

*Pedro Alexandre Mota Magalhães*



**O Papel Dos Administradores Quando a Sociedade Que  
Administram é Alvo De uma OPA**

**Dissertação de Mestrado**

Orientador: Mestre Daniela Baptista

**Faculdade de Direito da Universidade Católica do Porto  
Mestrado em Direito e Gestão**

21 de Novembro de 2012



## **AGRADECIMENTOS**

Antes de mais, gostaria de dirigir os meus agradecimentos iniciais à minha orientadora, a professora Daniela Baptista, por toda a disponibilidade demonstrada na elaboração desta dissertação, bem como por todo o conhecimento que me transmitiu.

Um agradecimento aos meus pais, pelo entusiasmo e apoio que me deram ao longo de toda a minha vida académica e sem os quais não seria possível a realização do mestrado.

Aos meus amigos, um obrigado pelos incentivos e palavras solidárias, que me deram força e motivação para concluir a presente dissertação.

Um agradecimento especial ao meu padrinho, Manuel Magalhães, por todas as horas que despendeu comigo, nos nossos debates jurídicos, os quais se demonstraram bastante úteis para a realização da presente.

Por último, aos meus colegas do escritório do Dr. Victor Faria, por me terem assegurado a gestão dos prazos, durante o tempo que me ausentei para a elaboração deste trabalho.

## ÍNDICE

|  |    |
|--|----|
| ABREVIATURAS .....   | 1  |
| INTRODUÇÃO .....   | 2  |
| 1 CAPÍTULO I – A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO: CONSIDERAÇÕES GERAIS ..... | 3  |
| 1.1 Conceitos e Procedimentos .....                                      | 3  |
| 1.2 Importância da OPA .....   | 4  |
| 1.3 Sociedades Abertas .....   | 7  |
| 2 CAPÍTULO II – A ADMINISTRAÇÃO DA SOCIEDADE NA PENDÊNCIA DA OPA .....   | 11 |
| 2.1 O movimento de <i>corporate governance</i> .....                     | 11 |
| 2.2 Deveres da sociedade visada .....                                    | 14 |
| 2.3 Limitação dos poderes da sociedade visada .....                      | 16 |
| 2.3.1 Restrições à gestão da sociedade .....                             | 16 |
| 2.3.2 Restrições à intervenção no mercado .....                          | 20 |
| 2.3.3 Início e fim da limitação dos poderes .....                        | 21 |
| 2.4 O administrador independente .....                                   | 22 |
| 2.5 Responsabilidade dos administradores .....                           | 27 |
| 3 CAPÍTULO III – COMPORTAMENTO DEFENSIVO DA ADMINISTRAÇÃO .....          | 31 |
| 3.1 Medidas Preventivas .....  | 32 |
| 3.1.1 <i>Golden Parachute</i> .....                                      | 32 |
| 3.1.2 Limitações ao exercício dos direitos de voto .....                 | 33 |
| 3.1.3 Estabilidade do órgão de administração .....                       | 35 |
| 3.2 Medidas reativas .....   | 36 |
| 3.2.1 OPA concorrente ( <i>White Knight</i> ) .....                      | 36 |
| 3.2.2 Contra-OPA ( <i>Pac-man defense</i> ) .....                        | 39 |
| 3.2.3 Alienação de joias da coroa ( <i>crown jewels</i> ) .....          | 40 |
| CONSIDERAÇÕES FINAIS .....   | 42 |
| BIBLIOGRAFIA .....   | 43 |

## ABREVIATURAS

|           |   |
|-----------|---|
| ANC       | - Autoridade Nacional da Concorrência                       |
| Art(s).   | - Artigo(s)   |
| BCP       | - Banco Comercial Português, S.A.                           |
| BPI       | - Banco BPI, S.A.   |
| CEO       | - Chief Executive Officer                                   |
| Cfr.      | - Confronte   |
| City Code | - City Code on Takeovers and Mergers                        |
| CRP       | - Constituição da República Portuguesa                      |
| CSC       | - Código das Sociedades Comerciais                          |
| CMVM      | - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários                |
| Cod. MVM  | - Código do Mercado de Valores Mobiliários                  |
| CVM       | - Código dos Valores Mobiliários                            |
| Nº        | - Número  |
| Ob. cit.  | - Obra citada anteriormente                                 |
| OCDE      | - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico |
| OPA       | - Oferta Pública de aquisição                               |
| P(p).     | - Página(s)   |
| SAD       | - Sociedade Anónima Desportiva                              |
| S(s).     | - Seguinte(s)   |

## INTRODUÇÃO

Com a realização deste trabalho, pretendemos elaborar um estudo sobre a atuação dos administradores de uma sociedade visada. Quando a sociedade é alvo de uma OPA, quebra-se o clima de estabilidade e concordância, que deve reinar no seio de qualquer sociedade, tendo cada grupo de pessoas uma opinião distinta sobre o rumo a dar à OPA, ou seja, eventualmente os administradores irão querer que esta tenha um desfecho, e os acionistas outro (e mesmo dentro do grupo dos acionistas irá haver os que desejam o seu sucesso e outros que preferem que esta se frustre). Com este cenário em consideração, e caso a lei não limitasse o poder do órgão de administração da sociedade visada, os administradores estariam numa posição privilegiada para impor a sua vontade, uma vez que têm conhecimento de tudo o que rodeia a sociedade. Neste trabalho iremos analisar as limitações impostas pela lei à administração opada, bem como os comportamentos que esta pode ou não adotar perante este cenário.

Primeiramente, iremos expor uns conceitos prévios fundamentais para se entender melhor as temáticas abordadas no presente trabalho, nomeadamente a definição de OPA e qual a sua importância.

Seguidamente, passamos a enunciar as exigências impostas por lei ao comportamento da administração opada na pendência da OPA, levantando algumas questões, nomeadamente: a questão de se saber se os administradores independentes, nos moldes atuais, desenvolvem um papel relevante ou não; se no decorrer da oferta se deveria recorrer a entidades externas para assegurar uma maior transparência e igualdade no processo, entre outras.

Por último, iremos expor um conjunto de medidas defensivas que estão ao dispor do órgão de administração, para tentarem inviabilizar a OPA, e analisar se estas trazem vantagens ou não para os acionistas, analisando se deverão ou não ser adotadas.

## 1 CAPÍTULO I – A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO: CONSIDERAÇÕES GERAIS

### 1.1 Conceitos e Procedimentos

Previamente à análise do papel dos administradores da sociedade visada<sup>1</sup>, afigura-se útil relembrar e esclarecer alguns conceitos fundamentais, os quais serão invocados no decorrer deste trabalho, considerando-se, por isso, metodologicamente adequado o seu conhecimento. Decorre deste pressuposto, antes de mais, a importância de definir o conceito de OPA. Segundo o art. 2º alínea a) da 13ª *Diretiva* em matéria de direito das sociedades relativas às ofertas públicas de aquisição<sup>2</sup>, a OPA é definida como “*uma oferta pública (que não pela sociedade visada) feita aos titulares de valores mobiliários<sup>3,4</sup> de uma sociedade para adquirir a totalidade ou uma parte desses valores mobiliários, independentemente de essa oferta ser obrigatória<sup>5</sup> ou voluntária, na condição de ser subsequente à aquisição do controlo da sociedade visada ou ter como objetivo essa aquisição do controlo nos termos do direito nacional*”.

Do exposto, se infere que existem vários tipos de OPA<sup>6</sup>, mas o âmbito deste trabalho centra-se exclusivamente nas OPA hostis<sup>7</sup>, pois é neste tipo de aquisições que o papel da administração assume um relevo superior<sup>8</sup>.

---

<sup>1</sup> Quando uma sociedade é alvo de uma OPA, esta passa a ser designada por sociedade visada, e por consequência, o sujeito que a lança designa-se por oferente.

<sup>2</sup> Apesar de também ser denominada por Diretiva das OPAs, sendo praticamente referida deste modo nas obras da especialidade. Para uma análise mais aprofundada sobre esta diretiva, cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “A 13.ª diretiva do direito das sociedades”, disponível em [http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe\\_artigo.aspx?idc=30777&idsc=45841&ida=48796](http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=45841&ida=48796).

<sup>3</sup> Sobre o conceito de valores mobiliários *Vide* CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, “Valores Mobiliários – Conceito e Espécies”, 2ª Edição, Universidade Católica, Porto, 1998, pp. 9-66.

<sup>4</sup> Na nossa lei podemos encontrar exemplos de valores mobiliários no artigo 1º do CVM.

<sup>5</sup> Sobre as OPA obrigatórias *Vide* JORGE BRITO PEREIRA, “A OPA Obrigatória”, Almedina, 1998.

<sup>6</sup> Relativamente aos diferentes tipos de OPA *Vide* JOÃO CUNHA VAZ, “As OPA na União Europeia Face ao Novo Código dos Valores Mobiliários”, Almedina, 2000, pp. 26-32.

<sup>7</sup> Ofertas de aquisição lançadas contra a vontade da administração da sociedade visada. Contudo, e como refere Teixeira Garcia: “não significa que se trate de uma oferta em que os métodos utilizados sejam ilícitos. Trata-se tão só de uma expressão que visa assacar uma carga negativa a um tipo de oferta que é perfeitamente natural”. Cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, “OPA: Da Oferta Pública de Aquisição e o seu Regime Jurídico”, Coimbra Editora, 1995, nota 190, p. 84.

Releva ainda mencionar que uma OPA não se esgota numa única transação, mas implica uma série de passos distintos tipificados na lei (ou seja, é um processo), entre os quais se destacam<sup>9</sup>: o registo prévio<sup>10</sup> (art. 114º nº 2 CVM), a elaboração e publicação de um anúncio preliminar (art. 175º CVM) bem como de um prospeto<sup>11</sup> por parte da oferente (art. 134º e 140º CVM), além da elaboração e divulgação de um relatório por parte da administração da sociedade visada (art. 181º CVM), bem como da declaração de aceitação (art. 126º CVM). Quando em presença de OPAs relativas a valores mobiliários em que seja exigível prospeto, as mesmas devem ser realizadas com a intervenção de intermediário financeiro (art. 113º CVM). Relativamente ao prazo da oferta, este pode variar entre 2 e 10 semanas, não obstante a prorrogação que pode (ou não) ser concedida pela CMVM<sup>12</sup> (art. 183º CVM).

## 1.2 Importância da OPA<sup>13</sup>

Uma das características mais importantes de uma OPA é o facto de esta estratégia permitir ao oferente adquirir o domínio<sup>14,15</sup> de uma sociedade agindo diretamente com os

---

<sup>8</sup> Nas palavras de Menezes Cordeiro, a OPA não é hostil em relação aos acionistas, para estes até é bastante atrativa (uma vez que o preço que a oferente oferece é superior à cotação de mercado). Contudo, na perspetiva da administração da sociedade visada é que poderemos estar na presença de uma verdadeira OPA hostil uma vez que o sucesso daquela oferta poderá resultar (o que se verifica na maior parte das vezes) na sua destituição. Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Da Tomada de Sociedades (Takeovers): Efetivação, Valoração e Técnicas de Defesa” in Revista da Ordem dos Advogados, Dezembro 1994, ano 54, Volume III, p. 767.

<sup>9</sup> Vide AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, ob. cit., pp. 129-208; JORGE BRITO PEREIRA, ob. cit., p. 24.

<sup>10</sup> Não confundir com o registo de titularidade (arts. 74º e 80º nº 1 CVM) ou com o registo de emissão elaborado no intermediário financeiro (art. 43º). Consiste num registo de supervisão, de modo a que a CMVM assegure e controle toda a legalidade da oferta.

<sup>11</sup> Contudo, o prospeto pode ser dispensado nos casos previstos no art. 134º nº 2 alíneas a) a c) CVM.

<sup>12</sup> No primeiro sentido cfr.: Comunicado da CMVM de 01/03/2010 sobre OPA a clientes do BPP; Comunicado da CMVM de 24/04/2009 sobre a OPA a VAA VISTA ALEGRE ATLANTIS, disponível em <http://www.cmvm.pt>; No segundo sentido cfr. Acórdão do Tribunal Central Administrativo Sul, Processo: 06029/10 de 02/06/2010, disponível em <http://www.dgsi.pt/>.

<sup>13</sup> Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ob. cit., pp. 762-766.

<sup>14</sup> É certo que nem sempre uma OPA tem como objetivo o domínio da sociedade visada, mas no escopo deste trabalho só esse propósito será alvo de estudo. Para uma análise dos diferentes objetivos de uma OPA vide: AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, ob. cit., nota 73, p. 38; LUÍS FRAGOSO, A OPA Inibitória e a limitação de poderes da sociedade visada – O art. 182.º do CVM”, Verbo Jurídico, 2005, pp. 9-10, disponível em <http://www.verbojuridico.com>;

seus verdadeiros donos (acionistas), ignorando, deste modo, o seu grupo de gestão e controlo (administração). Como efeito direto desta característica, o oferente evita o *ramassage* (compra sistemática de ações da sociedade visada) e os inconvenientes que lhes estão associados. O *ramassage* implica uma sucessão de compras dos valores mobiliários, durante um período indeterminável e por um preço imprevisível (consoante a sua cotação no mercado)<sup>16</sup>. Do exposto anteriormente, pode concluir-se que este comportamento não interessa a quem objective adquirir o domínio de uma sociedade, pois para além de ser um procedimento moroso e de elevados custos, na pior das hipóteses o adquirente pode acabar por adquirir um pacote de ações que lhe seja insuficiente para alcançar o tão almejado domínio.

Contrariamente ao *remassage*, a OPA é dirigida a todos os titulares de valores mobiliários cuja aquisição seja pretendida, colocando esses titulares em posição de paridade, uma vez que as condições oferecidas são iguais, não ficando uns prejudicados em detrimento de outros<sup>17</sup>. Esta característica da OPA configura duas vantagens imediatas. Primeiro, este tipo de aquisição permite valorizar os títulos dos acionistas, uma vez que estes serão adquiridos a um preço superior ao ditado pelo mercado<sup>18,19</sup>. Segundo, possibilita também que os seus custos sejam previamente determinados (uma vez que vigora o princípio da estabilidade da oferta<sup>20</sup>) e garante que se a OPA for bem-sucedida, o oferente fica na posição que pretendia aquando do lançamento da mesma, além de proporcionar

---

<sup>15</sup> Relativamente à definição de relação de domínio (entre sociedades) *Vide* JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, “Os grupos de Sociedades – Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária”, Almedina, Coimbra, 1993, pp. 351 e ss.

<sup>16</sup> Cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, ob. cit., p. 17.

<sup>17</sup> Podemos verificar a exigência do cumprimento deste princípio de igualdade no art. 197º CVM. Cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, ob. cit., p.238.

<sup>18</sup> O valor pago a mais pelos títulos que permitem obter o domínio da sociedade é designado por prémio de controlo.

<sup>19</sup> De referir que nada obriga a que o valor da oferta seja superior ao valor da sua cotação bolsista, mas uma vez que os acionistas pretendem realizar mais-valias com a alienação das suas participações, é fácil concluir que se a oferta fosse inferior ao valor que eles poderiam obter através da venda no mercado regulamentado, estes iriam declinar a oferta e vender as suas participações por esse valor, ficando deste modo a OPA destinada ao fracasso. Com isto em mente, os oferentes tendem a propor um valor mais elevado pelas ações, configurando assim o tal prémio de controlo, com vista a uma maior probabilidade de sucesso da OPA.

<sup>20</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 2ª Edição, Almedina, 2011, p.586 e ss.

uma maior transparência<sup>21</sup>, uma vez que ele pode vincula-la a uma determinada percentagem mínima de aceitação.

Outro aspeto importante da OPA é o facto de através deste instituto jurídico ser possível rentabilizar a sociedade visada, introduzindo alterações na qualidade de gestão e eventualmente na própria administração. Uma sociedade que esteja a ser mal administrada tem grande probabilidade de vir a ser alvo de uma OPA, pois será vista como uma oportunidade de negócio bastante apetecível uma vez que o oferente tem a consciência que conseguiria maximizar o respetivo lucro.

Sendo o objetivo dos acionistas obter mais-valias, eles tendem a aceitar a proposta do oferente, funcionando desta forma a OPA como um incentivo a que os administradores atuem sempre com uma *performance* elevada no que toca à gestão da sociedade, na medida que os acionistas têm sempre a possibilidade de aceitar a oferta o que fará com que, muito provavelmente, o oferente obtenha o controlo da sociedade e substitua os órgãos de administração. Em consequência deste facto, e citando João Cunha Vaz: *“A OPA proporciona uma seleção das sociedades mais competitivas, assegurando uma melhor distribuição dos recursos produtivos, uma vez que pode proporcionar a substituição dos administradores ineficazes por pessoas mais inovadoras e competentes, com benefícios para o meio empresarial e para a economia em geral.”*<sup>22</sup>

Deste modo, é fácil identificar que na presença de uma OPA os acionistas – que pretendem realizar mais-valias com a venda das suas ações – e administradores têm desejos diferentes quanto ao seu desfecho, sendo que os primeiros pretendem que se realize, e os últimos que esta seja gorada. Tendo em conta esta dualidade de interesses, tornou-se imperativo a intervenção do legislador com o objetivo de proteger os interesses dos acionistas (como já referido anteriormente, são estes os verdadeiros “donos” da sociedade), limitando os poderes do órgão de administração, bem como impondo-lhe certos comportamentos, na pendência de uma OPA, assegurando deste modo que aqueles se possam pronunciar sobre a oferta, escolhendo a opção que lhes seja mais favorável, evitando o risco de a operação ficar frustrada *a priori* como eventualmente desejariam os administradores. Contudo, a lei também permite que o órgão de administração tome

---

<sup>21</sup> Cfr. JOÃO CUNHA VAZ, ob. cit., p. 24.

<sup>22</sup> Cfr. JOÃO CUNHA VAZ, ob. cit., p. 23.

medidas lícitas de defesa contra uma OPA (medidas anti-OPA), cabendo no escopo deste trabalho a análise do comportamento por parte do órgão de administração da sociedade visada.

Resumindo, a OPA<sup>23</sup>: permite que a sociedade visada seja adquirida contornando a vontade da administração; que a totalidade dos acionistas realize mais-valias com a venda das suas ações, uma vez que todos são tratados por igual; torna a sociedade visada mais eficiente atuando como um estímulo para que esta seja melhor administrada ou reestruturando-a de modo a que se torne mais dinâmica; no caso de a oferente ser uma sociedade, permite que esta cresça quer na horizontal quer na vertical; induzir benefícios, não só à sociedade como à própria economia, pois possibilita que se substitua uma administração menos capaz por outra mais competente; por último, baseia-se em dois princípios essenciais, o da igualdade de tratamento e o da estabilidade da oferta.

### 1.3 Sociedades Abertas<sup>24</sup>

Este capítulo inicial não poderia concluir-se sem fazer referência às sociedades abertas, tanto mais que são as entidades emissoras de valores mobiliários, inclusive as ações, que permitem a obtenção do controlo da sociedade, quando detidas em determinadas percentagens<sup>25</sup>.

O art. 13º do CVM define como sociedades abertas, aquelas que encontram o seu capital social aberto ao investimento do público. Pela análise das alíneas b) e c) do supra mencionado artigo, torna-se evidente que a lei considera como abertas as sociedades emittentes de ações ou de outros valores mobiliários, ou seja, as sociedades que tenham as suas ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. Tendo as suas ações

---

<sup>23</sup> Cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, ob. cit., p.19-20 e JOÃO CALVÃO DA SILVA, "Oferta Pública de Aquisição (OPA): objeto" in Estudos de Direito Comercial, Coimbra, 1996, p.210.

<sup>24</sup> Iremos apenas fazer uma sumula dos aspetos mais importantes deste tipo de sociedades, pois entendemos ser pertinente ter essa noção para compreender melhor as obrigações impostas à administração deste tipo de sociedades (que podem ser alvo de uma OPA, pois são emissoras de valores mobiliários). Para um estudo mais aprofundado *Vide* PAULA COSTA E SILVA, "Direito dos Valores Mobiliários – Relatório", Coimbra Editora, 2005, pp. 227 e ss.

<sup>25</sup> O CMV no seu art. 187º nº1, presume que controla a sociedade quem detiver pelo menos 1/3 dos direitos de voto correspondentes ao capital social. Por este raciocínio, podemos concluir que a Lei considera que domina a sociedade aberta quem domina os direitos de voto.

admitidas à negociação em mercado secundário<sup>26,27</sup>, estas sociedades podem ser alvo de uma OPA, ou dizendo de outra forma, só as sociedades abertas podem ser alvo de uma OPA, daí que seja importante conhecer os aspetos essenciais do respetivo regime jurídico, sendo este um regime rigorosíssimo, uma vez que existem diversos interesses conflitantes que têm de ser protegidos.

Como foi referido anteriormente, a administração de uma sociedade está sujeita a um conjunto muito rigoroso de regras e comportamentos<sup>28</sup>, destacando-se o dever de obediência a um princípio da igualdade e um princípio da transparência.

### **a) O princípio da igualdade de tratamento**

Tal como é devida observância ao princípio da igualdade pelo oferente de uma OPA, também à administração da sociedade cotada incumbe respeitar este princípio no tratamento dos titulares de valores mobiliários, pertencentes à mesma categoria, emitidos pela sociedade, conforme vem consagrado no art. 15º do CVM<sup>29</sup>. Este princípio deve também ser observado no tratamento dos diversos oferentes, ou seja, o órgão de administração da sociedade visada, não pode favorecer um oferente em detrimento de outro, nomeadamente através do fornecimento de informações relativas à sociedade, devendo desempenhar um papel semelhante relativamente a todos<sup>30</sup>.

### **b) Princípio da transparência**

Outra das obrigações impostas aos membros da administração é a obrigação de não ocultarem informações relevantes aos detentores dos seus valores mobiliários, bem como ao mercado – regulado pela CMVM – podendo mesmo incorrer em contraordenações de

---

<sup>26</sup> Importa reter que também podem ser adquiridas em mercado principal, uma vez que a Lei prevê que obtêm a categoria de sociedades abertas as que se tenham constituído através de oferta pública de subscrição. “Quando um título financeiro é oferecido pela primeira vez ao público, diz-se que ele é vendido no mercado primário. As transações posteriores do título entre diferentes investidores são feitas no mercado secundário”, cfr. CESALTINA PIRES, “Mercados e Investimentos financeiros”, 2ª edição, Escolar Editora, 2008, p. 9.

<sup>27</sup> Para um estudo mais aprofundado sobre a distinção entre mercado primário e secundário, vide ANTÓNIO S. GOMES MOTA, et alii. “Mercados de Títulos, uma abordagem integrada”, 2ª Edição, Texto Editora, 1991, pp. 22 e ss.

<sup>28</sup> A analisar com maior profundidade no Capítulo II.

<sup>29</sup> Na Lei podemos encontrar diversas demonstrações deste princípio, nomeadamente nos arts. 112º, 197º do CVM e 321º do CSC.

acordo com o art. 390º do CVM caso não as cumpram, exigindo-se assim uma transparência no desempenho das suas funções. Para que os acionistas possam tomar decisões sobre o que fazer com as suas ações, ou no caso dos investidores, saber se adquirir ações de determinada sociedade é um bom negócio ou por seu turno uma aposta ruinosa, é necessário que ambos tenham acesso a toda a informação relevante.

Uma vez que estamos a falar de investimentos que muitas vezes atingem expressivos milhares de euros (no caso de uma OPA por exemplo) é impensável que tais decisões sejam tomadas levianamente, ou seja, sem saber de forma objetiva e abrangente, o que se passa realmente no seio da empresa, sendo imprescindível o acesso a toda a informação relevante. Deste modo, mostra-se importante definir o que se entende por informação relevante. Por exemplo, quando uma SAD de futebol faz um investimento avultadíssimo na contratação de um jogador, tem a obrigação de comunicar esse facto à CMVM<sup>31</sup>, uma vez que é uma operação que terá um grande impacto nas finanças da sociedade, e os acionistas e investidores têm toda a legitimidade de estarem ao corrente dessa informação, em ordem a poderem tomar uma decisão consciente e ponderada sobre o rumo a dar aos seus investimentos. Se tal informação não fosse divulgada, apenas um número diminuto de pessoas saberia do negócio, circunstância que se traduzia na violação simultânea dos princípios da igualdade e da transparência<sup>32</sup>.

Acresce, também, em importância, a necessidade de saber filtrar a informação, selecionando a que se considera relevante para efeitos de conhecimento do mercado. Tomando como comparação a mencionada SAD, se esta comunicasse à CMVM cada ato normal de gestão, como por exemplo a contratação de uma empresa para cortar a relva dos seus relvados, estaria a “entupir” o mercado com informação fútil e irrelevante podendo “camuflar”, desse modo, informações verdadeiramente significantes e qualitativas, não sendo assim alcançada a pretendida transparência<sup>33</sup>.

---

<sup>30</sup> Cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, ob. Cit., p. 238.

<sup>31</sup> Cfr. art. 248º nº 1 alíneas a) e b) do CVM.

<sup>32</sup> Um bom exemplo desta realidade, são os recentes casos das contratações de HULK e Witsel para o clube russo Zenit de São Petersburgo, em que a CMVM ordenou que os clubes Futebol Clube do Porto e Sport Lisboa e Benfica, divulgassem os valores exatos das referidas contratações.

<sup>33</sup> Citando Paula Costa e Silva, “Este mercado apenas se protege com transparência, traduzindo-se esta, uma vez mais, na circulação de informação considerada relevante.” Cfr. PAULA COSTA E SILVA, ob. cit., p. 236.

Estes princípios assumem uma importância mais acentuada nos casos de uma OPA, pois nestes casos os membros da administração da sociedade visada encontram-se em situação que configura um conflito de interesses, ou seja, por um lado confrontam-se com a procura de salvaguardar os seus interesses pessoais, querendo conservar os seus postos de trabalho, o que muito provavelmente não acontecerá se a OPA for bem-sucedida, conquanto de outro lado, está o interesse da sociedade e seus acionistas, que têm a ambição de maximizar o valor das suas ações e conseqüentemente realizar mais-valias com as suas transações. Decorre do exposto a importância em limitar os poderes da administração<sup>34</sup> nestes casos.

Para concluir esta breve análise das sociedades abertas e para podermos passar ao capítulo seguinte deste trabalho, releva mencionar que da mesma forma que uma sociedade pode adquirir o estatuto de sociedade aberta, também o pode perder, desde que para isso estejam reunidos os pressupostos enunciados no art. 27º do CVM.

---

<sup>34</sup> Temática que será abordada mais à frente neste trabalho. *Vide* ponto 2.3.

## 2 CAPÍTULO II – A ADMINISTRAÇÃO DA SOCIEDADE NA PENDÊNCIA DA OPA

### INTRODUÇÃO

Durante a pendência da OPA, os intervenientes estão sujeitos a uma série de deveres e princípios de conduta<sup>35,36</sup>. Uma vez que as OPA representam uma “ameaça” real para a administração das sociedades visadas, estas sentir-se-ão tentadas a utilizar todos os mecanismos ao seu alcance para inviabilizar o sucesso da OPA, sendo fundamental a intervenção de uma entidade reguladora<sup>37</sup> e do legislador, assegurando-se, deste modo, que a administração não utiliza os seus poderes de uma forma perversa e garantindo-se que os interesses dos acionistas ficam salvaguardados, nomeadamente, dando-lhes a possibilidade de participarem ativamente no desenrolar da oferta, para que sejam estes (os verdadeiros donos da sociedade) a escolher o respetivo rumo. Face ao exposto, neste capítulo iremos enunciar e desenvolver os deveres e princípios de conduta exigidos aos membros do órgão de administração da sociedade visada.

#### 2.1 O movimento de *corporate governance*<sup>38</sup>

Nas grandes sociedades, os acionistas encontram-se distanciados da gestão da sociedade, tendo muitas vezes acesso apenas à informação que o órgão de administração lhes disponibiliza, ocupando este órgão um lugar privilegiado para poder falsear, ou manipular essa informação, escamoteando a real situação da empresa. Tendo em conta esta dissociação entre administração e acionistas, tornou-se essencial a criação de um conjunto de regras e princípios que pudessem mitigar este poder que o órgão de administração

---

<sup>35</sup> Irei-nos focar apenas no papel da administração da sociedade visada, não sendo abrangidas pelo âmbito deste trabalho as obrigações impostas ao oferente.

<sup>36</sup> Os princípios da igualdade e transparência já foram mencionados nas alíneas a) e b) do ponto 1.3, quando abordamos a temática das sociedades abertas.

<sup>37</sup> De notar que para além da CMVM, também a ANC tem um papel importante na regulação das OPA, podendo mesmo inviabilizar a operação se entender que esta coloca em risco as Leis da concorrência. Para um melhor entendimento deste assunto *Vide* ABEL MOREIRA MATEUS, “As Ofertas Públicas de Aquisição e a Lei da Concorrência” in *Direito dos Valores Mobiliários - Volume IX*, Coimbra Editora, 2009, pp. 115 e ss.

<sup>38</sup> Para um estudo mais completo cfr. “Os Princípios da OCDE sobre Governo das Sociedades”, 2004, disponível em <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>; MARCO BECHT, et alii, “Corporate Governance and Control”, ECGI - Finance Working Paper nº 02/2002, 2002 disponível em <http://ssrn.com/abstract=343461>.

detém, tendo-se verificado em Portugal, no final do séc. XX (Outubro de 1999 mais concretamente), o aparecimento dos primeiros indícios do movimento de *corporate governance*, com a aprovação pela CMVM das primeiras recomendações relativamente às regras de conduta a observar por parte da administração das sociedades abertas.

Paulo Olavo Cunha<sup>39</sup> define *corporate governance* (governo da sociedade anónima aberta), como: “o conjunto de regras e princípios que a administração de uma sociedade anónima aberta deve respeitar no exercício da respectiva actividade; e que se caracteriza por incluir regras que visam tornar transparente a administração da sociedade, definir a responsabilidade dos respectivos membros e assegurar que na mesma se reflectem as diversas tendências accionistas”.

O *corporate governance* lida com as decisões tomadas a nível da administração e com os mecanismos que assegurem que as decisões tomadas por esta estão em sintonia com os objetivos da sociedade e dos seus *shareholders*<sup>40</sup> e comporta duas vertentes, uma interna e outra externa. A primeira, engloba o conjunto de regras relativas à organização interna da sociedade cotada. A aceção externa, por sua vez, “*reporta-se à avaliação sobre o desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, domínio em que a atuação dos investidores institucionais apresenta importância capital*”<sup>41</sup>.

Contudo, apesar de existirem estas regras de conduta, na sua maioria não são vinculativas, encontrando-se, por isso no domínio da chamada *soft law*, ou seja, são regras que as sociedades concordam em adotar, não por estarem juridicamente vinculadas a elas, mas pelo simples facto de quererem dar conhecimento aos mercados que cumprem as referidas regras, esperando com isso um reconhecimento por parte dos mesmos e consequentemente afirmarem a sua posição. Neste sentido, a CMVM tem vindo a divulgar diversas recomendações, e existe hoje um novo Regulamento<sup>42</sup> sobre o Governo das Sociedades Cotadas, tendo em conta a atual situação de crise financeira.

---

<sup>39</sup> Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, “Direito das Sociedades Comerciais”, 4ª Edição, Almedina, 2010, p. 575.

<sup>40</sup> Cfr. PETER O. MÜLBERT, “Corporate Governance of Banks” in Direito dos Valores Mobiliários - Volume X, Coimbra Editora, 2011, p. 505.

<sup>41</sup> Vide Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, Setembro de 2007, disponível em <http://www.cmvm.pt>.

<sup>42</sup> Regulamento nº 1/2010, de 8 de Janeiro de 2010, que veio revogar o Regulamento nº 1/2007.

Numa situação de OPA é notória a necessidade de regular o papel do órgão de administração, tendo este que agir pondo de parte as aspirações pessoais dos seus membros e adotando uma postura que permita zelar pelos interesses da sociedade, não interferindo no decorrer da mesma, para seu próprio benefício. Contudo, nem sempre é fácil aferir o interesse social, pelo que é de vital importância que as decisões relativas ao sucesso, ou fracasso da OPA, passem pelos acionistas (verdadeiros donos da sociedade) e não pelo órgão de administração, sendo, para o efeito, os poderes destes últimos limitados na pendência da oferta (como veremos mais à frente)<sup>43</sup>.

O próprio art. 64º do CSC na sua alínea b), consagra que os administradores da sociedade devem, no exercício das suas funções, atuar com lealdade atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores. Com esta redação podemos verificar uma dissociação entre interesse dos sócios e interesse da sociedade na pendência de uma OPA. Tomemos a seguinte situação como exemplo. Se a sociedade X for alvo de uma OPA - operação que é do agrado dos seus acionistas, que pretendem um desfecho lucrativo da mesma - e o seu órgão de administração tiver conhecimento que o oferente pretende despedir um número avultado de trabalhadores, colocar-se-ia a questão de como deveria a administração lidar com esta situação: ou tentava inviabilizar a oferta, salvando desta forma os postos de trabalho dos seus trabalhadores, ou, por seu turno, fazia tudo o que estava ao seu alcance para viabilizar a OPA, acedendo assim aos desejos dos seus acionistas. A solução, à luz do nosso sistema jurídico, é fácil: nenhuma das duas hipóteses.

A administração, como já referimos, deve abster-se de tomar qualquer decisão relativamente ao sucesso ou fracasso da OPA, deixando nas mãos dos seus acionistas o destino a dar à oferta, limitando a lei, para este efeito, o poder desta. O que única e

---

<sup>43</sup> Lembremo-nos da OPA da Microsoft à Yahoo! de 1 de Fevereiro de 2008. No caso em apreço, o CEO da Yahoo! (Jerry Yang) e seu cofundador, recusou a oferta de \$33 por ação realizada pela Microsoft, alegando que se a sua empresa se mantivesse independente conseguiria gerar dividendos superiores a \$33 por ação e que, por isso, a aceitação da oferta não seria do interesse dos acionistas (de lembrar que na altura as ações da Yahoo! estavam a ser transacionadas a apenas \$19). Em virtude do sucedido, os acionistas da Yahoo! não gostaram que o seu CEO recusasse a oferta e, em Agosto de 2008 mais de 2/3 votaram contra a sua reeleição, o que levou a que este abandonasse o cargo em Novembro do mesmo ano. Cfr. DAVID BESANKO, et alii, "Economics of Strategy – International Student Version", Fifth Edition, John Wiley & Sons, 2010, p. 75.

exclusivamente o órgão de administração pode fazer<sup>44</sup>, é informar os acionistas das repercussões que o sucesso da oferta pode vir a gerar na sociedade. Com o exposto anteriormente, podemos concluir<sup>45</sup> que o afastamento entre os interesses dos sócios e o interesse da sociedade, que vem subentendido no exposto na alínea b) do art. 64º do CSC, não parece ser o mais feliz, uma vez que estes devem convergir e não divergir. Outra ilação que podemos retirar, parece-nos ser o facto de o legislador atribuir menos importância ao interesse social do que ao interesse dos acionistas aquando de uma OPA, pois não sendo estes necessariamente convergentes, o legislador ao limitar o poder de atuação do órgão de administração da sociedade visada está a dar primazia ao interesse destes últimos, considerando que por mais ínfimas que sejam as suas participações, estes têm o direito de as vender ao melhor preço possível<sup>46</sup>.

Concluindo, tendo em conta os diversos interesses em presença aquando do lançamento de uma OPA, tornou-se essencial a criação de um conjunto de regras relativas ao governo das sociedades com as suas ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, certificando-se deste modo que a administração não poderá impor a sua vontade, moldando a seu bel-prazer o desfecho da oferta. O movimento de *corporate governance* também se rege pelo princípio da autorregulação, ou seja, sempre que o legislador não haja imposto determinadas regras ou princípios de conduta relativos à gestão da sociedade, ficam os seus membros com o livre arbítrio de escolher aquelas que melhor se adequem aos seus objetivos<sup>47</sup>.

## 2.2 Deveres da sociedade visada<sup>48</sup>

Uma vez tomada a decisão de lançamento de uma OPA, o oferente fica com o dever de submeter à sociedade visada um anúncio preliminar<sup>49</sup>, vinculando-se ambos a uma série de comportamentos. Dentro deste conjunto de obrigações a que a administração da

---

<sup>44</sup> Pode e deve fazer, porque como veremos de seguida o órgão de administração fica, ao abrigo do art. 181º do CVM, com o dever de elaborar um relatório que irá incidir sobre as condições da oferta. *Vide* também o art. 3º nº1 alínea b) da Diretiva nº 2004/25/CE, de 21 de Abril de 2004.

<sup>45</sup> E concordando com JOÃO CUNHA VAZ, ob. cit. p. 33.

<sup>46</sup> Cfr. PAULA COSTA E SILVA, ob. cit., p. 265.

<sup>47</sup> Cfr. PAULA COSTA E SILVA, ob. cit., p. 283.

<sup>48</sup> *Vide* art. 181º do CVM.

<sup>49</sup> Este anúncio deve respeitar o disposto no art. 176º do CVM.

sociedade visada está vinculada, encontra-se, como já referido anteriormente<sup>50</sup>, o dever de elaborar e remeter ao oferente, à CMVM e divulgar ao público, um relatório sobre a oportunidade e condições da oferta<sup>51</sup>. A data para a elaboração do referido relatório é de oito dias, começando-se a contar a partir da receção dos projetos de prospeto e de anúncio de lançamento.

Convém lembrar que em alguns casos os projetos de prospeto e de anúncio de lançamento sofrem modificações, podendo verificar-se um hiato temporal de várias semanas entre a apresentação dos projetos e o seu registo final. Nestas situações, pode haver uma necessidade de atualizar o relatório do órgão de administração, sendo obrigatória a apresentação do referido relatório no prazo de cinco dias após a divulgação da adenda aos documentos da oferta<sup>52</sup>.

De notar que a falta de elaboração do sobredito relatório, ou a sua elaboração baseada em informação que não seja completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita<sup>53</sup>, constitui contra ordenação muito grave de acordo com o nº 1 alínea a) do art. 389º do CVM. Para além da responsabilidade contraordenacional podem também os administradores ser alvo de responsabilidade civil caso não respeitem os imperativos legais supramencionado<sup>54</sup>.

Do relatório deve constar, obrigatoriamente<sup>55</sup>: o tipo e o montante da contrapartida; os planos estratégicos do oferente para a sociedade; as repercussões da oferta nos interesses da sociedade, em geral, e em particular, nos interesses dos seus trabalhadores e nas suas condições de trabalho e nos locais em que a sociedade exerça a sua atividade e a intenção dos membros do órgão de administração que simultaneamente sejam acionistas da sociedade visada, quanto à aceitação da oferta.

---

<sup>50</sup> Vide nota 40.

<sup>51</sup> Esta imposição vem ao encontro do ponto 17 da Diretiva nº 2004/25/CE, de 21 de Abril de 2004: “ O órgão de administração de uma sociedade visada deverá ser obrigada a publicar um documento em que apresente o seu parecer fundamentado sobre a oferta, nomeadamente quanto aos efeitos da mesma sobre os interesses da sociedade no seu conjunto e, em particular, a nível de emprego”.

<sup>52</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, ob. cit., p. 619.

<sup>53</sup> Cfr. art. 7º do CVM.

<sup>54</sup> Temática que será aborda no ponto 2.5.

<sup>55</sup> Cfr. art. 181º do CVM.

A nosso ver, no caso de uma OPA que incida sobre mais de um terço<sup>56</sup> dos valores mobiliários da mesma categoria, deveria o órgão de administração da sociedade visada, recorrer aos serviços de consultores independentes, como forma de garantir, não só a fidedignidade da informação revelada, mas também como forma de mitigar os eventuais abusos que possam ocorrer por parte daqueles<sup>57</sup>. É certo que a Lei prevê a figura do administrador independente, mas tal figura afigurar-se-á suficiente para dissipar as dúvidas sobre se ficam os interesses dos acionistas devidamente acautelados com o mero auxílio a esta figura, no caso de uma OPA? Tentaremos dar resposta a esta questão mais à frente<sup>58</sup>.

### **2.3 Limitação dos poderes da sociedade visada<sup>59</sup>**

Como tem vindo a ser evidenciado, quando uma OPA é lançada os interesses dos acionistas são, à partida, completamente distintos daqueles que norteiam os membros do órgão de administração, pelo que estes se sentirão tentados a utilizar todos os mecanismos à sua disposição com o fim de frustrar a operação, já que o seu posto de trabalho poderá ficar em risco. Assim sendo, não se poderá esperar que estes atuem com a imparcialidade que lhes é imposta, sendo de crucial importância a limitação dos seus poderes, protegendo deste modo, quer os acionistas quer o oferente. Estas restrições são de dois tipos: em matéria de gestão e em matéria das intervenções no mercado<sup>60</sup>.

#### **2.3.1 Restrições à gestão da sociedade**

As restrições aos poderes da sociedade visada encontram-se consagradas no nº 1 do art. 182º do CVM, estabelecendo que estes ficam limitados quando a sociedade tenha conhecimento da decisão de lançamento de uma OPA incidente sobre mais de 33% dos valores mobiliários. Nestes casos o órgão de administração está impedido de praticar atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada que não

---

<sup>56</sup> Lembremo-nos que esta é a percentagem que a Lei prevê para ser atingindo o controlo da sociedade.

<sup>57</sup> Indo de encontro ao que estabelece o *City Code*: “*The target company must appoint a competent independent adviser whose advice on the offer must be made known to all the shareholders, together with the opinion of the board*”.

<sup>58</sup> Cfr. ponto 2.4.

<sup>59</sup> Vide JORGE BRITO PEREIRA, “Limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA”, *Direito dos Valores Mobiliários - Volume II*, Coimbra Editora, 2001, pp. 175 ss.

correspondam a uma gestão normal da sociedade e que possam afetar os objetivos da oferta.

Como corolário do acima exposto, resumam-se em quatro os requisitos essenciais que quando verificados cumulativamente, obrigam à limitação da gestão da sociedade: o volume de ações sobre as quais incide a oferta; os atos praticados pela administração não podem alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade; não podem ser praticados fora do âmbito da normal gestão da sociedade e por último, estes não podem afetar de modo significativo os objetivos da oferta. De referir que apenas a prática destes atos<sup>61</sup> fica vedada ao órgão de administração, pois se houvesse uma paralisação total da sociedade, iria acarretar graves prejuízos financeiros para esta, com reflexos negativos também no oferente, que acabaria por adquiri-la numa situação financeira pior do que aquela que se encontrava no início da oferta.

Quanto ao primeiro requisito, é fácil perceber a *ratio* da exigência de um quantitativo mínimo da oferta correspondente a 33% dos valores mobiliários da mesma categoria, pois o legislador considera que com esta percentagem o controlo da sociedade é adquirido<sup>62</sup>. Com efeito, não se pode estar a limitar os poderes da administração sempre que uma mera oferta é realizada, pois destas limitações podem advir danos para a sociedade que de outro modo poderiam ser aproveitados por sociedades concorrentes para debilitar a posição desta no mercado e conseqüentemente fortalecer a sua<sup>63</sup>.

Analisando o segundo requisito, deparamo-nos com o conceito de “alteração patrimonial relevante”. Trata-se de um conceito indeterminado que o legislador tenta concretizar através do disposto na alínea b) do nº 2 do art. 182º do CVM, considerando para o efeito, entre outros procedimentos, “*a emissão de ações ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição e a celebração de contratos que visem a alienação de parcelas importantes do activo social*”.

---

<sup>60</sup> Cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, ob. cit., p. 247.

<sup>61</sup> O antigo Cod. MVM, no seu art. 575º nº 1 alíneas d) e e) respetivamente, também proibia as aquisições ou celebrações de contratos-promessa de aquisição de participações sobre as quais incidiam a oferta, bem como a realização de operações de fusão ou cisão, inviabilizando deste modo a oferta.

<sup>62</sup> É certo que em grandes sociedades o controlo é alcançado com uma percentagem muito menor, uma vez que o capital se encontra muito mais disperso. Neste sentido *vide* ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “A OPA estatutária como defesa contra medidas hostis” in Revista da Ordem dos Advogados, Janeiro de 1998, ano 58, volume I, p. 140.

Com este elenco exemplificativo, evidencia-se uma clara preocupação do legislador em proteger os interesses do oferente, pois se fosse possível ao órgão de administração alienar ativos importantes, com consequente impacto significativo na situação económica da sociedade, esta tornar-se-ia menos apetecível já que ficaria em situação distinta da que estava no momento da oferta, situação suscetível de não interessar ao oferente. Com efeito, se fosse possível à administração alterar de tal forma a realidade da sociedade, o mais provável é que a oferta redundasse em fracasso, desfecho que só a esta agradaria. Em sentido oposto, caso se tratassem de ativos sem o impacto descrito anteriormente, não parece que seja impeditivo a sua alienação por parte da administração da sociedade visada, pelo que só deve ser limitada a prática de atos que impliquem uma alteração relevante a nível patrimonial, que poderá por em causa os objetivos do oferente<sup>64</sup>.

Ao que ao terceiro requisito diz respeito, convém antes de mais definir o que se entende por ato de gestão normal da sociedade. Em nosso entender, os atos de gestão normal são aqueles que permitam extrair o melhor proveito dos meios com vista à prossecução do seu objeto social<sup>65</sup>. Seguindo a mesma linha de pensamento que temos vindo a expender, seria catastrófico e nada desejável, que a administração da sociedade ficasse impedida de realizar todo e qualquer ato de gestão, pois se assim fosse, levaria a uma paralisação total da mesma que prejudicaria tanto os acionistas como o oferente, e até mesmo a própria sociedade. O que o legislador pretende, é que se proibam atos que possam vir a inviabilizar a oferta, mas que não ponham em causa o normal funcionamento da sociedade.

Por fim, fica vedado ao órgão de administração da sociedade visada a prática de atos suscetíveis de prejudicar os objetivos anunciados pelo oferente. Após a análise dos outros requisitos, e tendo em conta que estes são cumulativos, afigura-se-nos que este último é o metrónimo face aos restantes, pois parece possível que a administração pratique atos fora do âmbito normal da sua gestão e que alterem relevantemente a sua situação patrimonial,

---

<sup>63</sup> Comportamento proibido por lei, como poderemos ver no final desta análise.

<sup>64</sup> Vide ORLANDO VOGLER GUINÉ, “A Transposição da Diretiva 2004/25/CE e a Limitação dos Poderes do Órgão de Administração da Sociedade Visada” pp. 26-28, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/9c245dafa8f04826bd6881758bded2f2OrlandoGuin%C3%A9.pdf>.

<sup>65</sup> Neste sentido, vide PIERRE CHAMPEIX, “A Gestão nas Grandes Empresas”, biblioteca de economia 12 – empresa, Prelo, 1973, p. 73.

desde que não vão contra os objetivos anunciados pelo oferente<sup>66</sup>. Tendo este aspeto em consideração, é de vital importância a publicação do anúncio preliminar<sup>67</sup>, pois só com a sua receção é que a sociedade visada fica a saber quais os objetivos do oferente e conseqüentemente, quais os atos que poderá ou não praticar.

De mencionar que de forma a evitar o aproveitamento indevido destas imposições à gestão da sociedade visada, o oferente é responsável pelos danos eventualmente causados pelo lançamento de uma OPA com o objetivo de limitar a gestão da sociedade visada, de acordo com o prescrito no nº 5 do art. 182º do CVM.

### **2.3.1.1 Exceções às restrições da gestão da sociedade**

Apesar das restrições impostas ao órgão de administração da sociedade visada, a lei consagra três exceções a este regime.

Desde logo no disposto na alínea a) do nº 3 do art. 182 do CVM, encontramos a primeira exceção. O legislador entende que a administração pode praticar os atos proibidos, caso sejam imprescindíveis para o cumprimento de obrigações assumidas antes do conhecimento do lançamento da oferta. Esta exceção é completamente compreensível e aceitável, uma vez que a sociedade se havia vinculado, não com o objetivo de frustrar a OPA (que não conhecia), mas antes ao cumprimento de uma obrigação contratual. Aliás, se assim não o fizesse, estaria a incorrer em responsabilidade contratual prejudicando a sociedade.

Diferente é a situação descrita por Luís Frago<sup>68</sup>, em que a sociedade se vincula a uma obrigação sem prazo de vencimento, antes do conhecimento da OPA. Neste caso, deve a obrigação ser cumprida somente após o desfecho da oferta, pois, caso contrário, poderia por em causa os objetivos do oferente e dessa forma incumprir uma das limitações impostas à gestão da sociedade. De notar que esta opção só é possível porque a sociedade não tem um prazo específico para cumprir a obrigação e, assim, se não a cumprir na pendência da OPA, não ficará sujeita a qualquer tipo de responsabilidade, podendo muito bem cumpri-la após o desfecho da oferta.

---

<sup>66</sup> Neste sentido *vide* LUÍS FRAGOSO, ob. cit., p. 28.

<sup>67</sup> Cfr. art. 175º e 176º do CVM.

<sup>68</sup> *Vide* LUÍS FRAGOSO, ob. cit., p. 33-34.

No mesmo sentido, também deve ser vedado ao órgão de administração da sociedade visada, o cumprimento antecipado de uma obrigação que ainda não venceu, e que prejudique os objetivos do oferente<sup>69</sup>. Neste caso, e à semelhança da situação anterior, a sociedade também não incorre em nenhum tipo de responsabilidade, pelo que se entende que não possa ser permitido o cumprimento antecipado de uma obrigação não vencida na pendência da OPA.

Outra das exceções consagradas no CVM, é o facto de ser possível à Assembleia Geral autorizar a realização de quaisquer atos que de outro modo estariam vedados ao órgão de administração, por força do nº 1 do art. 182º do CVM. Este poder atribuído à Assembleia Geral faz todo o sentido uma vez que são os acionistas os visados pela oferta, e deve-lhes caber a faculdade de determinar o sucesso ou não desta. Contudo, dois requisitos têm de se verificar cumulativamente para que a Assembleia Geral possa deliberar neste sentido<sup>70</sup>: o prazo de antecedência para a convocatória da assembleia deve ser de 15 dias (o que denota a urgência da situação, pois quanto mais tempo tiver a sociedade privada da sua gestão normal, pior); e as deliberações devem ser tomadas pela maioria exigida para a alteração dos estatutos (que, em regra, é de dois terços dos votos emitidos, conforme consagrado no art. nº 386º nº 3 do CSC).

Releva, por último, como exceções às regras que limitam os poderes da sociedade, os atos praticados com o intuito de procurar oferentes concorrentes, como vem estatuído na alínea c) do nº 3 do art. 182º do CVM. Quanto a esta exceção, que consagra uma das medidas defensivas anti-OPA<sup>71</sup>, far-se-á uma análise mais detalhada no próximo capítulo.

### **2.3.2 Restrições à intervenção no mercado**

A sociedade visada a partir da publicação do anúncio preliminar e até ao apuramento do resultado da oferta fica impedida de negociar fora do mercado regulamentado valores mobiliários da categoria dos que são objeto da oferta ou dos que integram a contrapartida<sup>72</sup>. Caso essa negociação fosse possível, iria resultar numa diminuição de títulos disponíveis para serem adquiridos pelo oferente, o que podia não chegar para que este conseguisse

---

<sup>69</sup> Cfr. ORLANDO VOGLER GUINÉ, ob. cit., p. 32.

<sup>70</sup> Cfr. art. 182º nº 4, alíneas a) e b) respetivamente.

<sup>71</sup> Medida definida por *white knight* (cavaleiro branco). Vide ponto 3.2.1.

adquirir o controlo da sociedade, o que por sua vez diminuiria a probabilidade de sucesso da oferta.

### **2.3.3 Início e fim da limitação dos poderes**

Uma vez que o processo da OPA se inicia com a publicação do anúncio preliminar, faz todo o sentido que seja este também o momento em que o órgão de administração veja os seus poderes limitados, pois só nesta fase é que toma conhecimento do lançamento da oferta. Esta parece ser a intenção inequívoca do legislador, pois este impõe ao oferente o dever de remeter simultaneamente o anúncio preliminar à CMVM, à sociedade visada e às entidades gestoras<sup>73</sup>, dando-se deste modo início ao processo da OPA.

Não faz sentido estar a limitar-se os poderes da administração, com fundamento apenas em rumores de uma possível OPA, pois como já fizemos referência, a paralisação de certos atos da administração condiciona a atividade da sociedade visada colocando-a numa situação desvantajosa e que pode ser aproveitada por parte de sociedades rivais, com o intuito de causar avultados prejuízos. Além disso, enquanto não existe a publicação de um anúncio preliminar, o hipotético oferente não tem nenhuma obrigação legal em lançar a oferta e o órgão de administração ficaria com os seus poderes limitados em vão<sup>74</sup> (uma vez que na fase de preparação do anúncio preliminar o oferente ainda pode voltar atrás e não lançar a OPA).

Importa ainda ter presente que só quando a sociedade visada recebe o anúncio preliminar é que tem conhecimento dos objetivos do oferente, logo, só neste momento é que esta está em condições de poder praticar atos suscetíveis de pôr em causa esses desideratos. Daí que quaisquer atos realizados anteriormente à receção do anúncio preliminar, ainda que contrários aos propósitos do oferente, são considerados lícitos, pois diferente intencionalidade lhes pode ser assacada face ao desconhecimento da OPA. Outra situação diferente é o facto de o órgão de administração ter conhecimento “oficioso” do lançamento de uma OPA, ainda antes da publicação do anúncio preliminar, devido a uma fuga de informação por parte de alguém conotado com o oferente. Relativamente a esta

---

<sup>72</sup> Cfr. art. 180º nº 1 alínea a). De notar que a CMVM pode autorizar a sua negociação.

<sup>73</sup> Cfr. art. 175º nº 1 do CVM.

situação, iremos analisa-la melhor quando falarmos sobre a responsabilidade dos administradores.

Face ao exposto, parece inequívoco e evidente que o órgão de administração da sociedade visada só pode ver os seus poderes limitados após a publicação do anúncio preliminar, pois só nesta altura existe uma certeza da realização da OPA, bem como dos objetivos do oferente<sup>75</sup>.

Por último, esta limitação dos poderes deverá vigorar até ao término do processo da oferta, ou eventualmente, até momento anterior caso aquele processo venha a cessar por algum motivo. De referir, que mesmo em caso de sucesso da OPA, e antes do órgão de administração ser destituído, este pode causar danos à sociedade e ao oferente (com a venda de ativos importantes por exemplo). Contudo, esta atuação já ultrapassa o regime das OPA, tratando-se de um caso de responsabilidade dos administradores perante os sócios<sup>76</sup>

#### **2.4 O administrador independente<sup>77</sup>**

Nas sociedades comerciais - com maior relevo nas sociedades cotadas -, sentiu-se a necessidade de se impor no seu órgão de gestão, a presença de membros independentes, de modo a assegurar uma correta gestão da mesma, garantindo o interesse social e a mediação de conflitos de interesses. Tanto mais que é praticamente impossível aos acionistas minoritários, em regra, interferirem na designação dos membros que irão constituir o órgão de administração da sociedade. Torna-se por isso importante a existência de tais administradores no seio da administração da sociedade visada, de foram a garantir que na pendência de uma OPA, os restantes administradores não utilizem os poderes que estão ao seu dispor com vista à satisfação dos seus interesses pessoais.

A composição do Conselho de Administração é deixada à consideração de cada sociedade<sup>78</sup>, que adaptará o número necessário à sua realidade: sendo certo que em algumas empresas se justifica um número maior do que noutras<sup>79</sup>.

---

<sup>74</sup> Uma limitação artificialmente provocada, pode fazer incorrer o oferente na responsabilidade prevista no nº 5 do art. 182º do CVM.

<sup>75</sup> Cfr. LUÍS FRAGOSO, ob. cit., p. 24.

<sup>76</sup> Cfr. JORGE BRITO PEREIRA, ob. cit. p. 188.

Já em 1999, por intermédio da publicação das primeiras recomendações sobre o governo das sociedades cotadas, a CMVM advertiu para essa situação, encorajando “a inclusão no órgão de administração de um ou mais membros independentes em relação aos accionistas dominantes, por forma a maximizar a prossecução dos interesses da sociedade”<sup>80</sup>, procurando desta forma assegurar que na gestão da sociedade não estejam somente protegidos os interesses dos acionistas maioritários, garantindo o administrador independente que os interesses dos acionistas minoritários também estão a ser levados em consideração. Contudo, a CMVM olvidou-se de apresentar o conceito de administrador independente. Situação que tentou resolver dois anos mais tarde, com a publicação da primeira revisão às recomendações, em que atribuiu às sociedades a possibilidade de encontrarem a sua própria definição de administrador independente, dando-lhes, deste modo, a liberdade de ajustarem este conceito às suas características<sup>81</sup>, ficando, todavia, as sociedades com a incumbência de esclarecer publicamente o conceito adotado.

Entretanto a própria CMVM, através da aprovação do Regulamento nº 10/2005 - legislação que se mantém em vigor - veio dispor sobre a noção de administrador independente, considerando, “administradores não executivos independentes os que estejam associados a quaisquer grupos de interesses específicos na sociedade ou que se encontrem nalguma circunstância susceptível de afectar a sua isenção de análise e de decisão, estando nessa categoria, nomeadamente, os seguintes:

- a) *Os membros do órgão de administração que pertençam ao órgão de administração de sociedade que sobre aquela exerça domínio, nos termos do disposto no Código dos Valores Mobiliários;*

---

<sup>77</sup> Vide JOÃO GOMES DA SILVA, et alii, “Os Administradores independentes das sociedades cotadas Portuguesas”, Instituto Português do Corporate Governance, 2007, p. 7 e ss, disponível em <http://www.cgov.pt/CGOV/imagens/Files/LivroldaComissaoJuridica%20-%20FINAL.pdf>.

<sup>78</sup> Cfr. art. 390º do CSC.

<sup>79</sup> Consciente desta realidade, o próprio legislador consagra, no nº 2 do art. 390º do CSC, a possibilidade de as sociedades disporem apenas de um administrador, caso o seu capital social não exceda € 200.000,00.

<sup>80</sup> Cfr. Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, 1999, Recomendação nº 15, disponível em <http://www.cmvm.pt>.

<sup>81</sup> Cfr. Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, de Dezembro de 2001, Recomendação nº 9, disponível em <http://www.cmvm.pt>.

- b) *Os membros do órgão de administração que sejam titulares, exerçam funções de administração, tenham vínculo contratual ou actuem em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 10% do capital social ou dos direitos de voto na sociedade, ou de idêntica percentagem em sociedade que sobre aquela exerça domínio, nos termos do disposto no Código dos Valores Mobiliários;*
- c) *Os membros do órgão de administração que sejam titulares, exerçam funções de administração, tenham vínculo contratual ou actuem em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 10% do capital social ou dos direitos de voto na sociedade concorrente;*
- d) *Os membros do órgão de administração que auferam qualquer remuneração, ainda que suspensa, da sociedade ou de outras que com aquela esteja em relação de domínio ou de grupo, excepto a retribuição pelo exercício das funções de administração;*
- e) *Os membros do órgão de administração que tenham uma relação comercial significativa com a sociedade ou com sociedade em relação de domínio ou de grupo, quer directamente quer por interposta pessoa. Por relação comercial significativa entende-se a situação de um prestador importante de serviços ou bens, de um cliente importante ou de organizações que recebem contribuições significativas da sociedade ou da entidade dominante;*
- f) *Os membros do órgão de administração que sejam cônjuges, parentes e afins em linha recta até ao 3.º grau, inclusive, das pessoas referidas nas alíneas anteriores”<sup>82</sup>.*

No mesmo diploma legal é ainda imposto às sociedades que na caracterização do órgão de administração, estas façam referência à identidade dos membros que o constituem, distinguindo os membros executivos dos não executivos, e face a estes últimos, aqueles que são membros independentes e aqueles que não o são. Contudo, na medida em que cabe ao órgão de administração aferir da independência deste tipo de administradores e, por outro lado, como adverte Paulo Olavo Cunha<sup>83</sup>, a lei não prevê qualquer sanção específica para a infração, no que à designação dos membros independentes diga respeito,

---

<sup>82</sup> Redação dada pelo art. 1º nº 2, do Regulamento da CMVM n.º 10/2005.

<sup>83</sup> Vide PAULO OLAVO CUNHA, ob. cit. p. 589.

podem suscitar-se relevantes questões: os administradores independentes serão verdadeiramente capazes de fazer valer os interesses dos acionistas minoritários? Ou por sua vez, os acionistas majoritários, através do efetivo controlo que detêm face aos restantes membros da administração da sociedade, conseguem anular a atuação dos administradores independentes e conseqüentemente impor a sua vontade, ignorando deste modo todos os interesses não coincidentes com os seus? Identificadas estas questões, tentaremos encontrar resposta articulando as recomendações da CMVM com o CSC.

Dito isto, o legislador no nº 5 do art. 414 do CSC, considera como independente “*a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância susceptível de afectar a sua isenção de análise ou de decisão*”. Aduzindo que não reúnem os pressupostos de independência aqueles que forem titulares de ações, ou atuem em nome ou por conta de titulares de participação qualificada, correspondentes a pelo menos 2% do capital social, ou tenham sido reeleitos por mais de dois mandatos, de forma contínua ou intercalada<sup>84</sup>.

É notório que o CSC não dá uma definição tão detalhada como a CMVM, mas ambos tocam num aspeto em comum, o facto de considerarem essencial que o administrador independente não esteja associado a qualquer grupo de interesses específicos da sociedade. Contudo, não cuidaram de definir o que se entende por “grupo de interesses específicos na sociedade”. Trata-se de uma expressão vaga e ambígua, que não permite retirar um grande conteúdo útil, deixando em aberto a possibilidade de ser interpretada de diversas maneiras, o que se afigura contraditório com a transparência que se visa alcançar através da figura dos administradores independentes.

Outra lacuna que nos parece existir nos moldes atuais do administrador independente, prende-se com o acesso por parte destes à informação. Com efeito, trata-se de uma função que pela sua natureza não executiva, implica a necessidade de mais tempo e de informação, para estes administradores conhecerem a gestão diária da sociedade, sucedendo que podem ver dificultado o acesso à informação, ficando na dependência do que lhes é transmitido pelos outros administradores, e ainda assim subsiste a dúvida se esta é fidedigna ou não.

---

<sup>84</sup> Entendendo o legislador que quanto mais tempo despende o administrador com os restantes membros dos órgãos sociais e acionistas, mais irá por em causa a sua independência.

Por último, importa mencionar que os administradores independentes são propostos pelo órgão de administração e consequentemente eleitos pelos acionistas. Logo, suscita-se a questão de saber como podem ser independentes, face aos acionistas maioritários, se são estes que os elegem. Não nos podemos esquecer que “*alguém elege estes administradores, alguém os remunera, alguém decide do quantum da sua remuneração e alguém os escolhe para serem incluídos numa lista*”<sup>85</sup>. Em consequência, o princípio da transparência apenas seria salvaguardado se a legislação incluísse formas de condicionar os acionistas maioritários de participarem na eleição destes administradores. Contudo, se este imperativo legal existisse abria-se caminho à interpretação de que estava a ser violado o princípio da igualdade de tratamento e, em vez de uma solução, teríamos um problema.

Face ao exposto, e retomando agora a questão deixada em aberto no final do ponto 2.2, parece-nos que a maneira mais eficaz de se mitigarem os problemas dos conflitos de interesse gerados na pendência de uma OPA, seria o recurso a uma entidade externa regulada pela CVMV (ou até mesmo um órgão desta comissão criado especificamente para o efeito), sem qualquer vínculo à sociedade ou a qualquer dos seus membros<sup>86</sup>, munida de plenos poderes para reunir toda a informação que entendesse relevante, para que deste modo, os acionistas pudessem tomar uma melhor decisão sobre o rumo a dar às suas ações face à oferta, bem como de poderes especiais em relação aos membros do órgão de administração, que lhes permitissem evitar que estes atuassem de forma a acautelar os seus interesses, tentando frustrar o eventual sucesso da OPA<sup>87</sup>. Deste modo desempenhavam um papel verdadeiramente independente<sup>88</sup>.

Á guisa de conclusão sintética da presente temática, o administrador independente é hoje, necessariamente um administrador<sup>89</sup>:

---

<sup>85</sup> Vide JOÃO GOMES DA SILVA, et alii, ob. cit. p. 29.

<sup>86</sup> Vínculo que nos parece existir por parte dos administradores independentes, por todas as razões já enunciadas anteriormente, podendo ficar dependentes de quem mantém o seu cargo e caso a OPA fosse bem-sucedida, esse mesmo cargo ficaria ameaçado.

<sup>87</sup> Neste sentido vide PAULA COSTA E SILVA, “O administrador independente” in Direito dos Valores Mobiliários – Volume VI, Coimbra Editora, 2006 p. 424.

<sup>88</sup> De notar que não seriam verdadeiros administradores mas sim consultores independentes, visto que só seriam chamados a atuar no caso do lançamento de uma OPA não fazendo parte do órgão de administração da sociedade.

<sup>89</sup> Cfr. JOÃO GOMES DA SILVA, et alii, ob. cit., p. 16-17. (cópia integral).

- Não executivo;
- Não associado a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade;
- Que não se encontre em qualquer circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise e de decisão;
- Que não se encontre em nenhuma das situações que regularmente excluam a independência;
- Cujo órgão de administração de que faça parte determine afirmativamente a sua qualificação como independente;
- Cujo papel é o de acompanhar e fiscalizar em termos informados, a gestão societária.

## 2.5 Responsabilidade dos administradores<sup>90</sup>

Como referido anteriormente, os administradores da sociedade devem pautar o exercício das suas funções respeitando os deveres de cuidado e lealdade impostos por lei. Esta imposição legal assume uma relevância mais acentuada no caso de a sociedade ser alvo de uma OPA, pois nestes casos os membros do órgão de administração deparam-se com um dilema: respeitar o dever de lealdade para com a sociedade não praticando atos suscetíveis de inviabilizar a oferta, ou por seu turno, tentar que esta não seja bem-sucedida num esforço para conservar os seus postos de trabalho, prejudicando deste modo os sócios<sup>91</sup> e acionistas.

Consciente deste facto, o legislador, prevendo situações que os administradores dessem primazia aos seus interesses em detrimento dos interesses sociais e como tentativa de remediar o eventual dano causado por esse tipo de atuações, impõe que os membros do órgão de administração das sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado estejam obrigados a apresentar uma caução cujo

---

<sup>90</sup> *Vide* LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES LEITÃO, “A Responsabilidade Civil no âmbito da OPA” *in* Direito dos Valores Mobiliários – Volume IV, Coimbra Editora, 2003 pp. 111 e ss.

<sup>91</sup> “Considera-se que um ou vários sócios são prejudicados «como sócios», quando seja afetada a existência ou o valor da sua participação na sociedade (ou o seu «direito à qualidade de sócio») ou ofendido algum direito social ou interesse social juridicamente protegido, independentemente do prejuízo causado à sociedade”. Citação retirada de RAÚL VENTURA e LUÍS BRITO CORREIA, “Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades Anónimas e dos Gerentes de Sociedades Por Quotas”, Lisboa, 1970.

valor será fixado contratualmente, mas nunca poderá ser inferior a € 250.000,00<sup>92</sup>. De notar que esta caução pode ser substituída por um contrato de seguro, a favor dos titulares de indemnizações, mas nunca poderá ser dispensada<sup>93</sup>.

O legislador refere também que devem ser observados pelos administradores, elevados padrões de diligência profissional. Contudo, este grau de diligência não pode ser o mesmo que se exige, por exemplo, a um trabalhador da sociedade, cujo comportamento se afere pelo padrão de “um bom pai de família”, conquanto aos administradores, por seu turno, se exige a diligência de “um gestor criterioso e ordenado”<sup>94</sup>.

O nosso legislador consagra, no art. 72º nº1 do CSC, uma presunção de culpa relativamente à atuação dos administradores, responsabilizando-os pelos danos causados à sociedade, podendo esta ser ilidida caso consigam provar que atuaram em termos informados, livre de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial<sup>95</sup>, ou seja, nestes casos os administradores não respondem pelos danos causados à sociedade. Quanto a este ponto, parece-nos relevante fazer a distinção entre culpa e ilicitude.

Ao atestarmos sobre a culpa do administrador, estamos a verificar se este norteou, ou não, o seu comportamento de acordo com o exigível a um “gestor criterioso e ordenado”. A ilicitude, por sua vez, verifica-se quando este pratica uma ato que não poderia ou não deveria ter praticado<sup>96</sup>, só se considerando que o agente teve culpa ao atuar desta maneira. Qualquer cláusula que venha excluir ou limitar a responsabilidade dos administradores é, de acordo com o disposto no nº 1 do art. 74º do CSC, considerada nula, uma vez que a

---

<sup>92</sup> Cfr. art. 396º do CSC.

<sup>93</sup> Contrariamente ao que acontece nos outros tipos societários como vem consagrado no nº 3 do art. 396º do CSC.

<sup>94</sup> Neste sentido *vide* LUÍS BRITO CORREIA, “Os Administradores de Sociedades Anónimas”, Almedina, 1993, pp. 596-603.

<sup>95</sup> A denominada *business judgment rule*. Para um estudo mais aprofundado sobre esta figura *vide* MANUEL A. CARNEIRO DA FRADA, “A business judgment rule no quadro dos deveres gerais dos administradores”, 2007, disponível em [http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe\\_artigo.aspx?idc=30777&idsc=59032&ida=59045](http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=59032&ida=59045); CHRISTIAN KIRCHNER, et alii, “Towards a European Modified Business Judgment Rule for Takeover Law”, European Business Organizations Law Review, disponível em <http://ssrn.com/abstract=247214>.

<sup>96</sup> Nas palavras de Luís Brito Correia: “é ilícito o acto concreto que não corresponde ao acto devido”, cfr. LUÍS BRITO CORREIA, ob. cit., p. 596.

disposições legais sobre responsabilidade são imperativas, sendo impostas por princípios de ordem pública<sup>97</sup>.

Como já referimos anteriormente<sup>98</sup>, em regra, a realização de uma OPA tem de ser precedida da divulgação de um prospeto, que deve conter informação completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita<sup>99</sup>. No caso de os administradores da sociedade emitente falsearem essa informação, responderão pelos danos causados de acordo com a alínea d) do nº 1 do art. 149º do CVM, devendo colocar os lesados na situação em que estariam se o conteúdo do prospeto estivesse de acordo com o disposto no art. 135º do CVM.

Na situação supra descrita, também poderemos estar perante um crime de manipulação do mercado. Os membros do órgão de administração da sociedade com o objetivo de a tornar menos apetecível a uma eventual OPA podem divulgar informações falsas, incompletas, exageradas ou tendenciosas, afastando desse modo eventuais pretensões de aquisição, prejudicando os acionistas e até o próprio mercado, pois com base nessa informação as ações irão sofrer uma variação na sua cotação. De acordo com o art. 379º nº 1 do CVM, quem incorrer neste tipo de comportamento é punido com uma pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa. Para estes tipos de crime, a lei não exige um nexo de causalidade entre a conduta ilícita e o resultado, basta que de facto ela tenha existido e que em condições normais pudesse conduzir ao efeito desejado. Ou seja, basta que o administrador tenha divulgado a informação para este ser punido, não sendo necessário que esta tenha induzido qualquer tipo de comportamento. Estamos, por isso, perante um crime de perigo, e não um crime de dano<sup>100</sup>.

Relativamente à situação descrita no final do ponto 2.3.3, se o órgão de administração da sociedade visada tomar conhecimento da intenção de lançamento de uma OPA antes da publicação do anúncio preliminar (através de uma fuga de informação por exemplo), e baseado nessa informação tomar quaisquer medidas que tenham como intuito o insucesso da oferta, uma vez que ainda não tem os seus poderes limitados, este pode

---

<sup>97</sup> Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, ob. cit., p. 810.

<sup>98</sup> Vide ponto 1.1.

<sup>99</sup> Cfr. art. 135º nº 1 do CVM.

<sup>100</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, ob. cit., p. 878.

incorrer na prática de um crime de abuso de informação, previsto e punido pelo art. 378º nº 1 do CVM, que pode ir até 5 anos de prisão ou pena de multa<sup>101</sup>.

## CONCLUSÃO

Resumindo, na pendência de uma OPA, deve o órgão de administração observar os seguintes comportamentos:

- 1) Tratar de igual forma todos os acionistas que sejam detentores da mesma categoria de ações. – **Princípio da igualdade de tratamento;**
- 2) Fornecer - quer aos seus acionistas, quer ao mercado - toda a informação relevante para as eventuais tomadas decisões. – **Princípio da transparência;**
- 3) Elaborar um relatório que descreva as condições da oferta;
- 4) Limitar-se à prática de atos que reconduzam à gestão normal da sociedade, não adotando qualquer comportamento suscetível de inviabilizar ou até mesmo permitir o sucesso da OPA, deixando essa decisão para os acionistas.

---

<sup>101</sup> Cfr. LUÍS FRAGOSO, ob. cit., pp. 23-24.

### 3 CAPÍTULO III – COMPORTAMENTO DEFENSIVO DA ADMINISTRAÇÃO

#### INTRODUÇÃO

Uma vez explicada a necessidade e a importância de se limitarem os poderes do órgão da administração da sociedade visada na pendência de uma OPA, convém mencionar que não obstante essas limitações, o legislador permite que sejam adotados determinados comportamentos – as denominadas medidas anti-Opa - por parte dos constituintes do referido órgão, com o intuito de se defenderem da oferta. Contudo, esses comportamentos não podem provocar *“automaticamente uma erosão grave no património da sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração, prejudicando dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração”*<sup>102</sup>.

Dentro do universo das medidas anti-OPA, estas podem ser catalogadas consoante um rol diversificado de características, nomeadamente quanto ao seu escopo, objetivos, eficácia, autonomia, tempo, natureza, entre outros<sup>103</sup>. Contudo, no âmbito deste trabalho iremo-nos apenas focar na classificação das medidas anti-OPA relativamente ao momento em que estas são adotadas, e nesse sentido podem dividir-se em preventivas e reativas. Assim, se forem implementadas antes do conhecimento de uma OPA, estamos na presença de medidas preventivas. Se por seu turno, o órgão de administração da sociedade reagir contra a OPA, já na pendência da mesma, mostra-se inequívoco que as medidas são reativas.

No presente capítulo iremos apresentar e descrever um conjunto de medidas anti-OPA, analisando as suas vantagens e/ou desvantagens, bem como avaliar se as mesmas são permitidas no nosso ordenamento jurídico.

---

<sup>102</sup> Vide recomendação I.6.3 das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, de Setembro de 2007.

<sup>103</sup> Neste sentido vide ORLANDO VOGLER GUINÉ, “Da Conduta (defensiva) da Administração Opada”, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2008, pp. 14-17.

### 3.1 Medidas Preventivas<sup>104</sup>

Como já referenciámos, este tipo de medidas é adotado antes do lançamento de qualquer oferta e configuram, a nosso ver, o meio mais eficaz de defesa anti-OPA, não só por se aplicar a velha máxima de “mais vale prevenir que remediar”, mas também porque depois de ser lançada uma OPA, o órgão de administração da sociedade visada fica com os seus poderes limitados o que dificulta a aplicação de medidas defensivas durante a vigência da oferta<sup>105</sup>. De seguida iremos elencar um conjunto de exemplos referentes a medidas preventivas.

#### 3.1.1 *Golden Parachute*

As cláusulas *golden parachute* consistem na atribuição de avultadas quantias monetárias no caso de algum dos membros do órgão de administração ser destituído sem justa causa. Em qualquer momento do seu mandato, qualquer membro do órgão de administração pode ser destituído mesmo sem justa causa<sup>106</sup>, desde que para tal haja uma deliberação da assembleia geral nesse sentido<sup>107</sup>, configurando a sua destituição um ato *ad nutum*, ou seja, para ocorrer não tem de haver uma fundamentação, sendo esta apenas relevante para a aplicação de uma eventual indemnização devida ao membro destituído.

Ora, uma vez que o oferente pretende adquirir o controlo da sociedade e consequentemente nomear para os órgãos de administração pessoas da sua confiança, é natural que tenha de substituir os antigos membros, e se cada um deles estiver protegido por uma cláusula deste género, as quantias a pagar podem ser astronómicas, deixando a sociedade numa situação económica bem diferente daquela que se encontrava no momento da oferta, ou mais drasticamente, podendo mesmo levar à descapitalização da mesma, perdendo esta o seu interesse para o oferente, demonstrando-se esta medida bastante eficaz como um *shark repellent*.

---

<sup>104</sup> Denominadas na literatura anglo-saxónica por *shark repellents*, fazendo alusão aos oferentes como sendo tubarões que pretendem caçar a sua presa (a sociedade visada). Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, ob. cit., p. 135.

<sup>105</sup> Vide JOÃO CALVÃO DA SILVA, “Pacto Parassocial, Defesas anti-OPA e OPA concorrente” in “Estudos de Direito Comercial”, Coimbra, 1996, p. 239.

<sup>106</sup> Configurando uma exceção ao princípio da segurança no emprego, consagrado no art. 53º da CRP.

<sup>107</sup> Vide art. 403º nº 1 do CSC.

Paulo Olavo Cunha dá-nos um exemplo de uma potencial cláusula desta natureza<sup>108</sup>:

*“Em caso de destituição sem justa causa, e para além de todas as retribuições de carácter patrimonial que lhe seriam devidas até ao final do mandato e a eventual indemnização por danos morais que lhe seja atribuída, o administrador terá direito a uma compensação de carácter pecuniário correspondente a dois anos completos de remunerações regulares”.*

Do ponto de vista legal, não se afigura existir nenhuma impossibilidade de tais cláusulas poderem figurar num contrato de um administrador, contudo, parece-nos que estas cláusulas prejudicam mais pessoas do que aquelas que beneficiam. Se não vejamos, os grandes beneficiados com a implementação destas cláusulas são os administradores da sociedade, que mesmo perdendo o seu posto de trabalho não ficam na precária situação de “mãos a abanar”, bem antes pelo contrário, ao saírem da sociedade embolsam avultadas quantias monetárias<sup>109</sup>.

Por outro lado, em contraposição encontram-se: a própria sociedade, face ao forte impacto financeiro negativo para satisfazer a compensação devida aos administradores; os oferentes, que devido ao ónus associado à existência de tais cláusulas ficam desmotivados para lançar uma OPA, perdendo uma boa oportunidade de negócio; os acionistas, pois uma vez que o oferente não concretiza a oferta estes também não realizam mais-valias com a alienação das suas ações e finalmente a própria economia, na medida em que o oferente, ao não adquirir o controlo da sociedade, não lhe permitirá melhorar a respetiva gestão com vista a maximizar os resultados e, dessa forma, induzir uma subida das cotações.

### **3.1.2 Limitações ao exercício dos direitos de voto<sup>110</sup>**

Outra medida que tem por objetivo dificultar a obtenção do domínio da sociedade visada por parte do oferente, consiste na incorporação, aquando da elaboração do contrato social, de uma cláusula restritiva, determinando que não são contados votos acima de certo

---

<sup>108</sup> Cfr. PAULO OLAVO CUNHA, ob. cit. p. 792.

<sup>109</sup> Pode dar-se o caso dos administradores gerirem mal a sociedade propositadamente, com o intuito desta ser alvo de uma OPA, provocando o seu despedimento e consequente ressarcimento devido à cláusula *golden parachute*. Neste sentido cfr. M. P. NARAYANAN, et alii, A Safe Landing? Golden Parachutes and Corporate Behavior (August 1998). University of Michigan Business School, Working Paper nº 98015, disponível em <http://ssrn.com/abstract=131869>.

número, quando exercidos por um só acionista, em nome próprio ou também como representante de outro<sup>111</sup>. Esta limitação não pode visar acionistas específicos, tendo que abranger única e exclusivamente as ações, quer sejam estas de todas as categorias, ou apenas de categorias específicas<sup>112</sup>. Ou seja, não se pode limitar o direito de voto dos acionistas X ou Y, o que o legislador prevê é que os votos acima de um determinado número não contem independentemente das ações que os acionistas detenham, podendo esta limitação abranger todas as categorias de ações, ou apenas algumas.

Com esta limitação torna-se desinteressante a obtenção de mais ações do que aquelas que conferem o número máximo de direitos de voto. Com efeito, não podendo crescer o poder de decisão dentro da sociedade quanto maior for o número de ações detidas, identifica-se um fator que vai contribuir para desmotivação do lançamento de uma OPA, pois pode suceder que o oferente fique com a quase totalidade das ações, e mesmo assim o seu poder de decisão seja igual ao de um acionista que apenas possua uma parte muito menos significativa de ações.

Mas, ainda que o oferente não consiga o domínio da sociedade, pode aliar-se a outros acionistas, de forma a que em conjunto detenham os votos suficientes para controlar a sociedade. Caso este cenário se verifique, e estejam reunidos mais de um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social, os respetivos detentores podem ficar obrigados a lançar uma OPA sobre as restantes ações, de acordo com o disposto nos arts. 16º, 20º nº 1 alínea h) e 187º, todos do CVM, permitindo o legislador que os acionistas minoritários possam abandonar a sociedade (uma vez que o seu voto passa a ser irrelevante) e mesmo assim realizar mais-valias com a alienação das suas ações.

Contudo, esta situação pode nunca se verificar na prática, pois se o número de votos que o contrato societário permitir for muito diminuto e o capital se encontrar muito disperso, o oferente teria de se aliar a um número muito considerável de acionistas, o que parece difícil de se concretizar.

Como se pode inferir, esta medida verifica-se muito eficaz como defesa anti-OPA, contudo, e apesar de totalmente lícita, a CMVM, nas suas Recomendações sobre o Governo

---

<sup>110</sup> Cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, ob. cit., pp. 293-294.

<sup>111</sup> Cfr. art. 384º nº 2 alínea b) do CSC.

<sup>112</sup> Cfr. art. 384º nº 3 do CSC.

das Sociedades Cotadas, datadas de Setembro de 2007, prevê que as sociedades que adotem esta medida *“devem prever igualmente que seja consignado que, pelo menos de cinco em cinco anos será sujeita a deliberação pela Assembleia Geral a manutenção dessa disposição estatutária – sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal e que nessa deliberação se contam todos os votos emitidos sem que aquela limitação funcione”*<sup>113</sup>

### **3.1.3 Estabilidade do órgão de administração**<sup>114</sup>

O objetivo desta medida é tornar a sociedade menos apetecível a eventuais oferentes, criando entraves à nomeação e destituição dos seus membros do órgão de administração. O oferente ao lançar uma OPA tem em vista a obtenção do domínio da sociedade visada, para poder introduzir mudanças à sua gestão e consequentemente nomear para os órgãos de administração pessoas da sua confiança. Ora, uma vez que a administração da sociedade alvo está “blindada”, tornar-se-ia mais difícil ao oferente nomear uma administração do seu agrado e confiança, o que configura um fator de desinteresse ao lançamento de uma OPA<sup>115</sup>.

Quanto ao entrave à nomeação de administradores, o pacto social pode prever que a sua eleição deva ser aprovada por votos correspondentes a determinada percentagem do capital, sendo essa percentagem livremente fixada pelos sócios<sup>116</sup>. Como consequência direta desse facto, o oferente necessitaria de adquirir um número muito maior de ações, para poder eleger uma administração da sua confiança, do que aquelas que necessitaria se este reforço não resultasse de uma exigência da sociedade. Do mesmo modo, podem ser estipuladas regras especiais de eleição de administradores, de acordo com o disposto no art. 392º do CSC, que permitam que acionistas minoritários possam, também eles, eleger um determinado número de administradores.

Semelhante ao reforço exigido para eleger administradores, pode o pacto social prever que, para a Assembleia Geral poder deliberar sobre a destituição sem justa causa dos

---

<sup>113</sup> Cfr. Recomendação I.6.2 das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, de Setembro de 2007.

<sup>114</sup> Cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, ob. cit., pp. 294-301.

<sup>115</sup> Em 2007, a OPA sobre a PT fracassou, mesmo antes de chegar ao mercado, pois os acionistas não concordaram em “desblindar” os estatutos. Cfr. MIGUEL GOMES DA SILVA, “Investir e Ganhar”, 3ª edição, K editora, 2007, p. 45.

<sup>116</sup> Cfr. art. 391º nº 2 do CSC.

membros do órgão de administração, seja exigida uma maioria qualificada<sup>117</sup>, indo ao encontro do disposto no art. 386 nº 1 do CSC.

### 3.2 Medidas reativas

Do mesmo modo que a lei permite que a sociedade adote medidas com o intuito de se defender de uma eventual OPA, esta também consagra a possibilidade de, já no decorrer da oferta, serem postos em prática determinados comportamentos com o objetivo de a inviabilizar. Contudo, e como já analisámos anteriormente, no decorrer da OPA as opções ao dispor do órgão de administração da sociedade visada são drasticamente reduzidas, pois o legislador pretende garantir que os acionistas (verdadeiros destinatários da oferta) possam livremente alienar as suas ações e consequentemente realizar mais-valias.

No entanto, o legislador não deixa o órgão de administração sem alternativas, possibilitando que sejam adotadas um conjunto de medidas com vista a inviabilizar as pretensões do oferente. Desde logo, é permitido ao órgão de administração da sociedade visada a prática de quaisquer medidas defensivas desde que, para isso, estas sejam autorizadas pela assembleia geral que tenha sido convocada exclusivamente para esse efeito<sup>118</sup>. Uma vez que são os acionistas os donos da sociedade, estes devem ter a possibilidade de autorizar os atos que adivinhem necessários para a realização dos seus interesses.

De seguida, e à semelhança do que foi feito anteriormente para as medidas preventivas, iremos analisar criticamente um conjunto de medidas reativas.

#### 3.2.1 OPA concorrente (*White Knight*)<sup>119</sup>

Com esta medida, o órgão de gestão da sociedade irá tentar encontrar um terceiro que lance uma OPA concorrente<sup>120</sup> à do oferente<sup>121</sup>. A OPA concorrente consiste no

---

<sup>117</sup> Cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, ob. cit., p. 295.

<sup>118</sup> Cfr. art. 182º nº 3 alínea b) do CVM.

<sup>119</sup> Para um estudo mais atento desta figura *vide*, FEDERICO M. MUCCIARELLI, “White Knights and Black Knights: Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of ‘Target’ Companies?”, 2006, disponível em <http://ssrn.com/abstract=910220>.

<sup>120</sup> Para um estudo mais aprofundado sobre a OPA concorrente, cfr. MANUEL REQUICHA FERREIRA “OPA Concorrente” in Direito dos Valores Mobiliários - Volume X, Coimbra Editora, 2011, pp. 138 e ss.

lançamento de uma nova OPA por parte de um terceiro, que tenha como alvo a sociedade visada e tem que recair sobre os valores mobiliários da mesma categoria que a primeira, conforme vem consagrado no nº 1 do art. 185º do CVM.

Convém referir que a Oferta concorrente não poderá incidir sobre uma quantidade de valores mobiliários inferior àqueles sobre que incide a oferta inicial<sup>122</sup>, e deverá ser mais favorável para os acionistas, do que aquela. O legislador entende que é mais favorável a oferta, desde que supere a anterior em pelo menos 2% do seu valor e que não contenha condições que a tornem menos favorável<sup>123</sup>.

Uma vez que a lei não impõe qualquer limitação ao número de oferentes concorrentes, parece-nos que estas regras têm de ser verificadas por todas as ofertas concorrentes e em relação àquelas com que estão a concorrer. Atente-se no seguinte exemplo: se “A” lança uma OPA sobre “X” e, por sua vez, “B” lança uma OPA concorrente. Posteriormente, “C” vem lançar outra OPA concorrente. Parece-nos, que neste caso, “B” tem que respeitar os imperativos legais relativamente à oferta de “A” e por sua vez, “C” tem de os verificar em relação à oferta de “B”. Esta conclusão deduz-se do disposto no nº 5 do art. 185º do CVM, pois o legislador utiliza a palavra antecedente e não inicial, ao referir-se às ofertas: “*A contrapartida da oferta concorrente deve ser superior à antecedente...*”

Após o lançamento de uma oferta concorrente, o oferente inicial (ou anterior) pode adotar um de quatro comportamentos possíveis<sup>124,125</sup>, os quais infra se discriminam.

---

<sup>121</sup> Em bom rigor a medida defensiva *White Knight* não implica somente o lançamento de uma OPA concorrente. Pode o órgão de administração, ou até mesmo os próprios acionistas, encontrar um terceiro que esteja disposto a realizar uma fusão, por exemplo, tornando inexecutíveis as pretensões do oferente. Cfr. ORLANDO VOGLER GUINÉ, “Da conduta...”, ob. cit., p. 31.

<sup>122</sup> Cfr. art. nº 185º nº 4 do CVM.

<sup>123</sup> Cfr. art. nº 185º nº 5 do CVM.

<sup>124</sup> Cfr. PAULO CÂMARA, ob. cit., pp. 638-639.

<sup>125</sup> Relativamente a esta faculdade, podemos encontrar na doutrina opiniões divergentes. Por um lado existem autores que defendem que este direito só assiste aos oferentes iniciais, por outro, encontramos aqueles que defendem que qualquer oferente pode beneficiar desta liberdade. Também relativamente ao tempo em que este direito vigora, existem autores que defendem que ele se deve prolongar infinitamente no tempo até que a melhor oferta seja encontrada (estando na presença de uma espécie de leilão pela melhor oferta), enquanto outros acreditam que este direito apenas pode vigorar até ao término do prazo da oferta, consagrado no art. 183º do CVM. Fugindo esta querela doutrinária da temática do presente trabalho, não nos iremos debruçar sobre ela, contudo, para um estudo aprofundado sobre o tema *vide* MANUEL REQUICHA FERREIRA, ob. cit., pp. 267 e ss; HUGO MOREDO SANTOS, “Ofertas Concorrentes”, Coimbra Editora, 2008.

Uma das opções que lhe assiste é a de reiterar a contrapartida. Sempre que uma oferta concorrente é lançada ou revista, os oferentes anteriores (inicial se se tratar apenas de uma oferta) têm a faculdade de proceder à revisão da sua oferta, de acordo com o disposto no nº 1 do art. 185º-B do CVM. Esta possibilidade é lhes concedida, independentemente de estes já terem revisto, ou não, a sua oferta ao abrigo do art. 184º do mesmo diploma legal.

O oferente pode também optar por revogar a oferta. Uma vez lançada uma OPA concorrente, pode o oferente inicial retirar a sua oferta, caso se trate de uma OPA voluntária<sup>126</sup> e não de uma obrigatória, como vem explanado no art. 185º-B nº 4 do CVM. Contudo, esta revogação tem de ser comunicada no máximo até 4 dias a contar do lançamento da oferta concorrente<sup>127</sup>.

Pode ainda o oferente inicial alterar os termos da oferta. O oferente não tem que forçosamente aumentar o capital que está disposto a desembolsar pelas ações, este pode optar por alterar determinados aspetos da oferta.

Não obstante, o oferente pode não adotar nenhum dos referidos comportamentos, mantendo a proposta inicial. O oferente inicial não está, nem obrigado a rever a sua oferta, nem a retirar-la, podendo simplesmente manter os termos da sua proposta inicial.

Apesar de tudo, existe o risco do *White Knight* se revelar um *Black Knight*<sup>128</sup> (cavaleiro negro), passando este a ser o “agressor”, tendo a administração da sociedade visada gasto tempo e recursos para tentar encontrar um “salvador”, desiderato que não veio a verificar-se. Contudo, este facto não releva pois a procura do *White Knight* é sempre benéfica para os acionistas, sendo os interesses destes os únicos que importam salvaguardar e não os dos membros do órgão de administração. Desta forma, mesmo que o *White Knight* se revele num *Black Knight*, os acionistas irão conseguir uma oferta mais vantajosa do que se este não fosse encontrado.

Este tipo de comportamento é permitido no nosso ordenamento jurídico, como vem disposto no art. 182º nº 3 alínea c). Não obstante, o referido artigo merece-nos uma

---

<sup>126</sup> Contudo, se for uma OPA obrigatória, esta faculdade já não está ao dispor do órgão de administração.

<sup>127</sup> Cfr. art. 185º-B nº 5 do CVM.

<sup>128</sup> Cfr. FEDERICO M. MUCCIARELLI, ob. cit., p. 9 e ss.

observação crítica. É certo que a lei permite que o órgão de administração pratique os atos necessários para procurar oferentes concorrentes<sup>129</sup>, desde logo, porque traz inequívocos benefícios para os acionistas. Contudo, esta procura por “salvadores” não é gratuita e pode vir a custar aos cofres da sociedade, avultadas quantias<sup>130</sup>. Parece-nos portanto, relevante e conveniente, que a lei preveja algum mecanismo para limitar as quantias despendidas para alcançar este objetivo. Caso contrário, pode acontecer que se tenha gasto uma quantia elevada de recursos e se acabe por não encontrar nenhum oferente concorrente. Se isto suceder, a sociedade visada pode perder o interesse para o oferente, uma vez que esta pode ter ficado numa situação financeira bem diferente daquela que se encontrava aquando do lançamento da OPA, e este pode revogar a oferta de acordo com o disposto no art. 128º do CVM. Ora, nesta situação o interesse dos acionistas não é salvaguardado, pois estes ficam sem hipótese de alienar as suas ações, não realizando para o efeito mais-valias, acabando esta medida por prejudicar aqueles que deveria proteger.

### 3.2.2 Contra-OPA (*Pac-man*<sup>131</sup> defense)

Outro mecanismo de defesa ao dispor da administração da sociedade visada para se proteger de uma OPA, é o lançamento de uma contra-OPA. Diferentemente da OPA concorrente, a contra-OPA tem como objetivo o lançamento por parte da sociedade visada<sup>132</sup>, de uma OPA sobre os títulos do oferente. Com este comportamento a sociedade visada espera frustrar a oferta do oferente, pois este terá, eventualmente, que desviar fundos que estavam destinados à sua oferta, para agora se defender da contra-OPA lançada pela sociedade visada<sup>133</sup>, pois caso não o faça pode a sociedade visada adquirir a oferente, o que só por si evitaria o sucesso da OPA.

---

<sup>129</sup> Consagrando esta faculdade um das exceções à limitação da gestão da sociedade visada, como já foi referido anteriormente no ponto 2.3.1.1.

<sup>130</sup> A procura de oferentes concorrentes pode passar por “operações de charme” junto dos eventuais oferentes, que se repetidas muitas vezes para oferentes diversos pode atingir elevadas quantias.

<sup>131</sup> Nome de um popular jogo de computador, em que o objetivo é devorar os nossos adversários antes que estes nos devorem a nós.

<sup>132</sup> Também aqui pode a administração da sociedade visada encontrar um terceiro que esteja disposto a realizar uma OPA sobre o oferente.

<sup>133</sup> Cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, ob. cit., p. 310.

Contudo, esta medida não é muito utilizada entre nós<sup>134</sup>, devido a um conjunto de peculiaridades. Desde logo, esta medida só funciona se o oferente for uma sociedade, pois como é óbvio, um particular não pode ser alvo de uma OPA. Outra razão que o justifique é o facto de esta técnica só poder ser posta em prática contra oferentes que se apresentem eles próprios vulneráveis a uma OPA, o que nem sempre acontecerá, pois ao lançarem eles uma OPA já estarão a prevenir este tipo de defesa por parte da sociedade visada<sup>135</sup>. Por último, é uma medida que acarreta contingências patrimoniais enormes, e nem todas as sociedades têm meios para a porem em prática.

De notar que, contrariamente com o que sucede com a OPA concorrente, para este tipo de atuação a lei não permite explicitamente o seu recurso, pelo que o órgão de administração deve procurar o consentimento da assembleia geral<sup>136</sup>, uma vez que não se trata de um ato de gestão corrente, é um ato suscetível de alterar a situação patrimonial da sociedade e também de afetar os objetivos anunciados pelo oferente.

### **3.2.3 Alienação de joias da coroa (*crown jewels*)**

Outra medida reativa que visa proteger a sociedade de uma OPA, é a alienação de joias da coroa. Um dos motivos que pode levar com que o oferente lance uma OPA, pode ser o facto de a sociedade visada ter no seu património um conjunto de ativos que só por si justificam o lançamento da oferta (as chamadas *crown jewels*). A alienação das joias da coroa consiste na venda desses mesmos ativos, tentando a administração da sociedade visada, com esta atitude, retirar o interesse do oferente em manter a oferta.

De salientar que esta medida pode não ter o desfecho desejado, uma vez que o encaixe financeiro que a sociedade iria atingir pode ser o suficiente para manter o interesse do oferente, ou, quem sabe, atrair novos oferentes.

À semelhança da contra-OPA, esta medida não é permitida no nosso ordenamento jurídico, sem que para isso dê o seu aval a assembleia geral.

---

<sup>134</sup> No entanto, em 2007 foi uma medida discutida por parte de Fernando Ulrich (presidente do conselho de administração BPI) para o seu banco se defender de uma OPA lançada pelo BCP.

<sup>135</sup> Cfr. MENEZES LEITÃO, "As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil" in *Direito dos Valores Mobiliários - Volume VII*, Coimbra Editora, 2007, p. 65.

<sup>136</sup> Não esquecer que esta assembleia geral tem de ser convocada exclusivamente para este efeito, de acordo com o disposto no art. 182º nº 3 alínea b).

## CONCLUSÃO

Após a análise de várias medidas defensivas encontramos-nos em condições para retirar algumas conclusões. A adoção destas medidas provoca dois efeitos económicos na sociedade visada: efeito no preço das ações e efeito na disciplina<sup>137</sup>. Quanto ao primeiro, verifica-se que o custo final da oferta sobe quando são adotadas medidas defensivas, o que leva a que os oferentes optem por sociedades que não as adotem. Relativamente ao segundo, a administração das sociedades que adotem medidas defensivas anti-OPA, sente-se menos pressionada no desenrolar da sua atividade, pois tem consciência que dificilmente a sociedade será alvo de uma OPA, o que pode levar a uma atuação mais negligente, prejudicando a sociedade e os acionistas<sup>138</sup>.

---

<sup>137</sup> Vide MENEZES LEITÃO, “As medidas...”, ob. cit., p. 65.

<sup>138</sup> Cfr. SHARON HANES, “The Hidden Virtues of Antitakeover defenses”, Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, Paper 354, 2002, pp. 31-34, disponível em [http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1142&context=harvard\\_olin](http://lsr.nellco.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1142&context=harvard_olin).

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Após a conclusão do tema da dissertação, esperamos ter fornecido os elementos essenciais para se perceber o regime jurídico associado à atuação dos elementos do órgão de administração da sociedade “opada”, bem como o limite dos respectivos procedimentos.

Com tudo o que foi exposto no presente trabalho, verifica-se que a atuação da CMVM ao longo do processo de uma OPA se demonstra vital, para assegurar que os acionistas não são prejudicados em detrimento dos elementos do órgão de administração. Devido ao dinamismo dos mercados, a CMVM tem a necessidade de se manter a par dos mesmos, publicando as suas recomendações sobre o governo das sociedades como forma de assegurar o bom funcionamento dos mercados.

É certo que nenhum sistema é perfeito, e como foi realçado neste trabalho, determinados aspetos da atuação da CMVM podem ser revistos e melhorados. Contudo, não tendo em conta o olhar atento e pró-ativo com que a CMVM normalmente observa o pulsar dos mercados, não será de estranhar que brevemente se legisle no sentido de suprir lacunas que existam e se introduzam pontuais ajustamentos que melhor acomodem aspetos mais dúbios do enquadramento jurídico da temática ora abordada.

## BIBLIOGRAFIA

ANTUNES, José A. Engrácia

- “Os grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária”, Almedina, 1993

BECHT, Marco / BOLTON, Patrick / RÖEL, Ailsa

- “Corporate Governance and Control”, ECGI - Finance Working Paper No. 02/2002, 2002, disponível em <http://ssrn.com/abstract=343461>. ( 14/11/2012)

BESANKO, David / DRANOVE, David / SCHAEFER, Scott / SHANLEY, Mark

- “Economics Of Strategy, Fifth Edition - International Student Version”, John Willey & Son, 2010

CÂMARA, Paulo

- “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 2ª Edição, Almedina, 2011

CASTRO, Carlos Osório de

- “Valores Mobiliários – Conceito e Espécies”, 2ª Edição, Universidade Católica, Porto, 1998

CHAMPEIX, Pierre

- “A Gestão nas Grandes Empresas” in Biblioteca de economia 12 – empresa, Prelo, 1973

CORDEIRO, António Menezes

- “A 13.ª directriz do direito das sociedades”, disponível em [http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe\\_artigo.aspx?idc=30777&idsc=45841&ida=48796](http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=45841&ida=48796) (23/02/2012)

- “A OPA estatutária como defesa contra medidas hostis” in Revista da Ordem dos advogados, Janeiro 1998, ano 58, Volume I

- “Da tomada das sociedades (takeover): efectivação, valoração e técnicas de defesa” in Revista da Ordem dos Advogados, Dezembro 1994, ano 54, Volume III

CORREIA, Luís Brito

- “Os Administradores de Sociedades Anónimas”, Almedina, 1993

CUNHA, Paulo Olavo

- “Direito das Sociedades Comerciais”, 4ª Edição, Almedina, 2010

FERREIRA, Manuel Requicha

- “OPA Concorrente” *in* Direito dos Valores Mobiliários - Volume X, Coimbra Editora, 2011

FRADA, Manuela A. Carneiro Da

- “A business judgment rule no quadro dos deveres gerais dos administradores”, 2007, disponível em [http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe\\_artigo.aspx?idc=30777&idsc=59032&ida=59045](http://www.oa.pt/Conteudos/Artigos/detalhe_artigo.aspx?idc=30777&idsc=59032&ida=59045) (12/10/2012)

FRAGOSO, Luís

- “A OPA Inibitória e a limitação de poderes da sociedade visada – o art. 182.º do CVM”, Verbo Jurídico, 2005, disponível em <http://www.verbojuridico.com> (23/02/2012)

GARCIA, Augusto Teixeira

- “OPA: Da Oferta Pública de Aquisição e o seu Regime Jurídico”, Coimbra Editora, 1995

GUINÉ, Orlando Vougler

- “A Transposição da Directiva 2004/25/CE e a Limitação dos Poderes do Órgão de Administração da Sociedade visada”, disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/9c245d4fe8f04826bd6881758bded2f2OrlandoGuin%C3%A9.pdf> (09/02/2012)

- “Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2008

HANES, Sharon

- “The Hidden Virtues of Antitakeover defenses”, Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, Paper 354, 2002, disponível em [http://lsr.nellco.org/cqi/viewcontent.cqi?article=1142&context=harvard\\_olin](http://lsr.nellco.org/cqi/viewcontent.cqi?article=1142&context=harvard_olin) (04/10/2012)

KIRCHNER, Christian / PAINTER, Richard W.

- “Towards a European Modified Business Judgment Rule for Takeover Law” *in* European Business Organizations Law Review, disponível em <http://ssrn.com/abstract=247214> (16/10/2012)

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes

- “A Responsabilidade Civil no âmbito da OPA” *in* Direito dos Valores Mobiliários - Volume IV, Coimbra Editora, 2003
- “As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil” *in* Direito dos Valores Mobiliários - Volume VII, Coimbra Editora, 2007

MATEUS, Abel Moreira

- “As Ofertas Públicas de Aquisição e a Lei da Concorrência” *in* Direito dos Valores Mobiliários - Volume IX, Coimbra Editora, 2009

MOTA, António S. Gomes / TOMÉ, Jorge H. Correia

- “Mercados de Títulos, uma abordagem integrada”, 2ª Edição, Texto Editora, 1991

MUCCIARELLI, Federico M.

- “White Knights and Black Knights: Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of 'Target' Companies?”, 2006, disponível em <http://ssrn.com/abstract=910220> (15/11/2012)

MÜLBERT, Peter O.

- “Corporate Governance of Banks” *in* Direito dos Valores Mobiliários - Volume X, Coimbra Editora, 2011

NARAYANAN, M. P. / SUNDARAM, ANANT K.

- “Landing? Golden Parachutes and Corporate Behavior”, University of Michigan Business School Working Paper nº 98015, 1998, disponível em <http://ssrn.com/abstract=131869> (14/11/2012)

OCDE,

- “Os Princípios da OCDE sobre Governo das Sociedades”, 2004, disponível em <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf> (15/08/2012)

PEREIRA, Jorge Brito

- “Limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo de OPA” *in* Direito dos Valores Mobiliários - Volume II, Coimbra Editora, 2001
- “A OPA Obrigatória”, Almedina, 1998

PIRES, Cesaltina

- “Mercados e Investimentos financeiros”, 2ª edição, Escolar Editora, 2008

SANTOS, Hugo Moredo

- “Ofertas Concorrentes”, Coimbra Editora, 2008

SILVA, João Calvão da

- “Oferta Pública de Aquisição (OPA): objecto” *in* Estudos de Direito Comercial, Coimbra, 1996
- “Pacto Parassocial, Defesa Anti-OPA e OPA Concorrente” *in* Estudos de Direito Comercial, Coimbra, 1996

SILVA, João Gomes da / ANTAS, Luísa / COSTA, Margarida Sá / SILVEIRA, Rui

- “Os Administradores Das Sociedades Cotadas Portuguesas, Instituto Português de Corporate Governance”, 2007 disponível em <http://www.cgov.pt/CGOV/images/Files/LivroLdaComissaoJuridica%20-%20FINAL.pdf> (22/08/2012)

SILVA, Miguel Gomes da

- “Investir e Ganhar”, 3ª edição, K editora, 2007

SILVA, Paula Costa e

- “O Administrador Independente” *in* Direito dos Valores Mobiliários - Volume VI, Coimbra Editora, 2006
- “Direito dos Valores Mobiliários” *in* Relatório, Coimbra Editora, 2005

VAZ, João Cunha

- “As OPA na União Europeia face ao novo Código dos Valores Mobiliários”, Almedina, 2000

VENTURA, Raúl / CORREIA, Luís Brito

- “Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedades Anónimas e dos Gerentes de Sociedades Por Quotas”, Lisboa, 1970