendo havido subscrição pública, o montante do capital ser igual ou superior a 100 000 000\$00.

b) Requisitos relativos à natureza do negócio: contratos de venda de lotes de acções por negociação particular, ficando, portanto, excluída a venda na Bolsa, que, aliás não se coadunaria com a ideia de venda de *lote*; outros contratos que ope-

rem transferência de propriedade, ficando, pois excluídos todos os actos que não sejam *contratos*, como o testamento, a adjudicação em inventário, etc., embora deles resulte a transferência da propriedade; outros contratos que operem atribuição do direito de voto a pessoa diferente do proprietário, abrangendo, portanto, a constituição, por contrato, do direito de usufruto sobre as acções e, segundo parte da doutrina, o contrato de penhor, se atribui ao credor pignoratício o direito de voto. Para os fins do diploma, não parece relevante a circunstância de, para certas deliberações, ser exigido também o voto do proprietário (Cód. Civil, art. 1467.º, n.º 2). Excluído do preceito, pela sua razão de ser, é o contrato de mandato para votar. Também não nos parece que o legislador tenha tido em vista as meras convenções de voto, seja qual for o valor destas no nosso direito.

c) Requisitos relativos ao lote de acções: prevêm-se três montantes de lotes de acções: 1) igual ou superior a 5 por cento do capital social, quando o vendedor ou transferente seja membro do conselho de administração ou do conselho fiscal; 2) igual ou superior a 5 por cento do capital social, quando o adquirente seja entidade interessada em empresa concorrente; 3) montante genericamente indeterminado, a concretizar pelo efeito da transmissão: atribuir à entidade adquirente votos correspondentes a 20 % do capital social, quer esta percentagem seja atingida pela única transmissão considerada, quer o seja pela soma das acções nesse momento adquiridas com as acções já pertencentes à mesma entidade. «Acções pertencentes à mesma entidade» parece referir apenas a propriedade das acções. Tratando-se, porém, de um limite em função do número de votos e estando abrangidos nos requisitos relativos à natureza do negócio os contratos pelos quais o direito de voto seja atribuído a pessoa diversa do proprietário, aquela expressão deve ser entendida como «acções cujo direito de voto pertença à mesma pessoa»; consequentemente, contar-se-ão para esses efeitos as acções de que a entidade tenha apenas o usufruto. Mais duvidoso é saber se se contam as acções de que a entidade tenha somente a nua propriedade; no sentido afirmativo, dir-se-á que o nu proprietário tem direito

de voto nas deliberações sobre alteração dos estatutos e dissolução da sociedade; no sentido negativo, que julgamos preferível, depõe a ligação deste mínimo de 20 por cento dos votos correspondentes ao capital social e a presunção de domínio interno de facto (vide art. 4.º, n.º 1, alínea *c*)), domínio que se efectiva pelos votos pertencentes ao usufrutuário e não pelos correspondentes ao nu proprietário.

É duvidoso se a alínea *c*) do n.º 1 do art. 1.º contempla o caso de aquisição ou integração do lote que atribua votos correspondentes a 20 por cento do capital social sendo pelo respectivo titular atingido pela primeira vez esse montante de votos ou também o caso de qualquer aquisição de acções em excesso dos 20 por cento de votos já pertencentes ao adquirente ou ainda, no caso de o interessado já possuir acções que proporcionem mais de 20 por cento dos votos, a aquisição de lotes que isoladamente proporcionem 20 por cento de votos. Afigura-se-nos verdadeira a primeira solução. A segunda é exagerada, pois sujeitaria ao condicionalismo do diploma a compra de toda e qualquer acção por quem já possuísse acções a que correspondessem 20 por cento dos votos. A terceira nem sequer se justifica perante a letra da alínea, pois não é o montante do lote isoladamente considerado que nela é referido, mas a suficiência do lote para, juntamente com as acções já possuídas pelo titular, atingir aquele limite de 20 por cento.

Os números 2 e 3 do art. 1.º previnem duas hipóteses possíveis: a cumulação ou, por outro ângulo, desdobramento dos negócios sobre o lote; a interposição de pessoas. Quanto ao primeiro aspecto, o n.º 2 do art. 1.º manda tomar em conta para os efeitos das alíneas *a*) e *b*) do número anterior, os contratos celebrados entre as mesmas entidades num período de doze meses, os quais serão contados até ao dia da transacção que esteja a ser considerada. É, pois, a ligação dada pelo tempo que sujeita ao mesmo regime as operações parcelares, que poderiam servir para evitar a aplicação daqueles preceitos. Quanto ao segundo aspecto e para todas as alienações abrangidas pelas alíneas do artigo 1.º, o diploma esforça-se por atingir a titularidade real das acções, tantas vezes disfarçada por negócios simulados ou por negócios que, embora não simulados, tor-

nam os portadores simples agentes por conta dos verdadeiros proprietários.

O regime estabelecido pelo diploma para esses negócios sobre lotes de acções concretiza-se em dois pontos, embora ligados entre si: publicidade do negócio; consentimento do negócio.

A publicidade é efectuada em três escalões, que, em certos casos, ficam reduzidos a dois: comunicação dos projectos de contratos ou dos contratos ao conselho de administração da sociedade; publicação do negócio e da actuação dos órgãos sociais, através do relatório do conselho de administração exigido pelo art. 189.º do Código Comercial e do relatório do conselho fiscal, prescrito pelo art. 30.º do Decreto-Lei n.º 49 381, de 15 de Novembro de 1969; na hipótese especial do art. 5.º o negócio é ainda levado directamente ao conhecimento dos accionistas, que sobre ele se pronunciarão em assembleia geral.

O consentimento da sociedade à transmissão do lote de acções é condição de validade ou de eficácia do negócio. A comunicação e o pedido de consentimento podem ser apresentados por qualquer dos interessados, transmitente ou transmissário, embora este ainda porventura não seja accionista. Podem ser apresentados ou os projectos de contrato ou os contratos já celebrados; desta possibilidade resulta a distinção entre invalidade e ineficácia como sanção da falta de cumprimento do disposto no diploma ou como consequência da falta de consentimento da sociedade.

É o seguinte o regime das várias hipóteses possíveis:

A) Apresentação do projecto de contrato: a) dado o consentimento, pode ser celebrado o contrato, que será válido e logo eficaz; b) recusado o consentimento, não pode ser celebrado o contrato e se o for, será absolutamente nulo, salvo redução (art. 6.º, n.º 1); B) Apresentação do contrato: a) enquanto o consentimento não for dado ou negado, o contrato é temporariamente ineficaz, por força do art. 3.º, n.º 1, que subordina ao consentimento a eficácia do contrato; b) dado o consentimento, o contrato torna-se eficaz; c) recusado o consentimento, o contrato fica definitivamente ineficaz,

salvo redução; C) Falta de apresentação do projecto do contrato: o contrato pode ser celebrado, embora fique temporariamente ineficaz, como acima dito; D) Falta de apresentação do contrato; continua ineficaz até ser consentido, não havendo prazo para a apresentação e dependendo apenas da vontade dos interessados iniciar o processo que pode conduzir à eficácia.

O n.º 2 do art. 6.º dispõe que a sanção cominada pelo art. 5.º (nulidade ou ineficácia definitiva) abrange apenas a parte que exceda os limites fixados nas três alíneas do n.º 1 do art. 1.º, salvo se o contrário resultar da vontade efectiva dos contraentes ou do princípio consignado no artigo 292.º do Código Civil, quanto à redução dos negócios jurídicos. Sendo livre a transmissão dos lotes até aos montantes estabelecidos nas três alíneas do art. 1.º, o diploma faz incidir a sanção apenas sobre a parte do lote excedente àqueles limites, ou seja, faz operar uma redução *ope legis*. Preocupou-se, contudo, com a possibilidade de a vontade das partes ser contrária a essa redução, isto é, de estas não quererem o negócio parcial. Ressalvou, por isso, a manifestação expressa e efectiva dos contraentes no sentido da unidade do negócio ou ainda a prova dessa vontade nos termos gerais estabelecidos pelo art. 292.º do Código Civil.

«A sanção cominada pelo número anterior» é a de nulidade ou ineficácia «recusado a final o consentimento exigido por este diploma». *Quid iuris* quando o consentimento não chegou a ser recusado, porque o contrato não chegou a ser apresentado: a ineficácia é total ou afecta apenas o excedente aos referidos limites? Contra a redução nessa hipótese, pode dizer-se que é todo o contrato e não apenas parte dele que depende do consentimento e deve ser comunicado à sociedade. No entanto, se, recusado o consentimento, a sanção apenas afecta o excedente, ficando sempre válida e eficaz a transmissão até aos referidos limites, não se vê motivo para manter a ineficácia total do contrato, por falta de apresentação. Donde se segue que, rigorosamente, só está dependente do consentimento da sociedade, a transmissão do *excesso* relativamente àqueles limites e que, celebrado o contrato, é logo plenamente eficaz a transmissão até esses limites.

No processo de consentimento da sociedade intervêm necessariamente dois órgãos desta, o conselho de administração e o conselho fiscal, e possivelmente um terceiro, a assembleia geral.

O conselho de administração recebe a comunicação do projecto de contrato ou do contrato e o pedido de consentimento. Logo em seguida, deve submetê-lo a parecer do conselho fiscal.

Obtido o parecer do conselho fiscal, favorável ou desfavorável, deve o conselho de administração tomar uma resolução sobre o consentimento. Se não der consentimento expresso nos trinta dias seguintes à recepção do pedido, entende-se recusado o consentimento. Esta falta pode ser imputável ao conselho de administração, mas, quando o conselho fiscal não tenha dado o seu parecer, pode perguntar-se se o conselho de administração deve abster-se de tomar resolução ou deve, apesar daquela falta, pronunciar-se. Em nosso entender, o mecanismo do diploma é a prévia obtenção de parecer do conselho fiscal, ao qual se seguirá a resolução do conselho de administração. Praticamente, isto significa que a falta de parecer do conselho fiscal não tem consequência autónoma, mas é absorvida pela falta de resolução do conselho de administração, equivalendo, portanto, a recusa do consentimento. Aliás, o pormenor tem pouca importância prática, pois o art. 3.º, n.º 2 considera faltoso o consentimento expresso, quando ele não seja dado, «nas condições do número anterior» ou seja entre outras, «sob parecer favorável do conselho fiscal»; faltando o parecer deste, favorável ou desfavorável, o consentimento não se considera dado.

A única regra quanto ao funcionamento do conselho fiscal para dar o parecer, estabelecida no diploma, é não poder participar no parecer o membro do conselho fiscal interessado; idêntica proibição incide sobre o administrador interessado, quanto à resolução do respectivo conselho.

A resolução de consentimento pelo conselho de administração exige dois terços dos votos do número de membros estabelecido para a composição do conselho, maneira bastante clara de dizer que não basta nem a maioria de dois terços dos

administradores em exercício nem a maioria de dois terços dos administradores participantes na reunião.

A hipótese de divergência entre o parecer do conselho fiscal e a resolução do conselho de administração está expressamente contemplada no art. 5.º; o consentimento considera-se recusado, mas a recusa não é definitiva. O accionista interessado poderá requerer, no prazo de vinte dias, a convocação da assembleia geral, que deliberará em definitivo sobre o consentimento, não podendo votar, directamente ou por interposta pessoa, nem o requerente nem a outra parte do contrato a apreciar. A convocação da assembleia é feita *pelo accionista interessado*; o contraente que não seja accionista, não pode requerer a convocação; o contraente que seja accionista, poderá requerer a convocação, quer tenha sido ele quer não tenha sido, o comunicante do contrato ou projecto deste.

O artigo contempla a hipótese de serem divergentes o parecer do conselho fiscal e a resolução do conselho de administração; pode, porém, suceder que o conselho fiscal dê expresso parecer favorável e o conselho de administração não tome resolução no citado prazo de trinta dias, o que equivale a recusa; deve, por igualdade de razão, o accionista poder requerer a convocação da assembleia geral, nos termos do art. 5.º.

O diploma não estabelece critério geral para a concessão ou recusa do consentimento por qualquer dos órgãos chamados a dar parecer ou tomar resolução. Enumera, porém, quatro casos em que o consentimento deverá, especialmente, ser recusado. O advérbio «especialmente» mostra que não houve intenção limitativa, podendo o consentimento ser recusado noutras hipóteses. Donde surgem duas questões: a recusa do consentimento é arbitrária, assim como a concessão dele, quando a recusa não seja especialmente imposta pelo art. 4.º? qual a consequência da concessão do consentimento, quando ele devesse ser especialmente recusado nos termos do mesmo artigo?

Somos, em princípio, contrários, à arbitrariedade do consentimento na transmissão de participações sociais, salvo se simultaneamente tiverem sido criados os meios de proporcionar ao accionista os resultados económicos que poderia esperar do negócio de transmissão, celebrado de boa fé. A recusa do

consentimento não é neste diploma, acompanhada de previsão de tais meios e, portanto, não deverá ser arbitrária. Resta saber em que critérios deverá basear-se, mas para isso, devem servir de indicadores os casos em que o art. 4.º prescreve a recusa.

No caso de alínea *a*) do n.º 1 do art. 1.º, o negócio sobre o lote só é condicionado se o vendedor ou transferente for membro do conselho de administração ou do conselho fiscal e, segundo o art. 4.º, n.º 1, alínea *a*), o interessado obtenha por esse contrato um preço ou uma contrapartida que exceda em mais de 10 por cento o preço médio de realização na Bolsa nos três meses anteriores ao contrato; o legislador chocou-se, portanto, especialmente com a circunstância de um membro daqueles conselhos conseguir, por negociação particular, vender por preço superior às cotações da Bolsa, presumindo ter sido isso devido ao lugar ocupado na sociedade; diríamos, pois, que a concessão ou recusa do consentimento deve, neste caso, nortear-se pela correcção ou lealdade (palavras usadas no relatório do diploma) do procedimento do administrador, designadamente do aproveitamento que tenha feito do seu cargo para conseguir a oportunidade ou as condições da venda.

No caso da alínea *b*) — adquirente do lote de acções ser entidade interessada concorrente — corresponde no art. 4.º a razoável previsibilidade de que a aquisição provocará alteração no funcionamento normal da concorrência entre empresas. O consentimento só poderá, portanto, ser dado, quando não exista previsão razoável de tal fenómeno, ou seja, por exemplo quando a tomada do lote não coloque o adquirente em situação de influir na actuação concorrencial da empresa.

A razoável previsibilidade de que a aquisição permitirá a uma entidade ou grupo o domínio efectivo da sociedade corresponde no art. 4.º à alínea *c*) no n.º 1 do art. 1.º Esta última alínea coloca o limite em votos que excedam os correspondentes a 20 por cento do capital social, o que nem sempre exigirá 20 por cento das acções correspondentes ao capital social, pois haverá que considerar o voto plural de que disponham ou as acções do lote negociado ou as acções restantes. Esses 20 por cento devem ter sido baseados numa presunção de domínio de facto que, no caso concreto, pode não existir.

O consentimento não poderá ser dado quando o lote proporcione a maioria dos votos, pois neste caso, mais do que razoável previsibilidade, haverá a certeza do domínio efectivo. O consentimento deverá ser dado desde que o montante dos votos atribuídos ao lote (total ou com integração das outras acções da mesma entidade ou grupo a que ela pertença) não chegue, nas circunstâncias concretas (por exemplo, grupos de accionistas com poder de voto iguais ou equilibrados) para permitir o domínio. Igualmente, o consentimento deverá ser dado, quando a aquisição do lote não crie a possibilidade de domínio, por este já existir, ou seja, quando a entidade ou grupo já disponha antes da aquisição do lote, das acções bastantes para lhe assegurar o domínio.

A alínea *d*) do art. 4.º, n.º 1 é de natureza totalmente diversa, pois a recusa do consentimento aparece como sanção para a falta de informações, por qualquer das partes, pedidas pelo conselho de administração para se certificar de circunstâncias relevantes para a aplicação do diploma.

Em resumo, o conselho de administração está vinculado, na resolução sobre o consentimento, às finalidades apontadas por lei para cada uma das hipóteses em que o consentimento se torna necessário e em especial, a recusar o consentimento, quando os factos correspondem às quatro alíneas do art. 4.º, n.º 1.

Da mesma forma deve proceder o conselho fiscal, ao dar o parecer, tanto mais que este tem o valor muito especial de impedir a eficácia da resolução do conselho de administração, quando entre um e outra haja divergência.

Entendemos que a mesma vinculação existe para a assembleia geral, quando lhe seja submetida nos termos do art. 5.º, a divergência entre o parecer do conselho fiscal e a resolução do conselho de administração. Não vemos como de pareceres e resoluções vinculadas dos outros órgãos pudesse saltar-se para uma deliberação discricionária da assembleia geral.

Daqui decorre que a deliberação da assembleia geral sobre o consentimento poderá ser impugnada, nos termos gerais de direito. Há, no entanto, uma lacuna, que importa preencher: a legitimidade do interessado, quando não seja accionista. A acção

de anulação da deliberação social só pode ser proposta por quem for accionista; se o contraente accionista não propuser a acção, o outro contraente não tem legitimidade para ela. Supomos que o problema não pode ser resolvido criando por interpretação uma legitimidade de quem não for accionista e, portanto, o único remédio consistirá na indemnização que, em função dos prejuízos causados, for devida pelo contraente-accionista.

Sendo concordantes o parecer e a resolução exigidos pelo diploma, quer no sentido de dar quer no de recusar o consentimento, não podem os interessados submeter o assunto à assembleia geral. A competência desta é expressamente limitada pelo art. 5.º à hipótese de divergência entre parecer e resolução e, por outro lado, a assembleia, embora tenha competência muito vasta, não pode invadir o campo da competência exclusiva de outros órgãos sociais.

A lei não prevê o suprimento judicial do consentimento recusado nem o nosso sistema permite a impugnação judicial de resoluções do conselho de administração. Deste modo, a recusa do consentimento quando este deveria ter sido dado ou a sua concessão quando devesse ter sido recusado, nomeadamente nos casos especiais do art. 4.º, n.º 1, têm como sanção a responsabilidade pessoal dos administradores ou membros do conselho fiscal, nos termos do Decreto-Lei n.º 49 381.

O art. 7.º contém regras especiais para as sociedades que explorem o comércio bancário ou a indústria de seguros (ou outras sociedades que explorem indústria ou comércio considerados de interesse nacional e às quais o regime do art. 7.º seja mandado aplicar por portaria dos Ministros da Justiça e das Finanças). Fundamentalmente, a especialidade do regime criado para estas sociedades consiste em a prestação e a recusa do consentimento pelos órgãos sociais necessitarem de confirmação do Ministro das Finanças, a qual se considera dada se não for expressamente recusada nos trinta dias seguintes à comunicação a fazer àquele Ministério. As regras de execução contidas nos outros números do mesmo art. 7.º são as seguintes: a resolução expressa ou tácita do conselho de administração e o conselho fiscal devem ser comunicados por qualquer dos

administradores à Inspeção Geral de Crédito e Seguros, nos oito dias seguintes à data em que aquela resolução tenha sido ou deva considerar-se tomada; não haverá o recurso à assembleia geral previsto no art. 5.º; o despacho que não confirme o consentimento ou a recusa de consentimento deverá ser fundamentado, quer na falta de observância deste diploma, quer em circunstâncias relevantes de interesse económico ou geral ou do respectivo sector: relativamente aos projectos de contratos ou contratos em causa, o despacho que negue a confirmação das resoluções substitui estas, sem prejuízo dos meios legais de efectivação de responsabilidade dos membros dos órgãos sociais; a falta das comunicações ordenadas por este artigo sujeita cada um dos administradores à pena de multa, entre 10 000\$00 e 100 000\$00.

16. *Oferta pública de aquisição (T.O.B.-O.P.A.-O.P.E.)*

As siglas T.O.B. (Take-over bid), O.P.A. (Offre publique d'achat; offerte publique d'acquisto), O.P.E. (Offre publique d'échange) têm nos últimos anos aparecido frequentemente não só na literatura jurídica de alguns países, como na imprensa diária, interessada por alguns casos mais retumbantes. De modo geral e a benefício de posterior pormenorização, elas designam uma técnica de aquisição de grandes lotes de acções (ou outros títulos societários, mas menos frequentemente) consistente na oferta, por um indivíduo ou sociedade proponente, por meios públicos de comunicação, de adquirir, nos termos das propostas, acções de certa sociedade, com certo limite mínimo e possivelmente até um quantitativo máximo, que os respectivos accionistas aceitem vender ou trocar.

A expressão *take-over* internacionalizou-se, mas convirá notar que mesmo em Inglaterra, *take-over* aparece com, pelo menos, dois significados. No mais amplo, é uma transacção ou série de transacções pela qual uma entidade (indivíduo, grupo de indivíduos, sociedade) adquire o controlo sobre o património de uma sociedade, ou directamente, tornando-se proprietário desse património ou indirectamente, obtendo o

controlo da administração da sociedade. No sentido mais restrito, abrange apenas a última das duas referidas hipóteses. *Take-over bid* é geralmente usado para indicar uma oferta para adquirir acções de uma sociedade dirigida à totalidade dos accionistas, a fim de obter pelo menos acções que dêem ao proponente o controlo legal da sociedade, mas adiante ver-se-ão casos em que a proposta não tem de se reportar ao controlo legal. Quando o oferecente já possui acções da sociedade visada que lhe conferem o domínio desta, a sua oferta é mais rigorosamente chamada *consolidation bid*, expressão começada a usar nos E.U.A. e aceite em Inglaterra. *Amalgamation* é uma combinação pela qual os patrimónios de duas ou mais sociedades são atribuídos ou ficam sob o controlo duma sociedade, que pode deixar de ser uma das sociedades iniciais, cujos accionistas serão todos ou substancialmente todos, os accionistas dessas sociedades. *Take-over bid* tanto pode conduzir a um *take-over* como a uma *amalgamation*.

Na nomenclatura americana, *tenders* designa quase sempre o *take-over bid*. *Merger* (ou *consolidation* em sentido próprio) é a fusão de uma companhia noutra, ou de duas ou mais numa só, em conformidade com as leis que disciplinam essas operações nos Estados em que as sociedades são incorporadas (Vide WENNERBERG, *Take-overs and amalgamations*; MC CARTHEY, *Acquisitions and mergers*).

Olhando as «ofertas públicas de aquisição» por um prisma meramente civilista, parecerá que tudo se resume numa declaração de vontade dirigida ao público e constitutiva de obrigação para o promitente, plenamente enquadrada em regras gerais do direito das obrigações. Sem prejuízo de dever recorrer-se a algumas dessas regras gerais para solver alguns problemas, não é certamente por essa forma que se colhem os aspectos importantes da operação ou que se explica a complexa regulamentação a que ela tem sido sujeita.

Não pretendemos apreciar os méritos ou os perigos da operação, mas, com a devida reserva, enumeramos os seus efeitos geralmente considerados positivos. Em primeiro lugar, ela sossega, pela protecção concedida aos accionistas minoritários, os cultores do direito das sociedades. Esses accionistas

não vêm passar ao seu lado — e fora do seu alcance — operações vantajosas de alienação de acções de uma sociedade, nomeadamente transacções sobre grandes lotes de acções, em que não podem participar; têm, pela O.P.A., possibilidade de se juntar aos outros accionistas e como as condições da proposta são iguais para todos, não fica reservado a alguns o lucro do prémio de domínio ou mais valia de concentração. Em segundo lugar, esses accionistas obtêm um lucro suplementar na alienação das suas acções, pois a proposta, para ser atraente, oferece um preço ou contrapartida superior ao que poderia ser conseguido pela venda na Bolsa. Em terceiro lugar, o accionista normalmente desprezado — isto é, mal informado e mal tratado pela administração da empresa, mais preocupada com o apoio dos accionistas dominantes — torna-se objecto dos carinhos daqueles que, pretendendo resistir à O.P.A. e manter as suas posições na sociedade, lhe prometem agora maior informação, mais elevados dividendos, mais intensa intervenção nos negócios sociais, sob condição de se conservarem fiéis.

Doutro ponto de vista, a O.P.A. anima as Bolsas caídas em marasmo, beneficia a economia geral, tocando aos administradores parados a campanha de alarme da sua destituição e substituição por outros mais diligentes ou mais dinâmicos, favorece as concentrações ou estabelecendo estreitas ligações entre empresas que fiquem ligadas dentro dum grupo ou até preparando subseqüentes fusões jurídicas.

O projecto de lei apresentado em Itália, em 19 de Dezembro de 1974, exprime nos seguintes termos as suas esperanças a respeito da O.P.A.: «Deve-se de facto ter presente que o fenómeno das ofertas públicas de aquisição pode constituir um factor de acicate para a actividade económica, impedindo um plácido imobilismo; a simples possibilidade, realmente, de que seja lançada uma O.P.A. — especialmente se com certas modalidades (por exemplo: encerramento das cotações oficiais do título) — pode ser suficiente para impor ao grupo que controla uma sociedade autodisciplina e iniciativa dinâmica, funcionando como elemento contra certas políticas, que se resolvem num substancial desprezo para os accionistas excluídos do controlo e num perigoso estacionamento das cotações

do título. A O.P.A., por outro lado, pode favorecer justamente uma substituição de grupos de comando e consentir uma equilibrada «mobilidade» das estruturas tecnocratas de um país».

Pena é que, na prática, nem sempre tudo corra com a esperada correcção e os benéficos resultados cheguem a traduzir-se na pilhagem da sociedade visada (Vide estes e outros aspectos da operação, desenvolvidamente em TROCHU, *Les offres publiques d'achat*, Rev. Trim. Droit Com. 1967, págs. 695 e segs., e CORAPI, *Le offerte pubbliche di acquisto nell'ordinamento dei paesi della Comunità Europea*, I, págs. 291 e segs.).

A O.P.A. está presentemente sujeita, em vários países, a regras cuja natureza não é uniforme. Para o aparecimento, nalguns países, dessas regras, contribuíram casos que atingiram grande retumbância — escandalosos ou não, depende do ponto de vista em que o observador se coloque. Assim sucedeu em Itália com o caso Bastogi (proposta de aquisição, para terceiros não identificados, publicada pela West-deutsche Landesbank Girozentrale Dusseldorf Munster, visando a sociedade Bastogi, Società Italiana per Le Strade Ferrate Meridionale s.p.a.) e em França com o caso BSN-Saint Gobain, que resumiremos (a sua descrição aparece em todos os estudos desde 1969; v. especialmente, BERNARD HARTMANN e RICHARD DUSOSET, *BSN contre Saint Gobain* e MINERVINI, *Un take-over bid clamoroso alle porti de casa nostra*, Riv. Dir. Civ. 1969, II, 547 e segs., este prevendo algo de semelhante em Italia, como veio a acontecer com o caso Bastogi).

A BSN (Boussois Souchon Nouvesel) aceitava para as acções da Saint Gobain, cuja aquisição propunha, o valor de 230 francos, muito acima da cotação da Bolsa; oferecia a troca por obrigações convertíveis em acções, com o mesmo valor nominal, efectuando-se a conversão a partir de três anos e à razão de 9 acções contra 2 obrigações BSN; as obrigações venceriam o juro de 4,5 %, passando a 7 % se ao fim de três anos não fossem convertidas; a proposta abrangia 3 366 000 acções (30 % do capital reputados bastantes para conferir o domínio). A luta entre as duas sociedades travou-se por todos

os meios, judiciais e extra-judiciais, e teve grande repercussão no público. Saint Gobain acabou por vencer, pois BSN só recebeu aceitações para 843 000 acções, parecendo ter sido factor preponderante nessa reduzida aceitação o aumento da cotação em Bolsa das acções, acima dos 230 francos oferecidos pela BSN e causado por compras volumosas na Bolsa. Vitória pírrica, pois o mistério do apoio financeiro à Saint Gobain, para fazer subir a cotação das acções, veio mais tarde a esclarecer-se, quando a Saint Gobain se fundiu com a Compagnie de Pont-à-Mousson.

Não existe em Portugal legislação que directamente regule a oferta pública de aquisição de acções. A operação pode, contudo, ser abrangida por diplomas reguladores da emissão de acções, mas pelo reverso do que a operação tem de essencial, ou seja, pela colocação das acções da sociedade proponente, no caso de OPE, e não pela aquisição das acções da sociedade visada (MARCHETTI, Riv. Soc. 1972, pág. 474, embora com interpretação que julgamos errada, chama a atenção para o Decreto-Lei n.º 55/72 e Portaria n.º 103/72).

Relativamente à América do Norte, não nos arriscamos a expor o direito dos U.S.A., por não termos elementos suficientes; vide, no entanto, MC CARTHEY, págs. 171 e segs.; YOUNG e outros, págs 143 e segs.; CHOKA, págs. 18 e segs.

No Canadá, segundo informam MORIN & CHIPPINDALE, *Acquisitions and mergers in Canada*, págs. 107 e segs., take-over bids são reconhecidos e regulados legalmente em quase todas as províncias, excepto Quebec. Os intuitos dessa legislação são assim descritos por esses autores: «O espírito dessa legislação sobre take-over bids é o de que todos os accionistas da companhia visada (*offeree*) devem ter igual oportunidade para aceitar ou rejeitar a proposta. Consequentemente, há regras especificando o período de tempo durante o qual a proposta deve estar aberta e, salvo em certas circunstâncias, o tempo máximo de manutenção da proposta. Se um proponente pretende menos do que todas as acções da sociedade e lhe forem oferecidas mais acções do que as pretendidas por ele, o proponente deve adquirir as acções propostas *pro rata*. Se um proponente aumenta o preço oferecido durante o tempo

em que a proposta está aberta, todos os aceitantes devem receber o mesmo preço, embora a aceitação tenha sido anterior ao aumento do preço. Para evitar que os accionistas sejam prejudicados pela pressa de aceitar a proposta, muitas legislações estabelecem um período de sete dias para reflexão (*cooling-off period*) durante o qual o accionista aceitante pode reconsiderar e retirar as suas acções, sem outras obrigações». Note-se que nessas legislações take-over bid não exige a tentativa de aquisição do domínio da sociedade; ela significa oferta feita aos accionistas duma companhia pública com mais de quinze accionistas, para adquirir um tal número de acções que dele resulte ficar o proponente a possuir mais de 20 por cento das acções emitidas por essa companhia pública.

Na *Bélgica*, a intervenção da *Commission Bancaire* em ofertas públicas de aquisição começou pela OPE e indirectamente. O Arrêté Royale de 9 de Julho de 1935 n.º 185 determinava que quem se proponha expor à venda, oferecer para venda ou vender publicamente acções, títulos, partes beneficiárias de sociedades ou ainda obrigações, deve avisar a Comissão Bancária com 15 dias de antecedência; como a OPE necessita (ou pode necessitar) de emissão de acções ou obrigações da sociedade proponente, por essa via a operação ingressou no campo de intervenção da dita Comissão. Além disso, se o emitente não tivesse nacionalidade belga, seria necessária a autorização prévia do Ministro das Finanças, nos termos do art. 118.º do Código Comercial.

Uma lei de 10 de Junho de 1964, *Loi sur les appels publiques à l'épargne* veio submeter a OPA em todas as formas à Comissão Bancária, que ficou tendo competência tanto para dar conselhos e fazer recomendações como para intervir como moderador na execução das operações. No uso dessa competência a Comissão publicou algumas regras, que se inspiram na prática anglo-saxónica, designadamente na especificação do objecto da proposta e relativa documentação e no dever de a sociedade proponente se dirigir ao conselho de administração da sociedade visada.

Tendo em vista a nacionalidade do proponente, uma lei de 11 de Julho de 1972, que modificou o Arrêté Royale de

io de Novembro de 1967, n.º 61, sujeitou a autorização prévia do Ministro das Finanças a oferta pública de troca ou de compra de fundos públicos belgas efectuada por ou por conta de pessoas físicas que não tenham a qualidade de nacionais de um Estado membro da CEE, pessoas morais, publicas ou privadas que não se tenham constituído segundo o direito de um dos Estados, pessoas morais, públicas ou privadas, constituídas segundo o direito de um dos Estados mas que não tenham a sua sede estatutária, a sua administração central ou o seu principal estabelecimento no interior da Comunidade. (Sobre as OPA e OPE na Bélgica, LEMPEREUR, *Les offres publiques d'acquisition en Belgique*, Riv. Soc. 1976, págs. 221 e segs.).

Em França, O.P.A. e O.P.E. são reguladas por dois textos, de natureza legislativa. O primeiro é o *Règlement général de la Compagnie des agents de change*, Capítulo V, arts. 68 a 96, cuja actual redacção foi aprovada por um Arrêté do Ministro das Finanças e Economia publicado no Journal Officiel de 15 de Março de 1973. O segundo é uma *Décision Générale* de 13 de Janeiro de 1970, emanada da *Commission des Opérations de Bourse*, ao abrigo da sua competência para regular o mercado de títulos concedida pela Ordonnance n.º 67-833, de 28 de Setembro de 1967. A *Décision générale* é formada por uma primeira parte contendo «Princípios» e uma segunda composta por 14 «Regras».

Na Holanda a O.P.A. é objecto de Regras de Comportamento emanadas do Conselho Económico e Social, com data de 25 de Julho de 1971 (MARCHETTI, Riv. Soc. 1972, pág. 429, com tradução francesa das Regras nas págs. 477 e segs.). Trata-se de uma série de normas éticas de comportamento inspiradas na prática inglesa, mas com alguma diferenças importantes; a sua violação é sancionada por uma censura pública da Comissão do Conselho Social e Económico. A disciplina da O.P.A. insere-se numa regulamentação dos operações de fusão e de concentração, mediante aquisição de participações de domínio, de modo que, nas hipóteses em que a sociedade proponente adquira o direito de participar nas decisões relativas à gestão de empresa da sociedade visada, deverão ser observadas, além das regras especificamente dadas para a oferta, as prescritas para as concentrações e fusões.

Em *Ilália*, a polémica suscitada pela O.P.A. que visou a sociedade Bastogi produziu uma primeira tentativa de regulamentação da O.P.A.: o *Codice di comportamento per le offerte pubbliche di acquisto di titoli del Comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa valori di Milano*. Compõem-se de definições e 28 artigos, seguindo bastante de perto os diplomas franceses. É uma regulamentação elaborada tendo em vista os meios de intervenção de que podem dispor os agentes de câmbio e a possível adesão dos interessados ao regulamento. Assim, por exemplo, as sanções relativamente à oferente, consistem na publicação da possível violação e na provável abstenção do Comitato quanto a ulteriores actividades relativas à oferta; para a sociedade destinatária, consistem além da notícia pública da violação, na retirada, no caso de variações das condições da oferta e de oferta concorrente, do benefício da comunicação prevista no art. 9.º

Acentuando que o Codice era um acto privado destituído de valor cogente, cuja eficácia ficava dependente da eventualidade de o adquirente pedir a colaboração da Bolsa de valores de Milão e notando sobretudo que do Codice não deriva qualquer possibilidade de tutela do interesse público e de respeito de planos programáticos nacionais, sendo excessivamente inspirado pela tutela do accionista e pela lealdade da competição aberta pela O.P.A., um grupo de deputados apresentou na V legislatura um projecto de lei de regulação da O.P.A., que não veio a ter seguimento.

A primeira regulamentação legal italiana da O.P.A. de acções e obrigações convertíveis em acções aparece no art. 18.º, sub art. 1.º da Lei de 7 de Junho de 1974, n.º 216, do seguinte teor: «Aqueles que pretendam proceder à aquisição ou à venda de acções ou obrigações convertíveis mediante oferta ao público, devem previamente comunicá-lo à Comissão Nacional para as Sociedades e a Bolsa, indicando as condições, as modalidades e os termos de desenvolvimento da operação. Dentro de vinte dias da recepção de tal comunicação, a Comissão pode estabelecer os modos pelos quais a oferta deve ser tornada pública e bem assim os dados e as notícias que deve conter. A omissão da comunicação à Comissão ou a inobservância das prescri-

ções estabelecidas por esta são punidas com multa entre 2 a 20 milhões de liras».

Os deputados que tinham apresentado o primeiro projecto não ficaram satisfeitos com este art. 18.º, entendendo que ele se limita a conter uma previsão genérica do fenómeno e a dar à CONSOB uma faculdade de estabelecer os modos como a oferta deve ser toranda pública. Por isso, em 19 de Dezembro de 1974, os deputados Vilante, Azzaro, Alloca, Lopinoso Severini, apresentaram um novo projecto de lei, destinado a regulamentar completamente a O.P.A. Segundo a respectiva introdução, as características especiais do projecto são:

- a) a submissão de todas as ofertas públicas de aquisição ou de troca à autorização prévia da CONSOB;
- b) a satisfação da exigência de tutelar as pequenas poupanças contra uma perniciosa constante do mundo económico italiano, consistente no anonimato sob o qual se escondem as escaladas e a circulação das participações accionistas em geral;
- c) a predisposição de um sistema de garantias sobre a seriedade da oferta;
- d) a previsão explícita da irrevogabilidade tanto da oferta como da aceitação;
- e) o relevo dado à igualdade de tratamento dos accionistas e obrigacionistas cujos títulos são objecto de ofertas públicas;
- f) a disciplina parcialmente diferenciada conforme os títulos objectos da oferta sejam ou não cotados na Bolsa.

De notar que o projecto, art. 4.º, permite ofertas de aquisições de acções minoritárias: «A oferta deve respeitar a uma quantidade de títulos idónea para consentir a aquisição de uma participação mínima respectivamente de 10 por cento do capital social ou do empréstimo obrigacionista da sociedade emite, se se trata de acções cotadas na Bolsa, e de 20 por cento nos outros casos, qualquer que seja o número de títulos de que o oferente já tenha a propriedade, a posse, o usufruto ou o penhor».

Em Inglaterra, o lugar principal cabe ao *City Code on Takeovers and Mergers*, mas além deste devem mencionar-se as *Rules of the United Kingdom Stock Exchange* e, com natureza legislativa, algumas disposições do *Companies Act* do *Prevention of Fraud Investments Act*, 1958 e do *Fair Trading Act*, 1971.

O *City Code* não é uma lei, mas apenas um conjunto de normas de procedimento consideradas desejáveis pelos mais altos órgãos da City. Foi elaborado em 1968, substituído em 1969, revisto em 1970, 1972, 1974 e 1976 (Sobre os factos que provocaram o Code e as suas primeiras emendas, STAMP & MARLEY, *Accounting Principles and the City Code*). Papel fundamental na evolução e na execução do *City Code* cabe ao *Panel on Takeovers and Mergers*, criado em Setembro de 1967 e formado por representantes de várias associações da City, sob a presidência de um indivíduo designado pelo Governador do Banco de Inglaterra. Na sua forma actual, o *Panel* (ou *full Panel*) é um órgão de superintendência, sendo o trabalho de rotina assegurado por um Executivo permanente, directamente responsável perante o Presidente.

Em teoria, o *City Code* é um conjunto de «princípios voluntários» e o *Panel* um órgão sem quaisquer poderes; na prática e a partir de 1969 foram tomadas disposições para tornar efectivas as resoluções do *Panel* e as regras do Code. A mudança de atitude está clara numa passagem da Declaração emitida pelo *Panel* em Março de 1969: «Continua a ser convicção dos órgãos da City que organizaram o Code (e que estão representados no *Panel*) que a conduta da City em assuntos de takeover pode ser melhor governada por princípios voluntários do que regulada por leis. No entanto eles reconheceram a necessidade de colocar fora de dúvida a sua determinação de que o sistema voluntário deve funcionar efectivamente e exigir o respeito de todos quantos com ele se relacionam. Autorizam por isso o *Panel* a chamar a atenção para os meios disponíveis para garantir (*enforce*) esse respeito». Segue-se a indicação desses meios, que incluem censura particular ou pública e outras medidas «com o fim de privar o ofensor temporária ou permanentemente da sua capacidade para actuar no campo de takeovers e mergers».

O City Code on Takeovers and Mergers é formado por 14 Princípios Gerais e 39 Regras. No final deste estudo apresentamos uma tradução dos 14 Princípios Gerais.

O Livro Verde do Partido Trabalhista sobre a reforma do direito societário britânico — *The Community and the Company* — publicado em Maio de 1974 critica fortemente o Panel e propõe a instituição de uma *Companies Commission*, dotada legalmente de poderes coercivos.

17. *A Oferta Pública de Aquisição de Títulos no Projecto Preliminar de directiva da CEE*

Para a Comissão da Comunidade Económica Europeia, o Prof. Robert Pennington elaborou um «PROJECTO PRELIMINAR DE DIRECTIVA destinada a coordenar as garantias que são requeridas, nos Estados membros, às sociedades a que respeita o art. 58.º, 2.º trecho, do Tratado, para a tutela dos interesses dos sócios e de terceiros relativamente às ofertas ao público de aquisição de acções e outros títulos».

O articulado é antecedido por um relatório composto de Prefácio, Introdução, onde são descritos direitos e praxes dos países da CEE, e Recomendações. Serviu manifestamente de base do Projecto o sistema inglês e por isso, vamos analisar, embora sumariamente os principais pontos nele tratados, comparando alguns com o sistema francês.

A) *Natureza dos instrumentos de regulamentação.*

O projecto sintetisa a sua própria justificação nalgumas linhas do prefácio: «A técnica da oferta pública é actualmente empregada em medida maior ou menor em todos os Estados membros; como é previsível que ela se tornará usual no futuro, é oportuno adoptar providências de harmonização baseadas sobre a experiência dos últimos vinte anos».

No âmbito da CEE essa harmonização tem de ser feita através das legislações dos Estados membros e, portanto, passarão a ter natureza legislativa as regulamentações nacionais da O.P.A., sem prejuízo de no seu funcionamento poderem

intervir, como se verá, entidades de carácter não oficial, e de o grosso das normas vir a emanar dessa «autoridade responsável» e não do Estado.

Neste ponto, portanto, o Projecto encaminha-se no sentido do sistema francês.

B) *Propósitos da regulamentação.*

Nas Recomendações Gerais do Projecto acentua-se que a regulamentação visa apenas definir os tipos de operações a que se aplica e a elaborar regras idóneas à tutela dos interesses dos accionistas e obrigacionistas da sociedade visada. A regulamentação é, em si mesma, neutra, no sentido de não ser influenciada pelas consequências económicas do sucesso ou insucesso da transferência de domínio e recomenda-se que a autoridade nacional de aplicação das regras se mantenha neutra, no mesmo sentido. Neutralidade que não deixa de suscitar um problema de compatibilidade; à semelhança do que foi observado a propósito do direito dos grupos de sociedades (BEZARD e outros, *Les groupes de sociétés*, pág. 150: «... l'épineux problème de concilier ce qui est première vue inconciliable, d'une part encourager la concentration au titre d'une politique industrielle et d'autre part la limiter à un certain degré au titre d'une politique de concurrence»), resta saber se a quase forçosa concentração do domínio duma sociedade numa outra sociedade, por meio da O.P.A., é compatível com a imagem «democrática» da sociedade por acções, que para outros efeitos se tenta manter.

Em sentido diverso se encaminha o projecto Valiante, que pretende atribuir aos organismos públicos uma valoração discricionária «de mérito», ou seja, não relativa apenas à correcção formal da oferta, mas também à sua utilidade para a economia do país.

C) *Tipo da sociedade visada*

A sociedade visada deve ser uma sociedade do tipo chamado em França *société anonyme* ou correspondente nos outros

países (em Inglaterra uma *company limited by shares* que não seja *private company*).

D) *Definição de «oferta pública geral»*

O art. 2.º do Projecto contém, entre outras, uma definição de «oferta pública geral»: uma oferta de aquisição de títulos com direito de voto, lançada por qualquer pessoa ou sociedade, e dirigida contemporaneamente a todos os possuidores de tais títulos — ou ainda a uma só categoria deles — (possuidores diversos da sociedade proponente, das sociedades pertencentes ao mesmo grupo da sociedade proponente e dos colaboradores da sociedade proponente), quando a oferta é condicionada à aceitação por parte dos possuidores de uma quantidade ou percentagem especificada dos títulos, se se verifica alguma das seguintes condições:

«(i) a sociedade proponente, sociedades pertencentes ao mesmo grupo da sociedade proponente e colaboradores da sociedade proponente obterão colectivamente o controlo das deliberações da sociedade visada se a condição supra-mencionada vier a ser satisfeita;

«(ii) a sociedade oferente, sociedades pertencentes ao mesmo grupo da sociedade oferente dispõem colectivamente do controlo das deliberações de assembleias da sociedade visada no momento em que a oferta é apresentada; ou

«(iii) a oferta é condicionada à aceitação por parte dos possuidores de uma quantidade ou percentagem de títulos tal que ponha quem a possuir (se necessário depois de ter aceite os direitos de converter ou de subscrever) na posição de exercer colectivamente pelo menos 10 % dos direitos de votos totais que podem ser exercidos numa assembleia geral da sociedade visada que seja realizada na data da publicação do documento de oferta relativo à oferta pública considerada».

Dos elementos desta definição, destacamos agora a aquisição do domínio da sociedade visada (alínea i) ou consolidação desse domínio (alínea ii). A alínea (iii), embora menos aparentemente, relaciona-se ainda com o domínio da sociedade visada, pois é explicada como uma presunção de que quem compra

10 % do capital emitido com direito de voto tem a intenção de conseguir em seguida o domínio da sociedade.

E) *Espécies de títulos.*

O mesmo art. 2.º contém a seguinte definição de «títulos com direito de voto»: «título que habilita o seu possuidor a votar nas deliberações relativas à nomeação ou à oposição à nomeação de administradores ou membros do órgão de vigilância da sociedade, ou que habilita o seu possuidor a adquirir um título do género mencionado mediante o exercício de um direito de converter ou de subscrever».

A definição assenta ainda sobre a ideia de domínio da sociedade. Por um lado, a indicação das assembleias em que o título deve conferir direito de votar parte do reconhecimento de que o domínio é indirectamente exercido através da administração nomeada. Por outro lado, são equiparados aos títulos que conferem direito de voto actual, aqueles que, por meio de conversão ou de subscrição, virão a permitir a aquisição de títulos com direito actual de voto, pois através destes virá a ser conseguido o potencial de voto necessário para o domínio, real ou presumido; é o caso das obrigações convertíveis em acções, das partes de fundador, das partes beneficiárias.

F) *Autoridade de vigilância*

O art. 3.º do Projecto recolhe da prática dos Estados membros a necessidade de um organismo nacional que intervenha nas operações de O.P.A. e, para não forçar à uniformização, admite que se trate de um organismo privado, como o *Panel inglês*, ou de um organismo oficial como a *Comission des Opérations de Bourse* em França, a *Comission Bancaire* na Bélgica, a *CONSOB* em Itália.

Mais difícil será certamente conseguir que a legislação nacional atribua a organismos privados os poderes, de natureza pública, pretendidos.

Dispõe o art. 3.º, n.º 1: «Cada Estado membro designará um organismo nacional de direito público ou privado destinado a assegurar que as regras prescritas na presente directiva

sejam observadas e aplicadas; tal organismo nacional (que será indicado na presente directiva com a expressão Autoridade) terá em particular o poder:

«a) de emitir providências e decisões sobre questões suscitadas em relação a ofertas públicas gerais, por sua iniciativa ou a solicitação de uma qualquer parte de uma oferta pública geral, ou de qualquer pessoa interessada nos títulos objecto de uma oferta pública geral;

«b) de ordenar a uma qualquer parte de uma oferta pública geral que pratique ou se abstenha de praticar determinados actos, com o fim de assegurar o respeito das normas prescritas pela presente directiva ou de fazer cumprir tal ordem mediante procedimentos tomados em nome da Autoridade perante os tribunais de qualquer Estado membro; e

«c) exercer as faculdades discricionárias bem como conferir as autorizações e as isenções previstas pela presente directiva».

G) *Autoridade competente*

O art. 3.º n.º 2 contém uma regra de competência que, por motivos óbvios, não aparecia nas regulamentações nacionais: «A Autoridade competente em matéria de uma oferta pública geral será a Autoridade do Estado membro em que a sociedade visada tem a sua sede social, mas a Autoridade de outros Estados membros auxiliarão, se lhes for pedido, a Autoridade competente fornecendo-lhe informações e abrindo procedimentos perante os tribunais dos Estados membros a que respectivamente pertençam, a fim de dar execução a qualquer ordem emanada de uma Autoridade competente, e emanando as ordens integrativas que possam ser necessárias a fim de que a execução produza efeitos.

H) *Processo anterior à publicação do aviso da oferta*

Salvo casos especiais em que a proposta necessita de prévio consentimento do Panel, em Inglaterra a proposta deve ser antes de mais submetida ao conselho de administração da sociedade visada ou aos seus consultores (Regra 1). Em França, a proposta é logo apresentada à Câmara Sindical dos Agentes

de Câmbio, por um ou vários estabelecimentos bancários agindo por conta da sociedade ou pessoa física que toma a iniciativa da operação (art. 68.º). A Câmara quando considerer a proposta aceitável, informa o Ministro da Economia e Finanças, o qual pode opor-se à operação dentro do prazo de três dias úteis (art. 71.º).

O Projecto seguiu o exemplo inglês, por considerar vantajosa, para ambas as sociedades — a proponente para recolher elementos convenientes à formulação da proposta definitiva, a visada para permitir aos seus administradores uma rápida tomada de atitude quanto à operação e uma antecipação do estudo da oferta — a comunicação prévia à administração da sociedade visada.

Do art. 4.º, que se ocupa do assunto, destacamos os n.ºs 1 e 3: «Pelo menos sete dias antes de ser publicado pela primeira vez o aviso de oferta relativo a uma oferta pública geral, o oferente deverá notificar a sociedade visada da sua intenção de lançar uma oferta, e convidará a sociedade visada a enviar ao proponente os seus comentários escritos dentro de quatro dias». «Dentro de quatro dias contados da recepção da notificação, os administradores da sociedade visada podem enviar os seus comentários escritos sobre a oferta ao proponente (compreendida, se o desejarem, a sua recomendação de aceitar ou recusar a própria oferta), e o proponente deverá inserir tais comentários no aviso da oferta, a menos que estes sejam excessivamente prolixos e a Autoridade consinta que o proponente os omita por essa razão».

Os arts. 5.º e 6.º ocupam-se do segredo e manutenção do statu quo durante o período de pre-publicação da oferta. Em resumo, as partes da oferta devem abster-se de dar informações ou opiniões sobre a operação, de efectuar transacções sobre os títulos objecto da oferta ou no caso de O.P.E. sobre aqueles que serão oferecidos para troca e de aliciar colaboradores para uma ou outra sociedade. Quando haja aproveitamento por pessoa diversa das partes, das informações relativas à oferta em preparação, procedendo essa pessoa a transacções que modificaram os valores de cotação ou outros dos títulos, o processo é acelerado, devendo a sociedade proponente efec-

tuar a imediata publicação da oferta, tal como foi comunicada à sociedade visada. Interessante e importante é o n.º 4 do art. 6.º, segundo o qual «A Autoridade pode em qualquer momento, mediante ordem escrita, exigir aos administradores de qualquer sociedade que declarem se têm a intenção de lançar uma oferta pública geral para os títulos de uma outra sociedade dentro dos seis meses seguintes e, no caso afirmativo, qual o nome da sociedade e os títulos para que a oferta pública geral será lançada.»

1) Obrigatoriedade de apresentar uma oferta geral

Em França, o art. 91.º, dentro do Capítulo VI «Négociation des blocs de contrôle», submete às regras especiais desse capítulo as transacções cujo objecto seja um lote de títulos que atribua ao seu comprador o controlo da sociedade emitente. A Câmara Sindical (art. 92.º) aprecia se a transacção tem realmente por objecto uma quantidade de títulos que possa ser qualificada como bloco de controlo; para esse efeito, ela tem em conta o preço pelo qual a transacção é realizada, o número de títulos correspondentes ao capital da sociedade visada, a repartição deste capital no público e o número de acções de que o adquirente é já directa ou indirectamente proprietário.

Sendo realmente um lote de controlo que uma pessoa física ou moral deseja adquirir, essa pessoa deve seguir um de dois processos: ou apresenta à Câmara Sindical uma oferta pública de compra ou de troca, nos termos do Capítulo V do Regulamento; ou dirige à Câmara Sindical um requerimento motivado, a fim de que possa adquirir na Bolsa os títulos que constituem um lote de controlo; neste último caso, a Câmara defere o requerimento, sob condição de aplicação dos arts. 94.º e 95.º do Regulamento, que dispõem: «Qualquer transacção que tenha por objecto um lote de controlo deve dar lugar à publicação, no dia da execução das ordens do mercado, dum aviso no Boletim. O aviso menciona a identidade do vendedor e do comprador, a data da transacção, a cotação a que foi realizada e a quantidade de títulos sobre que incidiu; indicará também o tempo durante o qual o comprador manterá a oferta

de compra na Bolsa e a cotação à qual serão efectuadas as suas compras. O adquirente do lote deve obrigar-se a adquirir na Bolsa todas as quantidades de títulos que lhe forem apresentadas, à cotação pela qual foi realizada a cessão do lote; esta cotação pode, contudo, ser inferior àquela pela qual a dita transacção foi celebrada, se esta não comporta apenas uma venda pura e simples, dando lugar a pagamento imediato. A obrigação de compra deve entender-se por um período de pelo menos dez sessões de bolsa a contar do aparecimento no Boletim do aviso que anuncia a cessão do lote. Durante esse tempo, as ordens de compra do cessionário devem ter como efeito manter as cotações dos títulos que foram objecto da cessão no nível mínimo previsto no aviso publicado no Boletim. A Câmara Sindical dos agentes de câmbio pode exigir ao adquirente do lote o depósito prévio nas suas caixas duma cobertura em dinheiro ou em títulos destinada a garantir a boa execução da obrigação de compra.

O Projecto procura uma conciliação entre este sistema francês e aquele mais rígido constante do City Code, embora no art. 7.º seja nítida a prevalência do segundo, que por isso nos abtemos de reproduzir.

Por força do art. 7.º, uma pessoa ou uma sociedade deve apresentar uma oferta geral de aquisição de todos os títulos com direito de voto de uma sociedade, não possuídos já por aquela, em três casos, todos influenciados pela ideia de domínio da sociedade visada: ou domínio muito provável pelo montante dos títulos com direito de voto já possuídos por essa pessoa ou sociedade ou domínio procurado através de aquisições que denunciam essa intenção ou domínio conseguido através de acordo de compra de títulos. Transcrevemos: «... se tal pessoa ou sociedade: *a*) possui títulos da outra sociedade que habilitam (se necessário depois de ter exercido o direito de converter ou de subscrever) a exercer conjuntamente pelo menos 40 % dos direitos de voto totais que podem ser exercidos nas assembleias gerais da sociedade; *b*) adquiriu nos 12 meses imediatamente precedentes (não em resposta a uma nova emissão) títulos da outra sociedade que habilitam (se necessário depois de ter exercido o direito de converter ou de

subscrever) a exercer conjuntamente pelo menos 20 % dos direitos de voto totais que podem ser exercidos nas assembleias gerais da outra sociedade; c) chega a um acordo para a aquisição de títulos da outra sociedade os quais, juntamente com os que ela já possui, consintam controlar as deliberações da outra sociedade».

Para protecção dos possuidores de títulos, neste caso é limitada a faculdade de escolha pelo proponente da contrapartida das aquisições propostas. O art. 7.º, n.º 3 determina, para esses casos, que a oferta geral deve propor o pagamento em dinheiro ou propor a emissão e transferência de títulos da sociedade proponente ou de uma terceira sociedade para troca dos títulos da sociedade visada, mas com a faculdade para os possuidores de títulos da sociedade visada de preferir receber em dinheiro a totalidade ou parte da contrapartida dos títulos transferidos. E a protecção dos possuidores continua, pela determinação do preço mínimo a oferecer (n.º 4 do mesmo artigo), correlacionado com o preço já pago pelo proponente ou por uma média de cotações.

A sanção deste dever encontra-se no n.º 5 do mesmo artigo e parece bastante eficaz, pois a Autoridade pode ordenar o lançamento da oferta e privar de direito de voto os títulos já possuídos pela entidade recalcitrante.

J) *Identificação do real proponente.*

A oferta é normalmente apresentada por um Banco; em França, nem pode ser de outra maneira. Daí, o problema de saber se pode deixar de ser revelado o nome do real interessado na operação (recorde-se a celeuma provocada em Itália pelo caso Bastogi, em que a oferta foi feita por um Banco, para um conhecido grupo internacional, não nomeado). O regulamento francês não é expresso, embora de várias das suas disposições possa depreender-se que o proponente deve ser nomeado. A regra 2.ª do Code determina que, se a oferta ou os contactos preliminares com vista a uma futura oferta não provêm do real interessado, deve revelar-se desde o início a identidade do próprio interessado.

O Projecto impõe que do aviso de oferta conste o nome do proponente e o do representante do proponente, se o houver, que publica o aviso de oferta (art. 8.º, n.º 1, al. b)).

K) *Garantia da seriedade da proposta.*

Os possíveis efeitos da proposta e os montantes atingíveis por esta tornam conveniente assegurar previamente a capacidade do proponente para cumprir os compromissos assumidos. A regra 3.ª do Code declara que o conselho de administração da sociedade visada pode exigir garantias quanto à capacidade da sociedade proponente para fazer face à oferta, na sua totalidade. O art. 71.º do Regulamento francês permite que a Câmara Sindical, antes de se pronunciar sobre a proposta, exija do estabelecimento bancário apresentante as garantias que julgue necessárias, designadamente o depósito nas suas caixas duma cobertura em dinheiro ou em títulos.

O Projecto manda que do aviso constem os meios pelos quais o proponente conseguirá o dinheiro necessário para satisfazer as suas obrigações relativamente aos possuidores dos títulos que aceitem uma oferta em dinheiro ou que exerçam uma opção com o fim de obter o pagamento em dinheiro.

L) *Conteúdo do aviso de oferta*

Os n.ºs 1 e 2 do art. 8.º do Projecto respectivamente em nove e doze alíneas, especificam o conteúdo mínimo obrigatório do aviso de oferta. Fundamentalmente, trata-se de informações relativas à sociedade proponente e à sociedade visada e aos elementos básicos da operação. Destes últimos destacamos os seguintes, pela importância de que se revestem para todo o processo: «o número, a quantidade ou a percentagem dos títulos objectos da oferta, pelos quais a própria oferta deve ser aceite a fim de que o proponente seja obrigado a aceitar a transferência ou a entrega de todos os referidos títulos»; «a última data até à qual a oferta pode ser aceite, e as formalidades que o possuidor dos títulos deve cumprir para a aceitar e receber a contrapartida dos seus títulos».

Interessante é um dever que o art. 8.º, n.º 3 faz recair sobre os administradores da sociedade visada: todo o aviso de oferta deve conter um atestado dos administradores da sociedade visada nas quais declaram ter agido com a requerida diligência a fim de que todas as informações contidas no aviso de oferta sejam exactas à data da sua publicação, e que todas as opiniões, previsões e avaliações formuladas, contidas ou mencionadas no aviso de oferta, se baseiam em informações cuja exactidão eles verificaram com a possível diligência.

M) *Irrevogabilidade e condicionamento da proposta.*

O art. 70.º do Regulamento francês insiste na irrevogabilidade da proposta, a qual deve ser expressamente declarada e garantida pelo estabelecimento bancário apresentante. Se o proponente é uma sociedade por acções e se for proposto aos vendedores que aceitem, quanto a todo ou parte do montante do preço proposto, a entrega de títulos a emitir pela sociedade compradora, a irrevogabilidade dos compromissos tomados por esta inclui a obrigação de propor à assembleia geral dos seus accionistas um projecto de deliberação sobre a emissão dos títulos destinados a remunerar os vendedores segundo as cláusulas e condições previstas na oferta pública.

O art. 10.º do Projecto declara que nenhuma condição será válida se: a) consente ao proponente anular, fazer cessar ou modificar a sua obrigação de aceitar as transferências ou as entregas dos títulos cujos possuidores aceitem a oferta e de pagar ou fornecer a contrapartida oferecida por tais títulos no aviso de oferta, em casos diversos da falta de aceitação da oferta no fim do período de aceitação por parte dos possuidores de títulos correspondentes à quantidade ou percentagem especificada no aviso de oferta; b) estabelece que tal obrigação do proponente será anulada, virá a cessar ou será modificada em casos diversos da falta de aceitação no fim do período de aceitação por parte dos possuidores da mencionada quantidade de títulos; c) as condições segundo as quais algumas pessoas podem aceitar a oferta pública serão de qualquer modo

mais favoráveis do que aquelas segundo as quais outras pessoas podem aceitá-la.

Quanto à revogação da oferta, independentemente de cláusula permissiva, regula o art. 15.º, n.º 4, segundo o qual o proponente não pode, durante o período de aceitação de uma oferta pública geral, anular ou extinguir a oferta feita, ou modificar as cláusulas ou condições desta, salvo o consentimento da Autoridade em duas hipóteses: a) apresentação de uma oferta pública concorrente; b) ocorrência, depois da data do aviso de oferta, de importante modificação da situação que torne a natureza e o valor dos títulos objecto da oferta notavelmente diferente da natureza e do valor que tinham naquela data.

N) *Publicação do aviso de oferta*

O art. 12.º do Projecto manda que o aviso de oferta seja publicado num jornal nacional, mas em seguida pode ser publicado em qualquer jornal na forma de anúncio ou de circular ou por outros meios.

No caso de acções nominativas, o artigo providencia para comunicações pessoais aos possuidores das acções.

O) *Comentários e recomendações dos administradores da sociedade visada.*

Apesar e além do atestado já acima referido, os administradores da sociedade visada são obrigados a pronunciarem-se publicamente sobre a oferta. O art. 13.º determina que dentro de 14 dias contados da primeira publicação do aviso da oferta, os administradores da sociedade visada devem publicar os seus comentários sobre ela e a sua recomendação sobre a oportunidade de aceitar ou não a oferta. O conteúdo dessa publicação é disciplinado no mesmo artigo e nele são incluídos factos pessoais dos administradores como as cláusulas e as condições a que está subordinado o exercício das suas funções e uma declaração sobre a sua intenção de aceitar a oferta quanto aos títulos de que sejam possuidores.

P) *Duração da oferta*

O tempo de duração da oferta não deve, em regra, ser inferior a 28 dias nem superior a 42 dias, contados da data do aviso da oferta. O prazo máximo pode subir até 70 dias, se entretanto a proposta tiver sido licitamente modificada.

Q) *Modificação da oferta*

Segundo o art. 78.º francês, o proponente tem a faculdade de elevar uma só vez o preço oferecido, sob condição de o aumento ser pelo menos de 5 por cento e os outros pormenores da oferta não serem modificados. Esta nova proposta deve ser apresentada à Câmara Sindical pelo menos 10 dias antes do fim do prazo estabelecido no anúncio inicial provocam novo anúncio.

Segundo o art. 16.º do Projecto, o proponente pode modificar a natureza e a medida da contrapartida oferecida numa oferta pública geral em qualquer momento antes de decorrido o período de aceitação que estiver em curso na data do aviso de oferta modificado, mas em nenhum caso a oferta pode ser modificada depois de 49 dias da data do aviso de oferta. O proponente não pode modificar nenhuma cláusula ou condição de uma oferta pública geral, que não seja relativa à natureza ou à medida da contrapartida e às consequentes condições relativas à data e à modalidade do pagamento ou transferência da dita contrapartida, ou relativa à prorrogação do período de aceitação.

O mesmo artigo regula o aviso de modificação da oferta e os correspondentes comentários dos administradores da sociedade visada.

R) *Aquisições durante o período de oferta*

Como óbvia protecção aos possuidores dos títulos, o art. 18.º prevê uma automática modificação do preço ou outra contrapartida, se durante o período de aceitação a sociedade proponente ou um dos seus administradores adquirir títulos objecto da oferta pública por um preço ou valor superior ao constante do aviso de oferta.

S) *Rateio das aceitações.*

Se uma oferta pública geral for aceite por uma quantidade ou percentagem de títulos superior à quantidade ou percentagem especificada no aviso de oferta e se o proponente não quer tornar-se adquirente de todos os títulos para os quais a oferta foi aceite, o proponente deverá adquirir a mesma percentagem de títulos a todas as pessoas que aceitaram a oferta (art. 20.º).

T) *Protecção dos trabalhadores*

Vários preceitos do Projecto visam proteger os trabalhadores da sociedade visada.

O art. 8.º, n.º 2, alínea *k*) (iii) manda precisar no aviso de oferta a intenção (que não interessa só aos trabalhadores, mas interessa também a estes) de prossecução, expansão ou contracção da actividade empresarial da sociedade visada; aquisição ou cessão por ela de notáveis quantidades de bens; alterações da natureza, da composição ou colocação geográfica da empresa ou de parte conspícua desta. A alínea (iv) manda declarar a intenção sobre a continuidade do emprego para o pessoal existente da sociedade visada.

O art. 12.º, n.º 6 estabelece que imediatamente depois de ter recebido cópia do aviso de oferta do proponente, os administradores da sociedade visada deverão entregar uma cópia deste aos representantes dos trabalhadores da sociedade e, dentro de sete dias da recepção, os administradores deverão apresentar aos trabalhadores os seus comentários sobre o conteúdo da oferta. O n.º 7 concede a todos os trabalhadores da sociedade visada o direito de examinar a cópia do aviso de oferta e os comentários dos administradores da sociedade que foram entregues aos representantes dos trabalhadores.

As disposições sobre este assunto contidas no art. 13.º-bis são de grande importância. Depois de terem publicado os seus comentários sobre o aviso de oferta e a sua recomendação, os administradores da sociedade visada deverão discutir com os representantes dos trabalhadores as consequências da oferta pública geral sobre os interesses dos trabalhadores.

Os representantes dos trabalhadores devem apresentar aos administradores da sociedade visada um parecer escrito sobre as consequências da oferta pública geral sobre os interesses dos trabalhadores e podem pedir que esse parecer seja publicado pelo modo como a oferta o tenha sido.

Se os representantes dos trabalhadores entendem que as propostas do proponente apresentadas por força do parágrafo 2 k) do art. 8.º não são conformes ou são contrárias aos interesses dos trabalhadores da sociedade visada, podem pedir ao proponente que negocie com eles a fim de chegar a um acordo sobre as providências respeitantes aos trabalhadores que deverão ser adoptadas. Se em seguida a tais negociações não se chegar a um acordo, os representantes dos trabalhadores da sociedade visada podem submeter a questão a uma Comissão de Arbitragem, que decidirá sobre as providências a adoptar relativamente aos trabalhadores. A Comissão de Arbitragem será composta paritariamente por pessoas nomeadas pelo proponente e pelos representantes dos trabalhadores e o seu presidente será nomeado por acordo das partes, ou na falta de acordo, pelo tribunal.

U) *Comportamento das partes de uma oferta pública geral*

Os arts. 21.º, 22.º e 23.º do Projecto contêm uma série de providências destinadas a assegurar a lealdade do procedimento das partes, não só no sentido de que as informações, opiniões, previsões, avaliações chegarão igualmente a todos os interessados e também todos estes beneficiarão de vantagens ou benefícios concedidos a alguns, como também a assegurar que a situação da sociedade visada não é substancialmente alterada por emissão de novos títulos com direito de voto, cessões de bens, etc.

V) *Responsabilidade civil e penal*

O art. 24.º admite acções de responsabilidade civil contra a sociedade proponente e seus administradores, contra os administradores da sociedade visada e contra os autores de informações ou opiniões, quando tenham violado as disposições da

directiva ou por outros modos ali especificados tenham causado prejuízos a pessoas interessadas nos títulos objecto da oferta.

As sanções penais são deixadas à competência dos Estados membros.

18. *Alguns problemas jurídicos de carácter geral, relativos à oferta pública de aquisição de acções*

Embora a importância da regulamentação específica da O.P.A. sobreleve a de certos problemas jurídicos de carácter geral — problemas de direito das obrigações ou de direito das sociedades — não deixam alguns destes de ter interesse.

Não vale a pena insistir no enquadramento da O.P.A. dentro das ofertas ao público, que o direito das obrigações conhece e regula. Nenhumas dúvidas se suscitaram quanto a tal enquadramento quando o proponente torna directamente pública a sua oferta. Mesmo, porém, quando as regras específicas da O.P.A. exigem que a comunicação do proponente seja dirigida à administração da sociedade visada, a oferta não pode considerar-se destinada a esta, que não é reputada titular das acções desejadas pelo proponente, mas sim aos accionistas; não parece que o facto de a proposta passar pelo crivo da administração social lhe altere o destino final.

Do lado do proponente, quando este seja uma sociedade, é discutível qual o órgão social competente para formular a proposta: assembleia geral ou conselho de administração. Na prática, a dúvida não é importante, pois a assembleia geral convocada para autorizar o conselho de administração a formular a proposta — só ao conselho, como órgão de representação externa, competiria aparecer perante os terceiros em nome da sociedade — quebraria o sigilo que todos recomendam e algumas regulamentações impõem. No entanto, não deixa de parecer estranho que uma operação deste vulto possa partir apenas da iniciativa da administração — estranheza própria daqueles sistemas que, como o português, ainda subordinam hierarquicamente a administração à assembleia. A estranheza

reduz-se, contudo, notando que ela resulta da forma de aquisição das acções, mas tal forma pode, para o feito, ser irrelevante. Afinal, o problema coloca-se nos mesmos termos quanto a qualquer aquisição de acções de outra sociedade: iguais restrições quanto ao objecto social da sociedade proponente, quanto ao volume de acções a adquirir, etc., mas, por outro lado, igual possibilidade de o conselho de administração proceder à aquisição, independentemente da forma desta, salvas específicas restrições estatutárias.

A O.P.E. levanta outro género de problemas. A oferta pública de troca, por acções ou obrigações, supõe que, no momento em que se verifique a aceitação para alienação do desejado número de acções da sociedade visada, a sociedade proponente disponha do necessário número de acções ou obrigações para efectuar a troca. Nos sistemas em que a uma sociedade comercial é lícito adquirir e possuir acções ou obrigações próprias, pode a sociedade, até no momento em que formula a proposta de troca, estar já provida dos necessários meios; praticamente é pouco provável que isso aconteça e é impossível ou quase impossível que isso suceda nos sistemas que proíbem ou fortemente restringem a aquisição e posse de acções ou obrigações próprias. Natural será, pois, que a sociedade proponente ofereça uma troca por títulos a emitir (por exemplo, na O.P.E. «B.S.N.-Saint Gobain», «...Par cette offre, le groupe des banques s'est engagé sous les conditions énumérées, à l'alinéa suivant, à acquérir pour le compte de son mandant 3 366 000 actions de la Compagnie de Saint Gobain au prix de 230 fr. qui sera payé par la remise d'obligations convertibles en actions de la société Boussois-Souchon-Neuvesel à emettre...»).

Não compete, contudo, à administração da sociedade proponente mas sim à sua assembleia geral, deliberar a emissão de acções ou de obrigações. Quanto às acções, ainda haverá possibilidade de o conselho de administração aproveitar para o efeito cláusulas estatutárias (ou nalguns países deliberações da assembleia) que lhes permitam proceder ao aumento de capital até certos montantes e nas condições que o conselho julgue preferíveis, mas, salva a existência fortuita duma cláu-

sula desse género, a deliberação para expressamente dar essa faculdade ao conselho poderia acarretar quebra do sigilo da operação, o que certamente sucederia se a assembleia deliberasse aumentar o capital ou emitir obrigações, para o efeito da O.P.E., acrescentando que tal operação seria condicional (só se efectivaria no caso de sucesso da O.P.E.) e nem todos os sistemas admitem deliberações nesses termos.

Não existindo deliberação prévia da assembleia, terá a deliberação de ser tomada depois do sucesso da O.P.E. Pergunta-se qual o papel jurídico da deliberação, anunciada na oferta mas só posteriormente efectivada. Uma primeira construção consiste em tomar a deliberação como uma condição, em sentido técnico-jurídico, da O.P.E.; contrapõe-se-lhe que a condição é um elemento accidental do negócio jurídico e no caso da O.P.E. faltaria um elemento essencial, a coisa a trocar; além disso, haveria o risco de a condição ser considerada como meramente potestativa (dependente da vontade do sujeito obrigado, a sociedade) inválida e invalidante do negócio.

Uma outra construção desdobra a operação em duas fases; na primeira fase, a administração da sociedade proponente obriga-se não a emitir acções — o que não poderia fazer, por isso depender da assembleia geral — mas sim a propor à assembleia geral a emissão de acções; aceite a oferta nestas condições, a administração cumprirá, numa segunda fase, a obrigação assumida, convocando a assembleia e apresentando-lhe a proposta de aumento do capital ou de emissão de obrigações.

É no entanto ainda outra a construção que nos parece preferível. Desde que não haja possibilidade de a sociedade proponente dispor das acções ou obrigações no momento em que formula a oferta de troca, é indiferente que a futura existência dessas acções ou obrigações dependa do conselho de administração ou da assembleia geral, pois o facto relevante é a inexistência dessas acções ou obrigações no momento em que são manifestadas as vontades dos contraentes (oferta de troca; aceitação da proposta pelos accionistas da sociedade visada). Trata-se, pois, de um negócio sobre coisa futura, a qual virá a existir se o conselho ou a assembleia, conforme o caso, tomar a deliberação necessária e não chegará a existir

no caso contrário. A parte no contrato é a sociedade e não a administração desta; é, pois, a sociedade que fica obrigada a exercer as diligências necessárias para que a outra parte adquira os bens trocados, segundo o que for estipulado ou resultar das circunstâncias do contrato (Código Civil, art. 880.º, n.º 1), não estando os accionistas da sociedade viasda, aceitantes da proposta, obrigados a entregar as acções, caso a troca não chegue a efectuar-se, pois o negócio não tem carácter aleatório. Dogmaticamente, a troca, como a venda, de coisa futura deve ser considerada um negócio incompleto e não um negócio condicionado à existência da coisa.

19. *Alienação e aquisição compulsivas de acções, para complemento de participações*

O longuíssimo art. 209.º do Companies Act 1948 — cuja emenda, sem modificação de substância, foi proposta pelo Jenkins Committee, mas não figura no Companies Act 1967 — contém duas medidas cujo resultado prático consiste na eliminação de accionistas minoritários e correlativo aumento da participação dominante. A primeira é dedicada a uma sociedade adquirente do domínio de outra e destina-se a permitir o domínio total de uma sociedade já tornada subsidiária; a segunda favorece os accionistas minoritários, possivelmente já arrependidos de não terem aceite a proposta de aquisição, forçando a compra das suas acções pela sociedade adquirente do domínio.

Utilizando resumos doutrinários (GOWER págs. 629 e 630; GORE-BROWNE, pág. 883), temos:

A) Aquisição imposta aos accionistas (1.ª subsecção): se uma oferta por uma sociedade para adquirir as acções ou alguma classe de acções duma sociedade registada tiver sido aceite, nos quatro meses seguintes à oferta, pelos titulares de 90 por cento, em valor, das acções cuja transferência está em causa (não incluindo as acções já possuídas pelo adquirente ou suas subsidiárias), a sociedade adquirente pode, nos dois meses seguintes, notificar os accionistas que não aceitaram a oferta, de que

deseja adquirir as suas acções, nos mesmos termos, salvo se o tribunal, a requerimento do accionista, dentro de um mês, ordenar de modo diferente; as subsecções 3 e 4 indicam os meios de forçar os accionistas recalcitrantes a vender; este processo pode ser utilizado embora a sociedade adquirente já possua mais de um décimo das acções, mas nesse caso os mesmos termos devem ser oferecidos a todos os titulares cujas acções estejam em causa e a oferta deve ser aceite por três quartos, em número, e nove décimos em valor.

B) Aquisição imposta à sociedade adquirente. Quando nove décimos das acções foram transferidas, os restantes accionistas serão notificados desse facto dentro de um mês e todos ou alguns deles podem, dentro de três meses, contra-notificar, exigindo que a sociedade adquirente compre as suas acções; estas acções devem então ser compradas nos mesmos termos, ou em termos que sejam acordados ou em termos que o tribunal ordenar, a requerimento de qualquer das partes.

Também o direito alemão conhece providências deste género. A aquisição imposta aos accionistas aparece no caso de *Eingliederung* duma sociedade por outra (incorporação de uma sociedade noutra, sem perda de personalidade jurídica) e respeita aos 5 por cento ou menos de acções que podem deixar de pertencer à sociedade incorporante. É assunto que tem melhor cabimento num estudo sobre grupos de sociedades.

A aquisição imposta à sociedade surge nos casos, já acima referidos, de *Heherrschaftsvertrag* e *Gewinnabführungsvertrag*.

City Code on Take-Overs and Mergers — Princípios gerais.

Espírito do Código

I. Considera-se impraticável estabelecer regras com tal pormenor que possam cobrir todas as circunstâncias que surgem em transacções de take-over ou merger. Consequentemente, as pessoas intervenientes em tais transacções devem ter em mente que deve ser observado tanto o espírito como as palavras precisas destes princípios gerais e das regras que se lhes

seguem. Além disso, deve ser aceite que os princípios e o espírito do Código devem ter precedência nalguma área ou circunstâncias não cobertas por qualquer regra.

Defesa dos interesses dos accionistas

2. Embora os Conselhos da companhia oferente e da visada e os respectivos consultores tenham o dever primário de agir segundo os melhores interesses dos respectivos accionistas, têm de aceitar que existem limitações, a respeito de transacções de take-over ou de merger, quanto ao modo pelo qual a forma de realização desses interesses deve ser efectuada. Inevitavelmente por isso estes Princípios e as Regras que se lhes seguem afectarão a liberdade de acção dos conselhos e das pessoas intervenientes nessas transacções.

Adequada informação aos accionistas

3. Os accionistas deverão ter na sua posse prova, factos e opiniões bastantes sobre os quais uma apreciação adequada e decisão possam conseguir-se, e deverão ter tempo para ambos. Nenhuma informação relevante lhes será retirada.

Frustração de ofertas Bona Fide

4. Em momento algum depois de o Conselho da companhia visada ter recebido comunicação de uma oferta bona fide ou de ter razões para acreditar que uma oferta bona fide está eminente, tomará esse Conselho da companhia visada qualquer acção relativamente aos negócios da companhia, sem a aprovação em assembleia geral dos accionistas da companhia, que possa efectivamente dar como resultado ser frustrada uma oferta bona fide ou ser recusada aos accionistas da companhia visada uma oportunidade para decidir sobre os seus méritos.

Evitar falsos mercados

5. Deverá ser objectivo de todas as partes num take-over ou merger usar todos os seus esforços para evitar a criação de

um falso mercado das acções da companhia proponente ou da companhia visada.

O conselho da visada deve ser aconselhado

6. Um conselho que receber uma oferta ou do qual se aproximem com vista a uma oferta deve no interesse dos seus accionistas procurar conselho competente e independente.

Não opressão dos accionistas minoritários

7. Os direitos de controlo devem ser exercidos de boa fé e a opressão duma minoria é totalmente inaceitável.

Membros duma classe devem ser tratados igualmente

8. Todos os accionistas da mesma classe de uma companhia visada devem ser tratados semelhantemente por um proponente.

Extensão de ofertas privadas à totalidade da classe.

9. Se, depois de razoavelmente esperados um take-over ou merger, for feita uma oferta a um ou mais accionistas da companhia visada, qualquer subsequente oferta geral feita por ou por conta do mesmo proponente, ou por pessoa actuando de combinação com ele, aos accionistas da mesma classe não deverá ter termos menos favoráveis.

Igualdade de informação

10. No decorrer duma transacção de take-over ou merger, ou quando esta for esperada, nem o proponente nem a companhia visada nem os seus consultores fornecerão a alguns accionistas informações que não estejam ao dispor de todos. O princípio não se aplicará à prestação confidencialmente de informações por uma companhia visada a um potencial proponente bona fide ou vice-versa nem à emissão de circulares por membros do Stock Exchange (que sejam brokers de alguma das partes na transacção) aos seus próprios clientes de investi-

mento, contanto que essa emissão tenha sido aprovada previamente pelo Panel.

Os directores devem ignorar os seus interesses pessoais

11. Os directores de uma companhia proponente ou visada deve sempre, ao aconselhar os seus accionistas, agir unicamente na sua qualidade de directores e não atender às suas participações pessoais ou familiares ou relações pessoais com as companhias. É o interesse dos accionistas globalmente entendido que deve ser considerado, juntamente com os dos empregados e credores.

Os accionistas de companhias que sejam efectivamente controladas pelos seus directores têm de aceitar que relativamente a qualquer oferta a atitude do seu conselho será decisiva. Poderá haver boas razões para tal conselho rejeitar uma oferta ou preferir a mais baixa de duas ofertas. O conselho deve cuidadosamente examinar as suas razões para assim proceder e estar preparado para explicar as suas razões aos accionistas.

Outros documentos tratados como um prospecto

Qualquer documento ou anúncio dirigido aos accionistas contendo informações, opiniões ou recomendações do conselho de uma companhia proponente ou visada ou dos seus respectivos consultores será tratada com os mesmos critérios de cuidado correspondentes a um prospecto, no sentido do Companies Act 1948. Cuidado especial deve ser posto nas previsões de lucros.

13. Quando o controlo de uma companhia é adquirido por uma pessoa, ou pessoas agindo combinadamente, uma oferta geral para todos os outros accionistas é normalmente exigida; a mesma obrigação nasce se o controlo for consolidado. Quando forem adquiridas acções em circunstâncias de que nasça essa obrigação, a pessoa deveria, antes de fazer essa aquisição, fazer prova de que poderá continuar e continuará a ser capaz de executar a oferta.

14. Um proponente só deveria anunciar uma oferta depois da mais cuidadosa e responsável consideração. Tal anun-

cio só deveria ser feito depois de o proponente ter todas as razões para crer que poderá continuar e continuará a ser capaz de executar a oferta. A este respeito são também responsáveis os consultores financeiros do proponente.

OBRAS CITADAS

- ASCARELLI, TULLIO — In tema di vendita di pacchetto di azioni, Studi in tema di società, Milano 1952.
- Idem, In tema di vendita di azioni, responsabilità degli amministratori, amministratore indiretto, Saggi di diritto commerciale, Milano, 1955.
- BAGNOLI, WILLY, Ancora sulla divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista, Riv. Soc, 1959.
- BARBOSA DE MAGALHÃES, Do estabelecimento comercial, Lisboa, 1964.
- BEZARD, DABIN, ECHARD, JADAUX, SAYAG, Les groupes de sociétés. Une politique législative, Paris, 1976.
- CHAYES, ABRAM, The modern corporation and the rule of law, in The corporation in modern society.
- CHOKA, ALLEN — Buying, selling and merging business, Philadelphia, 1968.
- CORAPI, Le offerte pubbliche di acquisto nell'ordinamento dei paesi della Comunità Europea. Milano, 1972.
- DURAND, PATRICK e LATSCHA, JACQUES, Les groupements d'entreprises, Paris s/d.
- FANELLI, GIUSEPPE, Le partecipazioni sociali reciproche, Milano, 1957.
- FENCHI, FRANCESCO, L'offerta pubblica di acquisto (o.p.a.) in Belgio, Riv. Soc. 1969.
- FENGHI, FRANCESCO, L'O.P.A. in Italia, Riv. Soc. 1969.
- FERRARA JR., Gli imprenditori e le società, Milano, 1970.
- FRE, GIANCARLO, Società per azioni, Roma, 1966.
- GORE-BROWNE (ed. Boyle and Sykes) — On companies, London, 1972.
- GOWER, L.C.B., The principles of modern company law, London, 1969.
- GROSSKOMMENTAR AKTIENGESETZ, Berlin.
- HENN, HENRY, Law of corporations, St. Paul, 1970.

- HIRSCH, ALAIN, La cession du contrôle d'une société anonyme: responsabilité des administrateurs envers les actionnaires, in *Lebendiges Aktienrecht, Festgabe für Brugi*, Zurich, 1971.
- KÖLNER KOMMENTAR ZUM AKTIENGESETZ, Köln.
- LEMPEREUR, CLAUDE, Les offres publiques d'acquisition en Belgique, *Riv. Soc.* 1976.
- MALAN, FRANÇOIS — Les offres publiques d'achat; l'expérience anglaise, Paris, 1969.
- MARCHETTI, PIERGAETANO, L'offerta pubblica di acquisto in Italia, *Riv. Soc.* 1971.
- MARCHETTI, PIERGAETANO, La nuova disciplina francese dell'o.p.a. minoritaria e della cessione del pacchetto di controllo, *Riv. Soc.* 1971.
- MC CHARTRY, GEORGE, *Acquisitions and mergers*, New York, 1963.
- MENGGONI, LUIGI, La divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista, *Riv. Soc.* 1959.
- MENGGONI, LUIGI, Ancora sulla divisione ereditaria dei pacchetti azionari di controllo, *Riv. Soc.* 1959.
- MINERVINI, GUSTAVO, Un take-over clamoroso alle porte di casa nostra, *R.D.C.* 1969.
- MORIN, DESMOND e CHIPPINDALE, WARREN, *Acquisitions and mergers in Canada*, Toronto, 1970.
- NUNZIANTE, Vendita di azioni e trasferimento del controllo di società negli Stati Uniti, *R.D.C.* 1957.
- ORSI, La divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista, *Monit. Tri.* 1958.
- PASTERIS, CARLO, Il «Controllo» nelle società collegate e le partecipazioni reciproche, Milano, 1957.
- RICCI, DENIS e GLOSSNER OTTOARNT, *Einführung in Zweigniederlassungen und Tochtergesellschaften in Gemeinsamen Markt*, Baden-Baden, 1964.
- ROBLIN, L, *Les O.P.A.*, Offres publiques d'achat, Paris, 1969.
- ROSTOW, EUGENE, To whom and for what ends is corporate management responsible?, in *The corporation in modern society*.
- SAMUELS, J.M. (ed.), *Readings on mergers and takeovers*, London, 1972.
- STAMP, EDWARD e MARLEY, CHRISTOPHER, *Accounting principles and the City Code*, London, 1970.
- SIMONETTO, ERNESTO, Successione ereditaria e plusvalore della partecipazione azionaria di controllo, *Riv. Soc.* 1960.
- TROCHU, Les offres publiques d'achat. *R.T.D. Com.* 1967.
- VANHAECKE, MICHEL, *Les groupes de sociétés*, Paris, 1959.
- WEINBERG, M.A., *Take-overs and amalgamations*, London, 1963.

- WESSLY, LUTZ, Mehrheit und Minderheit in der Aktiengesellschaft unter besonderer Berücksichtigung des Rechts der verbundenen Unternehmen, Frankfurt, 1971.
- WURDINGER, HANS, Aktien — und Konzernrecht, Karlsruhe, 1973.
- YOUNG, RICHARD — Mergers and Acquisitions: planning and action, New York, 1963.